



Сентябрь: В поисках повода для оптимизма

7 сентября 2004

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Рынок пива вступает в период консолидации

- В августе индекс РТС заметно вырос (+8,2% по сравнению с 3,9%-ным ростом на других развивающихся фондовых рынках), хотя и на малых объемах торгов. Инвесторы преодолели переживания по поводу Юкоса и стараются сосредоточиться на недооцененности акций, образовавшейся в результате 25%-ной коррекции рынка после апрельского пика котировок. Наши расчеты методом DCF показывают, что потенциал роста рынка акций в целом до его справедливой стоимости составляет 35%; соответственно, индекс РТС имеет 17%-ный потенциал роста: ряд акций с наибольшим потенциалом роста в индексе не учитывается (например, Газпром).
- **Спред в доходности российских суверенных еврооблигаций относительно казначейских обязательств США превысил 300 б.п.** — главным образом под воздействием «фактора ЮКОСа». В течение последних четырех недель наметилась тенденция к росту цен российских облигаций: поскольку макроэкономические показатели России продолжают улучшаться.
- **С начала года доходность нашего портфеля акций на основе взвешенной рыночной капитализации выросла на 33%.** Метод стандартных ограничений по риску дает доходность портфеля 13,5%. Индекс РТС за тот же период снизился на 4%.
- **В российской пивоваренной промышленности портфельные инвесторы начинают уступать место стратегическим; мы прогнозируем продолжение процесса консолидации компаний в отрасли.** Выкуп компанией Interbrew доли SUN в капитале Сан Интербрю свидетельствует о замедлении темпов роста производства и прибыли в пивоваренной промышленности, а также о снижении инвестиционной привлекательности отрасли в целом. Мы прогнозируем активизацию процесса слияний и поглощений пивоваренных компаний в будущем. По нашим оценкам, через три года в отрасли останется 4-5 крупных производителей, каждый из которых будет контролировать как минимум 12-15% рынка. Сильная дистрибуция и брэндинг станут основными условиями успеха компаний в условиях конкурентной борьбы.
- **Наша основная рекомендация — ПОКУПАТЬ привилегированные акции Балтики: высокая дивидендная доходность и 30%-ный потенциал роста в случае обмена акций.** Мы полагаем, что в ближайшие 2-3 года ВВН начнет процесс объединения своих российских активов. Центром консолидации, вероятно, станет Балтика — самый крупный и ценный актив компании. Для консолидации Балтике необходимо конвертировать привилегированные акции. Ожидается, что обмен будет производиться в пропорции 1:1, т.к. любой другой коэффициент будет оспариваться миноритарными акционерами.

Портфельные рекомендации*

Газпром (внутренние)	Потенциал роста относительно справедливой стоимости — 62%
МТС	Потенциал роста — 15%; чистая прибыль продолжает динамично расти
ВымпелКом	Потенциал роста — 31%; можно сыграть на сокращающемся отрыве от МТС
Норильский Никель	Потенциал роста 48%, высокие цены на металлы усиливают финансовое положение
Северсталь	Потенциал роста — 35%; не так сильно, как Норильский Никель, зависит от цен на металл
Голден Телеком	Потенциал роста 23%; в последнее время эта бумага отставала от рынка
ЛУКОЙЛ	Потенциал роста менее 10%, но эта одна из немногих малорисковых нефтяных бумаг; идет подготовка к продаже пакета акций одной из крупных зарубежных компаний

Примечание: * временной горизонт — 3-6 месяцев

Последние публикации

- Российский банковский сектор вступает в период зрелости**
Наталья Орлова 6 сентября 2004 г.
- МТС 2 кв04: Насколько еще может увеличиться маржа? Еще выше!**
Андрей Богданов, Светлана Суханова 3 сентября 2004 г.
- Акции и облигации: оценка стоимости в условиях повышенного риска**
Крис Уифер 2 сентября 2004 г.
- ВБД: Рекомендуем ПОКУПАТЬ по низкой цене**
Александр Свинов 2 сентября 2004 г.
- ВымпелКом 2 кв04: Рост в России поддерживает географическое расширение**
Андрей Богданов, Светлана Суханова 30 августа 2004 г.
- МРК: Позитивно, несмотря на скромные результаты 2 кв2004 г.**
Андрей Богданов, Светлана Суханова 26 августа 2004 г.

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



СОДЕРЖАНИЕ:

Комментарии по рынку	3
Рынок пива вступает в период консолидации	10
Динамика и оценка акций	16
Графики.....	19
Экономика и политика.....	21
Новости компаний и отраслей.....	23
Нефть и газ	23
Энергетика	30
Телекомы	31
Металлургия.....	39
Машиностроение	42
Пищевая промышленность и розничная торговля	44
Банковский сектор	45
Рынок облигаций	48
Индекс РТС: тестируя 6-месячную скользящую среднюю.....	51



Комментарии по рынку

Кристофер Уифер, (7095) 103-7322

В апреле акции почти достигли справедливого уровня, однако из-за снижения стоимости Юкоса и повышения уровня рискованности российского рынка справедливая стоимость снизилась

Российские акции почти достигли уровня их справедливой стоимости в момент пика рынка, зафиксированного в ценах закрытия за 12 апреля (индекс РТС вырос в тот день до 781,5 пунктов). Развитие событий вокруг налогового дела Юкоса стало основной причиной того, что на сегодняшний день рынок скорректировался вниз на 25,2% относительно уровня 12 апреля (за этот же период акции Юкоса упали на 73%). Сомнения же в существовании в правительстве единого мнения как такового относительно ряда вопросов внутренней экономики и политики и растущая зависимость от нефти заставили нас пересмотреть уровень риска, закладываемого в модели оценки стоимости компаний. Кроме того, мы обновили финансовые модели по компаниям с учетом более широкого спектра макроэкономических факторов средне- и долгосрочного действия. На наш взгляд, наш подход к оценке справедливой стоимости и стоимостных коэффициентов может рассматриваться как достаточно консервативный.

Илл. 1. Рекомендации по стратегическому портфелю *

	Цена	Рын. кап-ция	Потенциал роста	Коррекция
	\$ за акцию	млн \$	% до справ. стоимости	Относительно максим. значения **
Газпром (внутренние)	1,97	47 244	62,5	-10,0
МТС	129,40	12 897	15,1	-5,0
Сбербанк	392,00	7 450	33,0	-10,5
Вымпелком	98,10	5 275	31,5	-9,80
Северсталь	175,00	3 863	35,0	-11,6
Уралсвязьинформ	0,03	1 140	13,0	-20,5
Голден Телеком	26,85	961	22,2	-19,7
НТМК	0,68	888	39,0	-15,3
Иркут	0,53	468	41,0	
Выксунский метзавод	177,00	333	30,0	
ЧТПЗ	0,24	115	27,0	-26,5
ЛУКОЙЛ	29,55	25 134	5,6	-10,8

Примечания: * исходя из цен закрытия за 31 августа 2004 г; в порядке убывания рыночной капитализации; ** относительно цены за 12 апреля 2004 г.

Free-float растёт, т. к. владельцы хотят «обналичить» часть своих активов

Доля акций в свободном обращении в последнее время выросла почти до 28% по сравнению с 26% в начале года (в январе 2003 г. — 30%). Причиной такого роста стало желание собственников и менеджеров ряда компаний «обналичить» часть своих активов в условиях сохраняющейся неопределенности, вызванной делом Юкоса и Менатеп.

Спреды по доходности суверенных облигаций относительно Казначейских обязательств США слишком велики. Чистый долг у России равен нулю.

Дисконт, с которым торгуются российские суверенные облигации, примерно на 10% превышает обоснованный уровень (относительно высокая доходность). Инвесторы говорят о замедлении реформ, однако на самом деле низкий уровень цен облигаций связан с ростом премии за риск по акциям из-за дела Юкоса, а теперь еще и из-за Газпрома. Новые облигационные займы России не нужны, страна может обслуживать их без проблем практически при любой ситуации. Темп реформ может заметно повлиять на прибыли предприятий, но не на бюджетные показатели России (как минимум до окончания президентского срока Путина).

Доходность облигаций должна снизиться после снятия проблемы Юкоса

Ряд корпоративных облигационных выпусков без всяких оснований также оказался жертвой страхов, вызванных повысившимся уровнем риска на рынке акций. В результате ряд надежных корпоративных выпусков — Газпром, МТС — имеют относительно высокую доходность.

Илл. 2. Рекомендуемые облигационные выпуски

Выпуск	Цена	Доходность к погашению, %
Суверенные еврооблигации -2018	130,5	7,4
Суверенные еврооблигации -2028	151,7	7,9
Суверенные еврооблигации -2030	95,9	7,2
Газпром — 2010	104,3	6,9
Газпром — 2013	108,8	8,2
Сибнефть — 2007	106,8	8,4
Сибнефть — 2009	104,8	9,4
МТС — 2008	106,1	6,9
МТС — 2010	99,4	8,5

Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Для прогноза надо знать, чем вызван нынешний скачок цен — действиями трейдеров или ростом экономики?

Важный фактор для рынков GEM и цен на нефть — укрепление курса доллара

Цена на нефть бьет все рекорды, но мы прогнозируем некоторое снижение средней долгосрочной цены

Важнейший вопрос в отношении цен на нефть — в том, является ли резкий рост спроса в 2003 г. и 2004 г. результатом спекулятивных сделок и накопления запасов (т.н. «недостающие баррели»), или ответом на реальный и устойчивый рост спроса, отражающего развитие мировой экономики. В первом случае мы можем ожидать наступления резкой коррекции цены в период до весны следующего года. Во втором случае цена на нефть вполне может еще вырасти — из-за временного лага, необходимого для увеличения добычи на покрытие дополнительного спроса.

Если всплеск спроса имеет спекулятивный характер (разумеется, рост спроса стимулировали, в первую очередь, хедж-фонды), то важной темой становится укрепление доллара. Слабый доллар обусловил уход глобальных инвесторов на сырьевые рынки, в частности, на нефтяной, тогда как усиление доллара (например, после выборов в США, если процентная ставка будет повышаться) может спровоцировать уход ликвидности из таких активов, как нефть.

Цена на нефть бьет все рекорды. С начала года средняя цена составила \$35,4/баррель (Brent). Мы повысили прогноз нефтяных цен на текущий год до среднего уровня \$33/баррель (сорта Brent), до средней цены \$31/баррель на 2005 г., и полагаем, что нефть снизится до устойчивой средней цены \$22/баррель, начиная с 2007 г. Предыдущая долгосрочная средняя цена нефти равнялась \$20/баррель. Ее рост на 10% более или менее соответствует темпам инфляции в странах-членах ОЭСР за последние 15 лет.

Илл. 3. Российские акции — год взлетов и падений


Источник: DATASTREAM

Краткий анализ ситуации на рынке

Метод DCF дает 17%-ный потенциал роста до справедливой цены

В настоящее время справедливая оценка индекса РТС составляет 681,3 п.п. (17%-ный потенциал роста), на основе методики рыночно-взвешенного дисконтированного денежного потока, которая учитывает



рост премии за риск по акциям, ожидаемое повышение цены на нефть в среднесрочной перспективе, в целом консервативный прогноз макроэкономической ситуации и стабильную котировку внутренних акций Юкоса на уровне \$5.

Некоторые компании показывают более высокий потенциал роста, чем в РТС

Разумеется, многие компании (Илл. 4) показывают значительно более высокий потенциал роста, чем в РТС, главным образом потому, что они не входят в расчет индекса. Если принять во внимание все акции (т.е. Газпром, мобильные телекомы), то потенциал роста до справедливой цены (на основе рыночно-взвешенного метода) составит 26%.

Метод сравнения доходности (с группой сопоставимых фирм) показал 22% дисконт к справедливой цене

Методом сравнения доходности (с группой сопоставимых компаний на развивающихся рынках), примененным для расчета аналогичных (и консервативных) прогнозов в отношении Юкоса и макроэкономических факторов, мы определили справедливую оценку РТС на уровне 715 пп. (т.е. потенциал роста составляет 22,3%).

Макроэкономическое сопоставление роста ВВП РФ и ее рыночной оценки подтверждает текущий дисконт 20%

Этот диапазон оценок с учетом справедливой цены подтвержден путем сопоставления роста ВВП и рыночной оценки (своего рода «постоянный коэффициент» для каждой страны). При этом сравнивается ожидаемый реальный рост в развивающейся экономике с коэффициентом рыночной оценки ее ведущих компаний. Для России мы исключили воздействие избыточно высоких нефтяных цен на ее экономику и ее фондовый рынок, после чего нашли справедливую оценку, которая оказалась на 20,0% выше текущего уровня.

Активы GEM имеют 30%-ный дисконт к глобальным активам, вопреки улучшению прогнозов роста доходов и большую стабильность их экономик

В настоящее время активы мировых развивающихся рынков имеют 30%-ный дисконт к глобальным фондовым активам, с учетом сопоставления доходности сравнимых групп. Если бы в последние несколько лет мы имели нормальный инвестиционный цикл, то акции развивающихся рынков должны были бы торговаться сегодня с премией к глобальным активам. В основе этой точки зрения лежит сочетание в целом высоких темпов роста (по сравнению со зрелыми экономиками), в целом большей экономической предсказуемости и политической стабильности, а также изменений, произошедших в этих экономиках после кризиса 1997 г. То, что эти преимущества не дали ожидаемых результатов, объясняется факторами глобального рода (Ирак, нефть, рост мировой экономики, цикл изменений ставки ссудного процента). Если же мы увидим причину для ралли акций позднее в текущем году или в 2005 г, то можно будет ожидать сокращения этого дисконта, что резко изменит потенциал роста российских акций.

Финансовое положение России прочно как никогда — и остается одним из лучших в мире

Российские облигации подверглись активной распродаже (в отличие от облигаций мировых развивающихся рынков) из-за большей ликвидности и в силу опасений, касавшихся, в сущности, рынка акций. Разумных объяснений этому нет. Сегодня Россия получает от экспорта нефти и газа \$300 млн в сутки, по сравнению с \$70 млн в 1998 г. Это значит, что Россия имеет практически нулевой внешний долг (если сопоставить валютные резервы ЦБР с вероятным объемом реально накопленного бюджетного профицита). Хотя в этих условиях мы вынуждены сделать консервативные прогнозы по акциям (при росте курса рубля и темпов инфляции), финансовое положение России остается одним из лучших в мире.

Стоимостные модели по акциям компаниям пересмотрены

Мы в значительной мере пересмотрели оценочные модели по акциям, входящим в совокупность анализируемых нами компаний, по следующим причинам:

Дело Юкоса повысило риск для держателей акций

1. Ощущение высокого риска по акциям, вызванное чувством неопределенности в связи с процессами против Юкоса и Менатеп.;



Более высокая средняя цена на нефть

Обновление прогнозов по макроэкономике

Потеря темпа реформ оказала воздействие на экономику

Теперь остаточная стоимость Юкоса составит \$5

Метод DCF — самый точный инструмент оценки справедливой стоимости акций, он также сглаживает все краткосрочные эффекты

Методом DCF акции оценены на 35% выше, чем они котируются сейчас, но для индекса РТС это выше лишь на 17%

2. Гораздо более высокая средняя цена на нефть и вероятность медленного возврата ее к долгосрочному среднему значению, которое прогнозируется на более высоком уровне, чем раньше;
3. Обновление макроэкономических прогнозов, вызванное пересмотром последствий увеличения нефтегазовых доходов;
4. Потеря темпа реформ оказала на экономику и доходы страны большее воздействие, чем ранее предполагалось (и чем обещал президент и его министры);
5. Мы предполагаем, что остаточная стоимость Юкоса составит \$5 за акцию, и корректируем его доходы, исключая из них любой дальнейший вклад со стороны компании Юганскнефтегаз.

Краткий анализ результатов по моделям DCF

Мы по-прежнему полагаем, что метод дисконтированного денежного потока (DCF) позволяет точнее всего оценить справедливую стоимость любой акции на продолжительный период, так как этот метод сглаживает краткосрочные эффекты (например, всплески показателей выручки или прибыли, либо воздействие неустойчивых факторов, возникающих по ходу цикла товарных цен). Разумеется, в период нескольких месяцев та или иная акция может торговаться с отклонением от справедливой цены. Однако значительно чаще ее цена возвращается к справедливой оценке, как только краткосрочные факторы перестают действовать.

Используя метод DCF, мы пришли к выводу, что справедливая цена всех российских акций на 34,9% выше текущих котировок. Впрочем, поскольку большая часть потенциала роста присутствует в акциях, не входящих в индекс РТС (например, Газпром), все это сводится к справедливой оценке РТС на уровне 681,3 (или на 17% выше текущего уровня).

Из числа компаний, анализируемых Альфа-Банком, мы рекомендуем инвесторам в первую очередь следующие бумаги:

Илл. 4. Рекомендуемые акции в порядке убывания потенциала роста

	Рын. кап-ция млн \$	Цена \$	Расчетная цена \$	Потенциал роста %
Мечел	125,00	395	235,00	88,0
Газпром	1,97	46 627	3,20	62,5
Норильский Никель	56,25	12 032	83,00	47,6
Иркут	0,53	468	0,75	41,0
НТМК	0,68	888	0,94	38,6
Северсталь	175,00	3 863	237,00	35,4
Сбербанк	392,00	7 448	520,00	32,7
Мегоннефтегаз	20,00	1 850	26,40	32,0
ВымпелКом	98,10	5 275	129,00	31,5
Выксунский МЗ	177,00	333	230,00	29,9
ЧТПЗ	0,24	115	0,31	27,0
Дальсвязь	1,04	130	1,29	24,0
Голден Телеком	26,85	961	32,80	22,2
Вимм-Билль-Данн	13,20	581	16,10	22,0
Юкос	4,13	9 235	5,00	21,1
Южтелеком	0,07	221	0,09	20,5
МГТС	11,35	906	13,50	18,9
Сибнетфь	2,60	12 327	3,03	16,5
Татнефть	1,33	2 887	1,54	16,2
ВСМПО	76,40	812	88,00	15,2
МТС	129,40	12 897	149,00	15,1
Ростелеком	2,01	1 465	2,30	14,4
Уралсвязьинформ	0,04	1 140	0,04	13,3
ОМЗ	4,50	159	5,00	11,1
Сибирь Телеком	0,05	553	0,05	8,7
Балтика	12,45	1 611	13,25	6,4
ЛУКОЙЛ	29,55	24 366	31,20	5,6
Сургутнефтегаз	0,69	24 758	0,73	5,3
АвтоВАЗ	24,30	661	25,00	2,9
Волга Телеком	2,75	676	2,82	2,5
Башнефть	4,00	857	4,00	0,0
Центр Телеком	0,29	458	0,29	0,0
Северо-Западный Телеком	0,46	436	0,45	-2,8

Источники: оценка Альфа-Банка, исходя из цен закрытия за 31 августа

DCF: предположение доходности и риска

Основные допущения, необходимые при использовании метода DCF, делятся на две категории: предположение доходности и риска.

Для цифр доходности важны экономические условия, особенно цена нефти

Для России основные предположения в отношении доходности суть цена нефти, темп реформ, вероятный темп роста отечественной экономики, макроэкономические условия, включая курс валюты, цена заимствований и темп инфляции. Эти факторы по отдельности рассмотрены ниже.

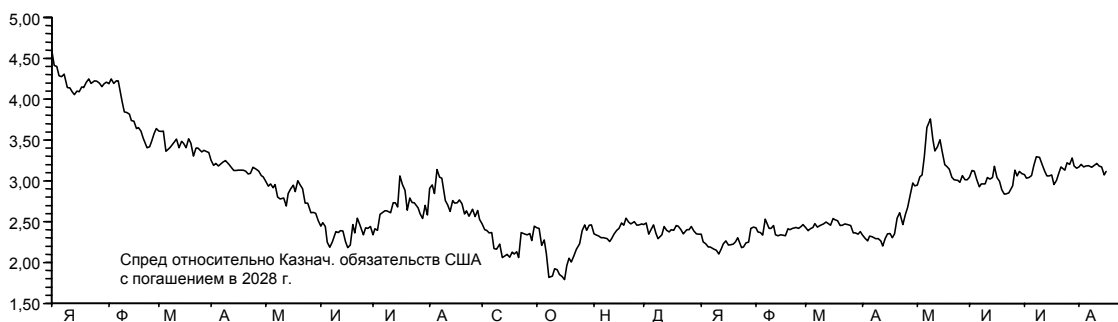
Сравнив безрисковую ставку с премией за риск по акциям, мы получили WACC в пределах 13-15%

В отношении риска наша методика предполагает сравнение безрисковой ставки (ставки по суверенным долгам) и премии за риск по конкретной акции. За ставку по суверенным долгам мы принимаем доходность к погашению еврооблигаций с погашением в 2030 г., которую мы на данный момент определяем в 7,7%, а премия за риск по акциям варьируется от 5,0% (по «голубым фишкам») до 7,5% и выше (для менее ликвидных ценных бумаг или для компаний/отраслей, в отношении которых имеется отчетливый фактор риска).

Безрисковая ставка

Разрыв доходности между российскими еврооблигациями и бондами казначейства США обоснованно сузился

Разрыв в доходности между российскими долгосрочными евробондами и эквивалентными казначейскими облигациями США сузился, отражая улучшение макроэкономического положения России. Вместе с тем, подобно тому, как низкий уровень суверенного риска привел к необоснованному росту курса акций в первом квартале текущего года, риск по акциям сегодня неоправданно расширил разрыв в доходности между суверенными долгами России и казначейскими бумагами США.

Илл. 5. Спреды в доходности относительно Казначейских обязательств США увеличиваются


Источник: DATASTREAM

Разрыв продолжит сужаться, как только агентства повысят рейтинг России

Этот разрыв сейчас составляет чуть больше 300 бп, хотя в октябре прошлого года, сразу после повышения рейтинга России агентством Moody's, он сокращался до 180 бп. Текущая доходность по еврооблигациям с погашением в 2030 г. ниже (на уровне 7,2%), чем ставка, использованная в наших моделях (7,7%). Мы решили сохранить более высокую ставку не только из-за неопределенности возможных последствий дела Юкоса и Менатеп, но и в силу сомнений в единой позиции правительства, неясного темпа реформ и сохраняющейся зависимости России от нефтяных доходов.

В моделях DCF для «голубых фишек» применена премия за риск по акциям в 12,7%

Доходность акций с учетом спреда по WACC

Наша безрисковая ставка равна 7,7%, мы применяем также премию за риск по акциям «голубых фишек» = 5,0%. Премия применима к акциям, котирующимся на любом развивающемся рынке. Для менее значимых и менее ликвидных акций наиболее уместна премия в 7,5%.

Прогноз: «на этот раз будет иначе» почти никогда не сбывается

Любимым делом аналитиков, отслеживающих «горячие» развивающиеся рынки, традиционно был поиск причин, по которым следует понизить любую из этих безрисковых ставок, чтобы оправдать еще более высокие расчетные цены. Речь идет о синдроме: «на этот раз будет иначе». В случае России мартовский аргумент звучал так: «текущая ситуация на 100% определяется правительством, поэтому ко всем акциям следует применять суверенный риск». Это оказалось чепухой. Столь же опасно применять завышенный уровень риска, предполагая, что нас ожидает очередной ряд событий в духе «дела Юкоса». Вовсе не это нам обещал президент, а если он уже не контролирует ситуацию, то портфельным инвесторам вообще нечего делать в России.

Для «голубых фишек» это дает нам WACC в диапазоне 11-13%

Используя «фактор риска» в 12,7%, мы обычно добавляем около 100 бп.п. (в среднем, ибо уровень и структура долгов у компаний различны) к среднему соотношению «собственные средства/заемные средства» (70:30). Это дает нам типичный спред по WACC от 12,0% (при наличии высокого уровня нетто денежных потоков) до 14%.

Долгосрочный доход по акциям вырастет, в среднем, на 12% за год, как только будет достигнут уровень справедливых цен

Теоретически, если все остальное в отношении прогнозов доходности и риска остается верным, то сказанное выше предполагает в ближайшие 12 месяцев доходность по акциям в диапазоне 37-40% (25%+12%). Иными словами, эти цифры мы можем ожидать при условии, что прочее в отношении Юкоса и аналогичных случаев останется без изменений, и с учетом того, что базовый прогноз доходности по российским акциям за многолетний период, как только будут достигнуты уровни справедливых цен, составит 12,0-14,0%.

Доходность портфеля акций с начала года

На Илл. 6 ниже показаны акции, входившие в рекомендуемый нами портфель в начале текущего года, а также их соответствующие ценовые показатели с начала года.

С начала года портфель «потяжелел на 33% (по методу взвешенной рыночной капитализации)

В таблице Илл. 6 приведен расчет доходности портфеля на основе взвешенной рыночной капитализации: с начала года стоимость портфеля выросла на 32,7% (при снижении индекса РТС за тот же период на 4%)

Илл. 6. Влияние акции на доходность портфеля, составленного пропорционально соотношению рыночной капитализации компаний

	Рын. кап-ция млн \$ *	% от кап-ции всего портфеля*	Доходность С начала года	Вес в доходности**
Газпром	\$30 184	41,9%	40,1%	16,8%
ЛУКОЙЛ	\$19 130	26,5%	17,0%	4,5%
Мегионнефтегаз	\$1 144	1,6%	56,0%	0,9%
МТС	\$7 923	11,0%	48,9%	5,4%
Вымпелком	\$3 721	5,2%	28,7%	1,5%
Северсталь	\$3 399	4,7%	26,3%	1,2%
ОМЗ	\$292	0,4%	-53,0%	-0,2%
ЧТПЗ	\$111	0,2%	-36,0%	-0,1%
Сбербанк	\$4 986	6,9%	44,5%	3,1%
Уралсвязьинформ	\$1 195	1,7%	-21,0%	-0,3%
Итого	\$72 085	100%		32,7%

Примечание: * по состоянию на 31 декабря 2003 г.; ** исходя из средневзвешенной доли в рыночной капитализации

Источники: DATASTREAM, оценка Альфа-Банка

В таблице ниже (Илл. 7) даны показатели эффективности портфеля с использованием стандартных ограничений по риску (т.е. ни на одну акцию не может приходиться более 15% всего портфеля, тогда как на менее важные и менее ликвидные акции действует ограничение в 5%).

Метод стандартных ограничений по риску дает доходность портфеля 13,5%

Используя эту методику, мы определили «чистую» динамику, с начала года, в 13,5% (по сравнению со снижением индекса РТС на 4,0%).

Илл. 7. Влияние акции на доходность портфеля, составленного с учетом максимально допустимого веса одной акции и ограничениями для менее ликвидных акций

	Рын. кап-ция млн \$ *	% от кап-ции всего портфеля*	Доходность YTD	Вес в доходности**
Газпром	\$30 184	15,0%	40,1%	6,0%
ЛУКОЙЛ	\$19 130	15,0%	17,0%	2,6%
МТС	\$7 923	15,0%	48,9%	7,3%
Сбербанк	\$4 986	10,0%	44,5%	4,5%
Вымпелком	\$3 721	10,0%	28,7%	2,9%
Северсталь	\$3 399	10,0%	26,3%	2,6%
Уралсвязьинформ	\$1 195	10,0%	-21,0%	-2,1%
Мегионнефтегаз	\$1 144	5,0%	56,0%	2,8%
ОМЗ	\$292	5,0%	-53,0%	-2,7%
ЧТПЗ	\$111	5,0%	-36,0%	-1,8%
Итого	\$72 085	100%		13,5%

* на 31 декабря 2003 г.

** с учетом ограничений по весу акций в портфеле

Источник: DATASTREAM, оценка Альфа-Банка

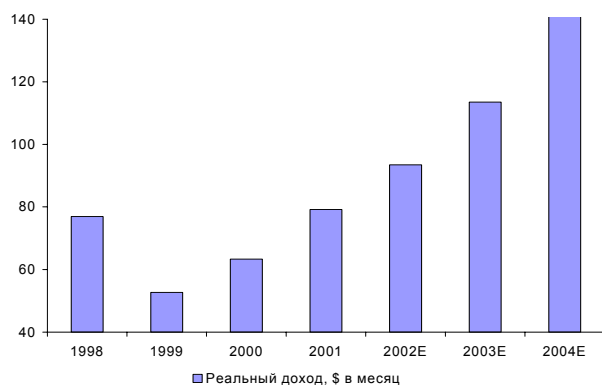
Рынок пива вступает в период консолидации

Александр Свинов, (7 095) 795-3745

История и состояние рынка пива в 2000-2004 гг.

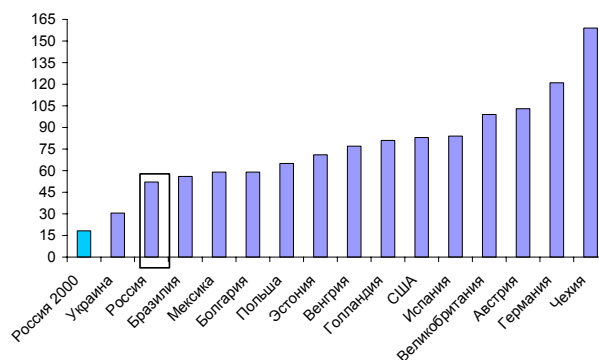
Российский рынок пива образца 2004 г. совершенно не похож на то, что этот рынок собой представлял в конце 90-х, когда современное оборудование было в дефиците, основные ингредиенты импортировались, конкуренции почти (а иногда и вовсе) не было, также как не было и госрегулирования пивоваренной промышленности. Все эти факторы, взятые вместе в сочетании с динамичным ростом реальных доходов населения и чрезвычайно низким уровнем потребления пива, в течение целого ряда лет стимулировали ускоренный рост как отрасли в целом (свыше 10% в год), так и прибыли пивоваренных компаний.

Илл. 8. Реальный доход на душу населения, \$ в месяц



Источники: Госкомстат, оценка Альфа-Банка

Илл. 9. Среднегодовое потребление пива на душу населения в 2000-2004 гг.



Источники: Комитеты по статистике соответствующих стран, оценка Альфа-Банка

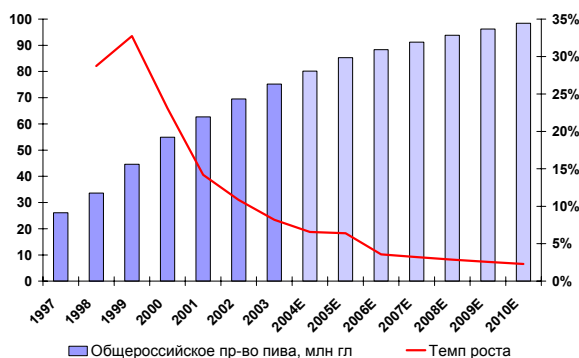
В конце 90-х рынок пива был неразвит: отсутствовала сегментация, единственным видом упаковки была традиционная пол-литровая бутылка, а брэндсы западного типа только-только выходили на рынок. Поскольку движущей силой рынка было исключительно предложение, у производителей была только одна проблема — довести объем выпуска до уровня, удовлетворяющего спрос. При этом у них не было необходимости в организации крупных рекламных компаний, налаживании эффективно действующей сбытовой сети или диверсифицированном портфеле брэндсов, для того чтобы обеспечить рост продаж на 100% в год. Прибыльность бизнеса зашкаливала — чистая прибыль доходила до 40% в год.

С тех пор ситуация радикально поменялась: теперь рынок четко сегментирован, на представлены все виды упаковки и самые различные брэндсы. Особенно быстрыми темпами растет производство премиальных сортов и лицензированных брэндсов. В то же время в традиционном сегменте и сегменте дешевого пива наблюдается отставание. Так, в 2003 г. объем производства в отрасли в целом вырос на 7,8%, в премиальном и лицензионном сегментах на 12-15%, а в традиционном и дешевом — только на 4% и 5,5%, соответственно.

Рынок пива — еще недавно отличавшийся высокими темпами роста, высокой рентабельностью и отсутствием барьеров для выхода на него новых игроков — стал более сложным. Темпы роста снизились с 30-40% до менее чем 10%, одновременно сократились и прибыли пивоваренных компаний. Наличие популярных в масштабе всей страны марок и сильная дистрибуция стали сегодня непереносимыми условиями успешной деятельности любой пивоваренной компании. По нашим оценкам,

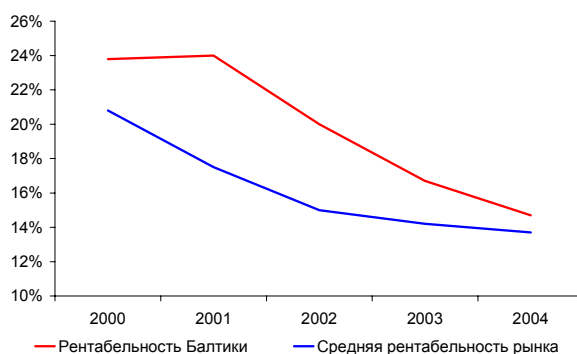
в долгосрочном плане темп роста рынка пива снизится до 6,4% к 2005 г. и до 2,3% к 2010 г.

Илл. 10. Рост российского рынка пива в 1998-2010 гг. (прогноз)



Источники: Госкомстат, оценка Альфа-Банка

Илл. 11. Рентабельность Балтики по сравнению со среднеотраслевым показателем в 2000-2004 гг.

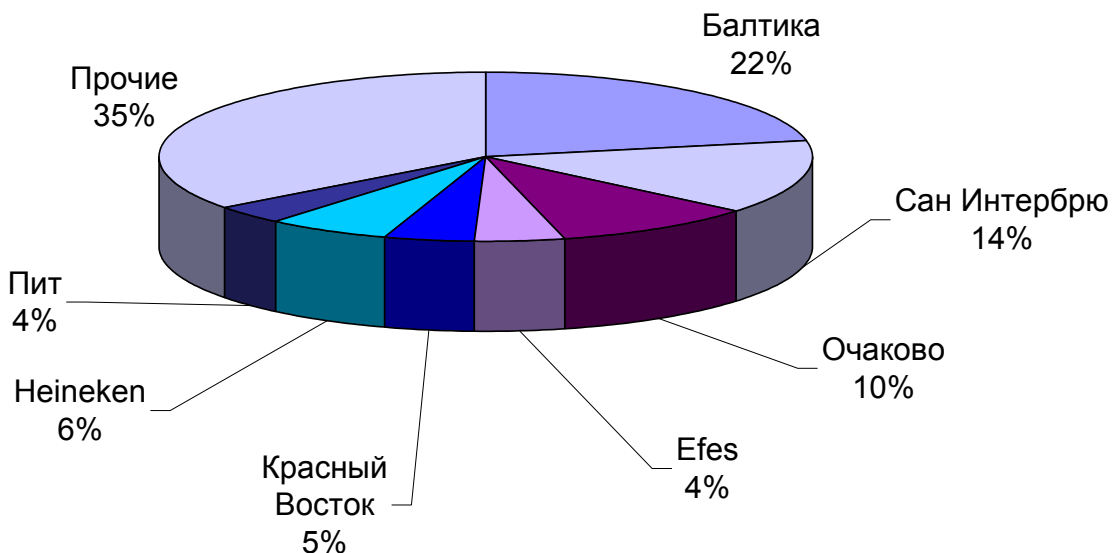


Источники: Балтика, оценка Альфа-Банка

Основные производители и распределение мощностей

Наличие благоприятных условий для формирования рынка в конце 90-х гг. привело к появлению в регионах целого ряда сильных игроков, причем за некоторыми из них стояли финансовые инвесторы, целью которых было сыграть на начавшемся в отрасли росте (Сан, Пит, Браво). Другие же финансировались крупными зарубежными пивоваренными компаниями такими, например, как Efes, Transmark (SAB) и Балтика (Hartwall и Carlsberg).

Илл. 12. Основные участники российского рынка пива в 2003 г.: доля рынка, %



Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Из-за особенностей географического распределения регионов с более динамичным ростом доходов населения мощности по производству пива вначале появились в центре и северо-западе России (см. Илл. 13 ниже).

Илл. 13. Распределение производственных мощностей по макрорегионам

Название компании / Город	Регион	Мощность	Холдинговая компания
Афанасий (Тверь)	Центральный	Малая	Атон / Менеджмент
Иваново	Центральный	Средняя	Сан Интербрю
Калуга	Центральный	Большая	SABMiller
Клин	Центральный	Большая	Сан Интербрю
Москва	Центральный	Большая	Очаково
Москва	Центральный	Большая	Efes
Москворецкий	Центральный	Малая	ЦЕПКо
Самара	Центральный	Средняя	ВВН
Саранск	Центральный	Средняя	Сан Интербрю
Тула	Центральный	Средняя	ВВН
Волга (Нижний Новгород)	Центральный	Малая	Heineken
Волжский	Центральный	Средняя	Сан Интербрю
Яриво (Ярославль)	Центральный	Большая	ВВН
Хабаровск	Дальний Восток	Средняя	ВВН
Хабаровск	Дальний Восток	Средняя	ПИТ
Пивиндустрия Приморья (Владивосток)	Дальний Восток	Малая	ЦЕПКо
Балтика (С.-Петербург)	Северо-запад	Большая	ВВН
Ваварга (С.-Петербург)	Северо-запад	Малая	Менеджмент
Калининград	Северо-запад	Средняя	ПИТ
Бочкарев (С.-Петербург)	Северо-запад	Большая	Heineken
Степан Разин (С.-Петербург)	Северо-запад	Средняя	Менеджмент
Вена (С.-Петербург)	Северо-запад	Средняя	ВВН
Новосибирск	Сибирь	Средняя	Красный Восток
Омск	Сибирь	Средняя	Сан Интербрю
Пикра (Красноярск)	Сибирь	Средняя	ВВН
Тюмень	Сибирь	Средняя	Очаково
Белгород	Южный	Средняя	Очаково
Краснодар	Южный	N/A	Очаково
Курск	Южный	Средняя	Сан Интербрю
Ростов-на-Дону	Южный	Средняя	ВВН
Ростов-на-Дону	Южный	Малая	Efes
Амстар (Уфа)	Урал	Малая	Efes
Екатеринбург	Урал	N/A	Heineken
Золотой Урал (Челябинск)	Урал	Малая	ВВН
Казань	Урал	Большая	Красный Восток
Новотроицк	Урал	Малая	ПИТ
Патра (Екатеринбург)	Урал	Средняя	Альфа групп
Пермь	Урал	Средняя	Сан Интербрю
Шихан (Стерлитамак)	Урал	Малая	Heineken

Источник: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Мощность: малая < 1 млн. гл.; средняя <3 млн. гл.; большая >3 млн. гл.; крупные пивоваренные заводы выделены **жирным шрифтом**

Поставки сырья

В конце 1990-х гг. не составляло труда определить, какие — местные или импортные — ингредиенты (солод и хмель) использовались при производстве пива. Дело в том, что в России предприятия по производству солода были очень низкого качества, и их продукцию использовала только советская пивоваренная промышленность. Для новых пивоварен требовался солод и хмель других сортов, которые приходилось импортировать. В тот период импорт не был проблемой — на это шел каждый производитель пива, перекладывая возросшие издержки (импортные ингредиенты были в 3-4 раза дороже местных) на потребителя.

Такое положение продолжалось до 2002 г., когда, в попытке снизить издержки, пивоваренные компании начали строить местные заводы по изготовлению солода. Сегодня ряд крупных игроков на пивном рынке все еще импортирует более 50% нужных им ингредиентов, но вскоре, со сдачей в текущем году нескольких новых предприятий, ситуация, вероятно, изменится.

Приближается консолидация отрасли

Консолидация на пивном рынке постепенно приближается: в период 2002-2003 гг. были скуплены несколько небольших пивоварен, ибо конку-



ренция значительно скорректировала прибыли в отрасли. По нашим оценкам, сегодня средняя рентабельность в пивоварении составляет 9%-14%. С появлением на Российском рынке мировых производителей (Interbrew, Heineken, SABMiller), наличие всероссийского брэнда стало необходимым условием для сохранения доли рынка у каждого игрока. Сейчас компании сосредоточили усилия на сокращении расходов и создании дистрибьюторских сетей.

На август пришлось три крупных корпоративных приобретения, обозначивших текущие тенденции на рынке. Сначала, Альфа-Эко (дочерняя структура Альфа групп) купила 15,8% голосующих акций Сан Интербрю. После покупки, Альфа Групп заявила, что приобретение является первым шагом по увеличению присутствия в пивной отрасли. То, что Сан Интербрю развивался значительно быстрее рынка (рост объемов на 49% за 1Кв04), означало, что потенциал роста компании недооценен и она привлекательна для инвестиций. Следующая сделка по выкупу компанией Interbrew у компании SUN Capital ее доли в Сан Интербрю была, возможно, спровоцирована активными действиями Альфа групп. Interbrew выкупила долю SUN Capital (34.25% голосующий, 11% неголосующих акций) за 530 млн. евро — или на 50% выше рыночной цены на момент покупки. Сейчас рынок ожидает заявления от Interbrew в отношении выкупа миноритарных инвесторов.

Позднее, Heineken выкупил две региональные пивоваренные компании средней величины (Шихан и Волга) у компании ЦЕПКО, которую контролируют основные акционеры ВБД. Что касается сделки SUN и Interbrew, то мы полагаем, что SUN capital (финансовый инвестор) уже не видит большого потенциала роста прибыли в пивной отрасли, и предпочитает инвестировать в другие сегменты, оставив активы стратегическому инвестору. Сделка Heineken — это усилие опоздавшего на рынок игрока увеличить мощности с целью захватить долю рынка, пока есть возможность. Все это происходит, несмотря на тот факт, что Heineken пока располагает дополнительной мощностью на своем главном предприятии в Санкт-Петербурге. Это говорит о том, что компания стремится закрепиться на региональных рынках, поскольку времени для этого явно остается мало.

Мы полагаем, что в будущем консолидация усилится, так как мелкие производители и финансовые инвесторы продолжают выходить из отрасли, потенциал быстрого роста которой исчерпан.

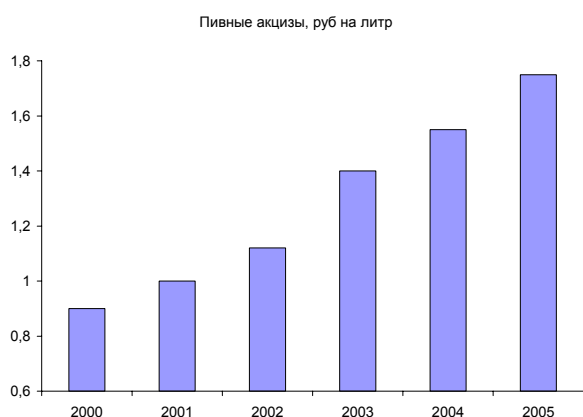
Государственное регулирование и налогообложение: строже, чем когда-либо

Другой фактор, делающий жизнь пивовара более трудной — рост государственного вовлечения в дела отрасли. Есть два способа, которыми правительство может повлиять на пивной рынок: налогообложение и регулирование рекламы. Если налогообложение представляет собой довольно «мягкий» способ воздействия на рост рынка и его перспективы, то ограничение рекламы может оказаться крайне «жестким».

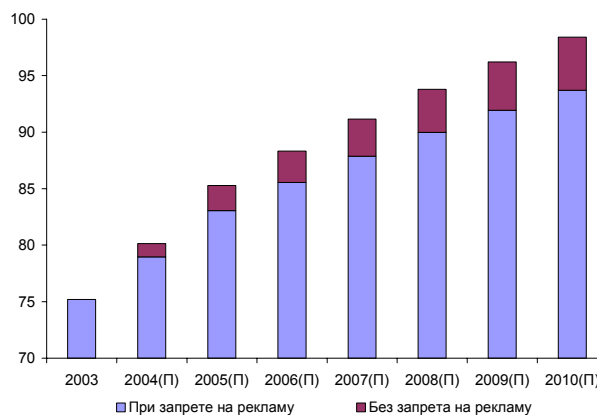
С 2000 г. по 2004 г. правительство поднимало пивные акцизы 4 раза, в результате чего они выросли, в целом, на 72% (отметим, что инфляция за это время выросла лишь на 67%, что само по себе негативно повлияло на норму прибыли — и это даже без учета того факта, что пивные цены отстают от темпа инфляции). Тем не менее, акцизные сборы все еще составляют менее 10% от стоимости пива, так что в этом смысле давление на отрасль еще далеко не запредельное.

Этого не скажешь, однако, о рекламной политике — сфере, где правительственные чиновники проявляют все большее упорство. В прошлом месяце Дума приняла закон, вводящий жесткие ограничения на рекламу пива в средствах массовой информации. До сих пор пиво (официально признанное слабоалкогольным напитком) можно было рекламировать

с очень небольшими ограничениями, из которых одним из самых жестких был запрет на изображение человека, пьющего пиво. Эти условия, однако, были крайне невыгодны для производителей других алкогольных напитков (реклама которых запрещена полностью). Они успешно пролоббировали прохождение нового законопроекта через парламент. Теперь ограничения на рекламу пива те же, что и для водки, и это может оказаться сильным негативным фактором в будущем. Тем не менее, мы настроены не слишком пессимистично, поскольку для многих россиян пить пиво стало любимой привычкой, и мы сомневаемся, что запрет на рекламу приведет к резким изменениям в отрасли. Впрочем, мы усматриваем некоторые негативные последствия этого запрета. По нашим оценкам, в ожидаемом в 2004 г. росте потребления пива на 6,6%, действие рекламы составляет около 1,6%. Наши оценки того, как наличие или отсутствие запрета на рекламу пива повлияет на его потребление, показаны на Илл. 15 ниже.

Илл. 14. Изменение пивных акцизов: 2000-2005 гг.


Источники: Союз пивоваров, оценка Альфа-Банка

Илл. 15. Потребление пива — и воздействие на него нового закона о рекламе


Источники: Госкомстат (2003 г.), оценка Альфа-Банка

Наша рекомендация по рынку: привилегированные акции компании Балтика

Несмотря на наш нейтральный прогноз по отрасли, мы считаем, что возможности инвестировать в пивоваренные компании не исчерпаны. Среди торгуемых бумаг (Балтика и Сан Интербрю) самыми привлекательными мы считаем привилегированные акции Балтики.

Балтика — ведущая пивоваренная компания России, в 1-м полугодии 2004 г. занимавшая 22% рынка. Компания располагает в стране пятью предприятиями, а ее основной завод (дающий около 60% от общего объема производства) находится в Санкт-Петербурге. Среди основных брендов компании — «Балтика» (зонтичный бренд для нескольких сортов пива — крепкого, темного, светлого), а также «Carlsberg». Кроме того, Балтика производит ряд региональных брендов в дешевом сегменте. Основной акционер Балтики, ВВН, контролируемый компаниями S&N и Carlsberg (по 50%), приобрел компанию в момент ее приватизации в 1992 г., купив 75% обыкновенных акций и значительную часть привилегированных акций. С того времени компания быстро выросла в ведущего производителя пива на отечественном рынке.

Балтика продолжает удерживать на рынке ведущие позиции, хотя 2003 г. оказался для компании трудным. Объемы производства не поспевали за темпом роста рынка т.к. дистрибуторская сеть компании переживала реструктуризацию. В то же время ее продукция оказалась в невыгодном положении — из-за недостаточной рекламы. Доля рынка Балтики уменьшилась на 3 п.п. (до 20%). В текущем году объемы производства восстановились (хотя и за счет падения прибыльности). Компания вернула себе



долю на рынке, но во 2-м кв. 2004 г. ее рентабельность сократилась до 18%. Тем не менее, даже на этом уровне рентабельность Балтики — одна из самых высоких в России и на других развивающихся рынках.

Мы определяем справедливую цену Балтики в \$13 за обыкновенную акцию (что близко к текущим уровням) и рекомендуем инвесторам ДЕРЖАТЬ ее бумаги. По привилегированным акциям, компания регулярно выплачивает дивиденды с доходностью 5,3%. Мы считаем, что основным фактором роста привилегированных акций, является их возможная конвертация в обыкновенные акции. Обоснование такой конвертации связано с возможной интеграцией всех активов ВВН в регионе (помимо самой Балтики, в ВВН входят несколько пивоварен в России и две на Украине). Консолидация соответствовала бы общей рыночной тенденции и явно имеет смысл, поскольку в результате увеличилась бы рентабельность, прозрачность и управляемость активов ВВН. На данный момент компания не обнародовала официальных планов консолидации, однако, неофициально такая информация сообщалась. Мы полагаем, что консолидация активов ВВН начнется с Балтики, которая представляет собой ее крупнейший и мощнейший актив. В целях консолидации, ВВН придется конвертировать привилегированные акции в обыкновенные. Нам самым логичным представляется соотношение 1:1, поскольку любое другое соотношение будет очень трудно оправдать в глазах миноритарных инвесторов (ВВН является крупным держателем и привилегированных акций — по нашим оценкам, эта доля может превышать 75%, и в этом случае пропорция 1:1 также представляется оптимальной). Учитывая текущий 30%-ный дисконт по привилегированным акциям, высокую доходность и сильные позиции компании на рынке, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ привилегированные акции Балтики в среднесрочной (2-3 года) инвестиционной перспективе.



Динамика и оценка акций

Илл. 16. Динамика АДР, с начала месяца, на 31 августа 2004 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	32,9	12,8	26,8	39,7	18,0
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	117,2	4,0	25,6	133,0	59,3
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	26,5	-6,7	-6,2	38,0	19,5
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	34,6	0,3	16,9	40,0	20,2
Татнефть	2	20 в 1	25,0	26,1	22,4	14,4	30,2	18,3
Юкос	1	4 в 1	20,0	17,0	-3,0	-61,1	68,5	10,5
Энергетика								
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	42,9	16,3	-7,3	60,5	38,7
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	11,4	52,3	74,8	9,9	5,7
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	27,0	-57,8	0,0	35,5	21,4
Телекоммуникации								
ВымпелКом	3	3 в 4	40,0	98,1	13,6	33,5	109,2	52,7
Голден Телеком	3	1 в 1	14,0	26,9	10,1	-3,6	37,5	22,5
МТС	3	20 в 1	22,0	129,4	9,0	56,2	141,2	64,7
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	11,0	-10,9	12,5	13,0	6,0
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	5,0	-6,8	2,5	6,1	3,0
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	12,2	3,6	-2,6	15,9	9,7
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	7,0	2,9	-4,5	7,7	4,0
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	3,8	0,0	-22,5	5,3	2,5
Прочие сектора								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	56,5	6,7	-16,0	84,0	37,6
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	4,3	-29,9	-48,8	8,4	3,2
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,0	25,7	-15,6	3,8	1,8
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	13,2	4,5	-22,4	22,8	12,5
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	13,1	-2,0	68,0	12,2	4,0

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 17. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 31 августа 2004 г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2003П	2004П	2003П	2004П			
Нефть и Газ														
Газпром	1,970	-2	52	2,200	0,908	103,7	46 627	9,0	6,8	4,4	3,4	3,2	62	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	29,55	9	21	33,15	18,52	4,5	24 395	6,6	7,9	5,8	4,8	31,2	6	ДЕРЖАТЬ
Сибнефть	2,6	1	-7	3,78	1,975	0,1	12 327	5,4	6,4	5,3	4,5	3,03	17	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,693	2	13	0,789	0,4125	0,8	28 070	14,2	12,6	5,9	4,8	0,73	5	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1,325	15	16	1,490	0,920	0,2	2 975	5,7	5,6	3,2	2,9	1,54	16	ПОКУПАТЬ
Юкос	4,13	-2	-63	15,97	2,87	0,9	9 239	1,4	1,5	1,6	1,4	5	21	ДЕРЖАТЬ
Petrobras	31,2	8	10	34,8	20,6	13,0	32 938	5,7	5,9	3,6	3,4			
PetroChina	0,5	0	-13	0,6	0,3	39,7	87 350	10,3	8,7	5,4	4,5			
Sinorec	0,4	-2	-14	0,5	0,2	28,2	45 907	12,7	9,1	7,4	6,2			
Среднее								9,2	7,9	5,5	4,7			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,190	29	62	0,245	0,103	0,0	906	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,600	0	-16	0,915	0,500	0,0	460	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,116	44	69	0,100	0,058	0,3	3 279	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,266	10	-8	0,354	0,218	2,4	10 921	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
МГТС	11,4	0	-13	15,0	10,2	0,0	1 045	15,6	15,2	5,6	5,0	13,5	19	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	13,9	-1	8	16,2	8,9	3,5	7 867	16,7	11,4	4,8	4,3			
Tele Norte Leste	13,2	2	9	14,3	9,0	3,6	5 250	ng	ng	6,5	5,9			
Среднее								16,1	13,3	5,6	5,1			
Ростелеком	2,010	10	-5	2,640	1,664	0,4	1 783	48,1	19,9	5,0	4,2	2,28	13	ПОКУПАТЬ
Indosat	0,45	-5	42	0,50	0,17	3,4	2 374	18,0	13,5	5,8	4,5			
Embratel	5,05	3	5	5,63	2,13	2,6	1 169	N/M	N/M	3,8	3,5			
Среднее								33,0	16,7	4,8	4,0			
ВымпелКом	98,1	12	33	109,2	53,0	42,5	5 275	22,5	10,1	9,3	5,1	31,0	31,5	ПОКУПАТЬ
МТС	129,4	11	56	141,2	67,2	36,1	12 893	24,9	13,6	9,6	6,8	149,0	15	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	15,950	-3	23	24,260	10,500	0,9	1 330	12,7	10,2	4,9	4,2			
Mobinil	24,1	5	26	25,1	12,9	0,0	2 419	21,8	22,0	10,8	9,3			
Среднее								21,8	16,1	7,8	9,3			
Голден Телеком	26,9	6	-4	37,5	22,5	1,6	974	17,6	11,1	8,1	5,4	33,0	23	ПОКУПАТЬ
Netia	1,4	1	3	1,6	1,1	0,5	407	ng	176,9	7,5	6,7			
Металлургия														
Норильский Никель	56,3	8	-18	81,1	38,0	0,8	12 032	14,0	7,0	5,9	4,0	83,0	48	ПОКУПАТЬ
Amplats	44,3	18	7	56,6	31,6	1292,9	9 628	30,3	19,6	14,7	10,5			
Inco	34,3	0	-13	41,2	25,9	23,8	6 351	58,1	9,1	14,8	4,5			
Implats	83,7	11	-4	96,4	62,7	1767,0	5 573	10,8	14,5	7,2	8,3			
Среднее								33,1	14,4	14,7	7,5			
Северсталь	175,0	18	43	198,0	97,5	0,1	3 863	7,7	4,6	4,2	2,7	237,0	35	ПОКУПАТЬ
China Steel	0,9	9	17	1,0	0,7	29,5	9 219	8,4	6,9	5,3	5,1			
POSCO	145,0	0	2	157,6	109,7	28,4	12 902	6,8	4,6	3,5	4,9			
Среднее								7,6	5,7	4,4	5,0			
Продукты														
Балтика	12,5	5	10	14,9	11,3	0,0	1 459	11,8	11,9	6,7	9,6	13	4	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	13,1	-4	68	12,2	4,0	0,0	364	15,1	9,0	5,4	3,5	8,2	-37	ПОКУПАТЬ
Вимм-Билль-Данн	13,2	0,8	-22,4	22,8	12,5	1,4	580,8	16,2	27,5	6,9	7,3	16,1	22	ДЕРЖАТЬ
Turk Tuborg	3,6	-10	8	5,2	2,8	0,1	100	301,0	9,1	24,0	Н/Д			
Grupo Modelo-C	2,4	-3	1	2,7	2,3	1,3	7 759	23,9	20,7	9,3	8,7			
Среднее								162,4	14,9	16,6	8,7			
Машиностроение														
ОМЗ	4,5	-13	-51	10,5	4,1	0,0	159	7,0	Н/3	5,4	5,3	5,0	11	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	22,5	4	-31	38,2	19,0	5,1	1 708	8,3	10,2	3,1	3,3			
Atlas Copco	34,1	-2	3	35,9	28,0	48,7	8 976	22,5	16,5	8,8	8,0			
Среднее								15,4	13,3	6,0	5,6			

Примечание: н/д — нет данных, н/з — не значимо
 Источники: РТС, Блумберга оценки Альфа-Банка



Илл. 18. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 31 августа 2004 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	MCap млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2003П	2004П	2003П	2004П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	20	8	54	21	11,5	14,4	2 323	95,2	42,5	11,7	9,0	21	5	ДЕРЖАТЬ
Башнефть	4	9	16	5,4	3,18	3,1	740	3,5	2,9	2,7	1,9	5,5	38	ПОКУПАТЬ
РИТЕК	3,7	17	95	3,7	1,63	55,5	370	9,0	4,4	4,7	2,7	3,3	-11	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,300	0	8	0,398	0,243	1,8	313	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,400	0	-17	0,660	0,400	0,0	238	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	7,30	0	85	7,35	3,7	0,1	130	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,601	0	12	0,700	0,360	0,0	364	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	13,5	4	35	13,75	9,5	0,9	183	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	4,7	18	22	4,9	3,45	2,6	170	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,047	0	34	0,062	0,026	0,2	147	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,098	0	37	0,127	0,059	1,8	342	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,34	0	-32	0,5	0,3	0,0	178	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,036	0	21	0,042	0,028	1,8	165	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Дальсвязь	1,04	17	-15	1,45	0,89	31,9	127	8,2	2,7	3,1	2,3	1,29	24	ПОКУПАТЬ
Волга Телеком	2,75	10	2	3,45	2	25,4	828	18,7	11,0	6,1	4,2	2,82	3	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,463	3	8	0,68	0,365	29,4	409	11,5	14,1	4,1	3,7	0,45	-3	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,05	8	28	0,05	0,03	34,2	681	9,3	8,2	5,0	3,7	0,05	9	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,035	20	-9	0,046	0,025	125,4	1 140	19,2	11,1	6,5	4,2	0,040	13	ПОКУПАТЬ
Центр Телеком	0,29	11	-17	0,447	0,258	47,6	584	20,1	31,2	4,3	3,8	0,29	0	ДЕРЖАТЬ
ЮжТелеком	0,075	2	-23	0,121	0,07	19,7	281	8,6	18,3	4,8	3,6	0,09	20	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	24,3	10	-12	31,5	21,5	1,3	748	20,6	23,2	3,3	3,0	25,0	3	ПОКУПАТЬ
Выксунский МЗ	177	0	-28	247	153	0,8	333	0,2	0,3	0,6	0,7	230	27	ПОКУПАТЬ
НТМК	0,6775	13	17	0,795	0,58	62,7	888	8,5	3,5	3,3	1,9	0,94	39	ПОКУПАТЬ
Мечел	125	27	37	186	91,5	14,4	395	15,3	6,1	7,5	3,8	235	88	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	392	5	45	457	240,1	840,5	7 678	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	520	33	ДЕРЖАТЬ
Челябинский труб-ный 3-д	0,244	19	-28	0,4	0,205	2,2	115	14,9	-47,9	4,7	7,8	0,31	27	ПОКУПАТЬ
Иркут	0,532	9	-25	0,865	0,46	22,2	468	31,2	7,3	9,6	5,6	0,75	41	ПОКУПАТЬ
Калина	18	9	-12	20,4	16,25	10,6	151	10,7	9,4	7,7	6,6	24,4	36	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

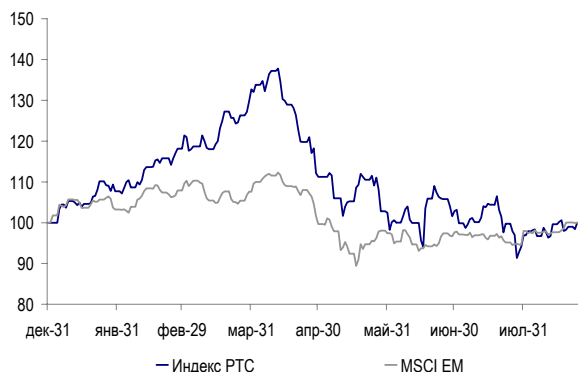
Илл. 19. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 31 августа 2004 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2003П	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Транснефть прив.	835	2	37	1025,0	591,5	451,3	Н/Д	36,2	0	700	-16	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,430	2	10	0,499	0,267	88,5	38	0,0032	0	0,46	7	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,600	10	1	0,820	0,543	4,4	55	0,0335	0	0,92	54	ПОКУПАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,213	0	-19	0,339	0,203	0,2	20	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,310	0	-8	1,790	1,100	1,2	35	0,1089	0	1,71	31	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Графики

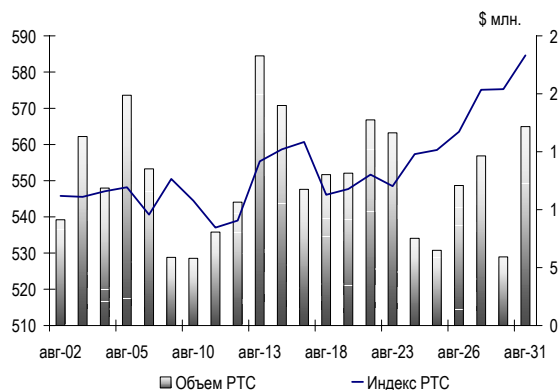
Илл. 20. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года



Источники: РТС, Рейтер

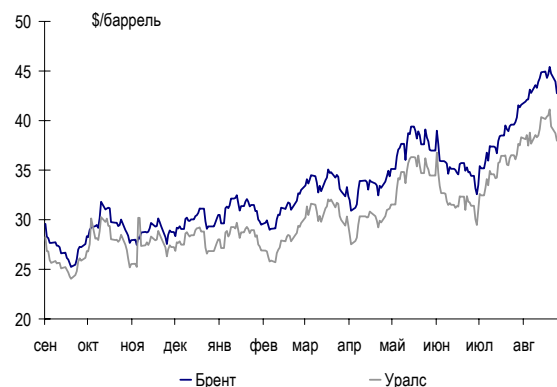
- Индекс РТС упал в августе на 6,5% при среднем объеме торгов \$12,5 млн

Илл. 21. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

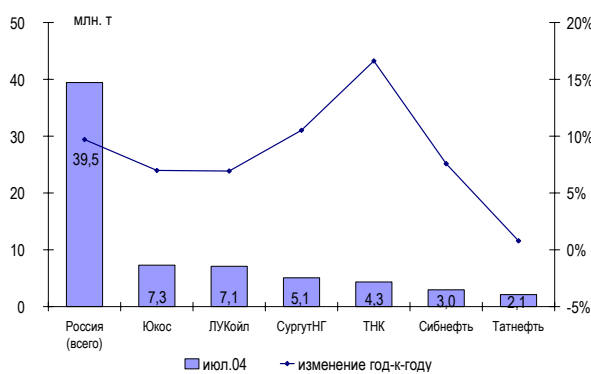
Илл. 22. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

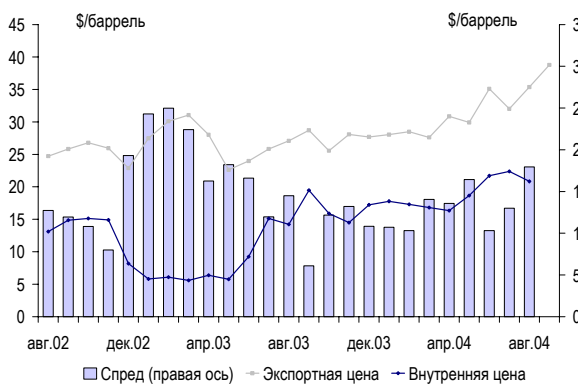
- Цена нефти переломила 2-месячный растущий тренд, так как Ирак восстанавливает нормальные объемы экспорта
- ТНК сохраняет лидерство по темпам роста производства: +16% год-к-году в июле

Илл. 23. Добыча нефти компаниями, июль 2004 г.



Источник: Министерство энергетики

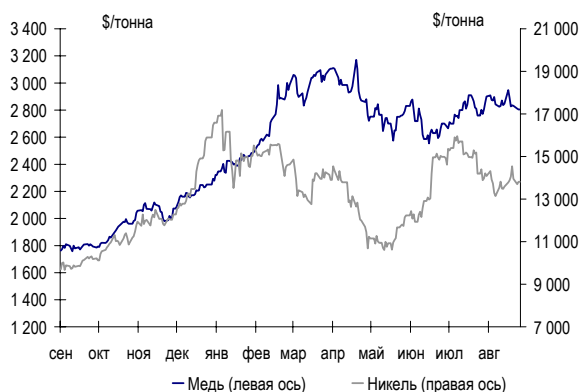
Илл. 24. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2004 гг.



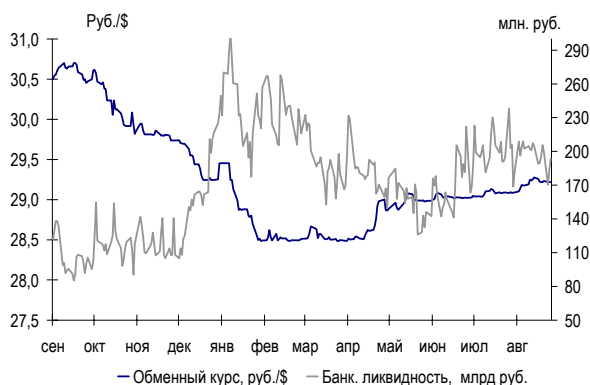
Источник: Министерство энергетики

- Внутренняя цена нефти всё ещё выше \$20/барр., поддерживаемая международными ценами
- Цена никеля снизилась на 8% вследствие продаж запасов из фондов

Илл. 25. Цены на медь и никель, последние 12 мес.

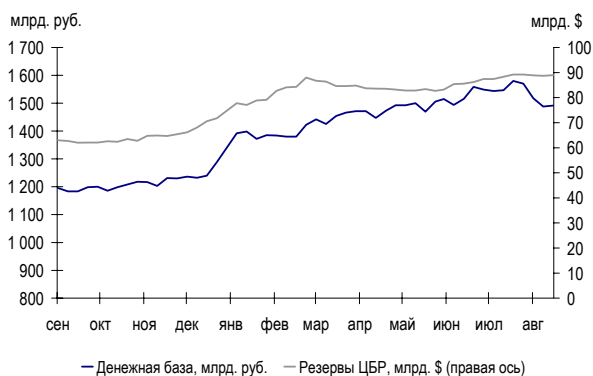


Источник: Блумберг

Илл. 26. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев


Источник: ЦБР

- Курс рубля, скорее всего, среагирует на снижение резервов в конце августа на \$1,3 млрд.
- Запасы ЦБР стагнируют вследствие осуществления РФ платежей Парижскому Клубу

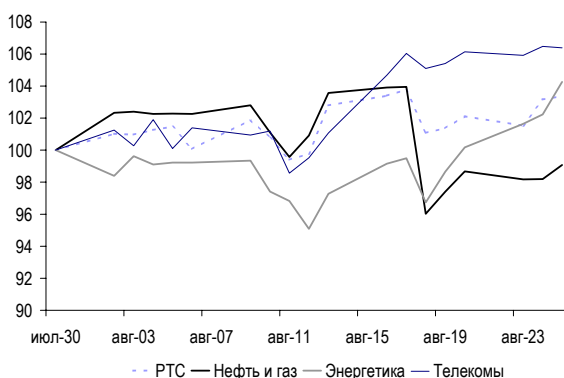
Илл. 27. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев


Источник: ЦБР

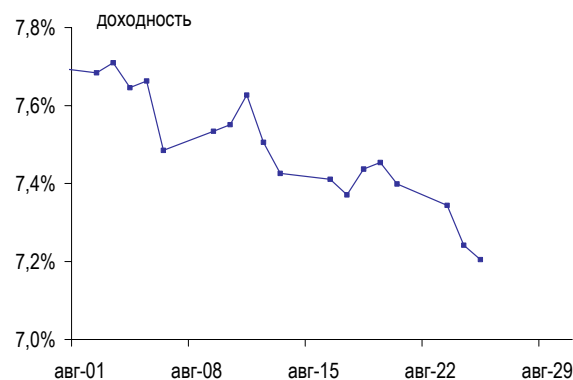
Илл. 28. Прямые инвестиции в промышленность


Источник: Госкомстат

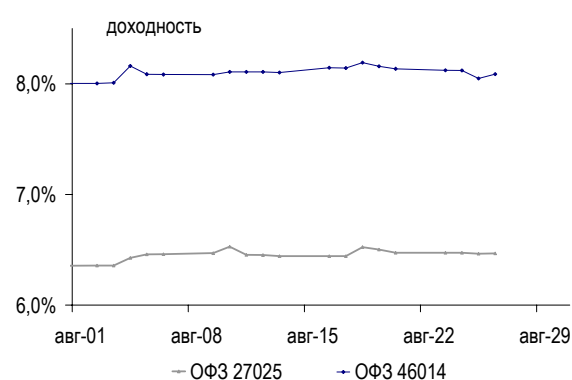
- Более высокие прямые инвестиции в нефтегазовые отрасли отмечены во 2Кв04: \$1 млрд с начала года
- Телекомы и энергетика отвлекли внимание игроков от нефтегазового сектора

Илл. 29. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 30. Динамика Евро-30, с начала месяца


Источник: Рейтер

Илл. 31. Динамика ОФЗ 27025–46014, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Рынок ОФЗ неликвиден по причине низкого интереса со стороны мелких инвесторов
- Российские суверенные бумаги росли вместе с казначейскими бумагами США в ответ на слабые макропараметры экономики США.



Экономика и политика

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

Россия не в состоянии извлечь пользу из стремительного роста цен на нефть, правительство по-прежнему прогнозирует рост ВВП в 2005 г. на уровне 6,3%

В июле экономисты спорили в основном о том, какими могут быть последствия благоприятной ценовой конъюнктуры на внешних рынках для российской экономики. Сейчас же очевидно, что хотя цены на нефть достигли «заоблачных» высот, значительно превысив \$40/баррель, в экономике начинают проявляться признаки неблагополучия. Для начала отметим, что с января по июль текущего года промпроизводство выросло лишь на 7%, тогда как в 1-м кв. 2004 г. — на 7,6%. Одна из причин замедленного роста, возможно, кроется в снижении темпов прироста инвестиций. Кроме того, судя по всему, капитал продолжает уходить из страны: резервы ЦБ больше не растут и остаются на уровне \$88-89 млрд, а эту цифру мы видели еще в феврале этого года. Несмотря на выгоду в целом конъюнктуру мировых рынков, никто из членов кабинета не решается взять на себя ответственность за повышение прогноза по темпу роста ВВП, и это уже привело к возникновению трений между Фрадковым и вице-премьерами. В конце концов, правительство решило сохранить консервативный прогноз — 6,9% на 2004 г. и 6,3% — на 2005 г. Члены кабинета согласились с тем, что российская экономика не способна использовать высокие цены на нефть в качестве ускорителя роста.

Теперь главными индикаторами должны быть последствия банковского кризиса и ситуация с утечкой капитала

В ближайшие несколько месяцев следует внимательно следить за индикаторами, позволяющими определить, насколько серьезны проблемы в российской экономике. Речь идет, во-первых, о двух важных индикаторах — последствиях недавнего банковского кризиса и темпы восстановления объемов кредитования. Далее, усиливается утечка капитала. В настоящее время мы прогнозируем ее на уровне \$10-12 млрд за весь 2004 г., однако фактическая цифра окажется еще выше, если не будет восстановлено доверие со стороны отечественного капитала. Подытоживая вышесказанное, отметим, что в результате занятой правительством выжидательной позиции Россия упускает благоприятный момент. В этом году она сможет показать прогнозируемый рост экономики, но не более того.

Илл. 32. Основные события

Дата	Событие
17 августа	<p>Прямые иностранные инвестиции в РФ в 1-ом полугодии составили \$3,4 млрд, при увеличении доли вложений в не нефтяные отрасли.</p> <p>Прирост ПИИ год-к-году составил 35%, что соответствует аналогичному показателю за первое полугодие 2003 г. По результатам 6 месяцев текущего года приток инвестиций достиг половины всего объема за 2003 г. (\$6,8 млрд). Наибольший объем иностранных инвестиций был обеспечен Нидерландами. Из \$2,5 млрд вложений в российскую промышленность на долю этой страны пришлось 60% (\$1,5 млрд), основная часть которых была направлена в нефтяную отрасль. Наиболее вероятно, что Dutch/Shell вложила в Сахалин-2 \$658 млн в I квартале 2004 г и перевела дополнительно \$800 млн во II квартале. В целом доля нефтяной промышленности в объеме ПИИ в первом полугодии составила 62%.</p> <p>В качестве позитивного изменения динамики ПИИ можно выделить увеличение вложений в сектора российской экономики, не связанные с добычей и производством нефтепродуктов. В первом полугодии приток средств в данную группу отраслей составил \$1 млрд по сравнению с \$1,5 млрд за весь 2003 г.</p>
18 августа	<p>Новый закон о недрах может позволить режим концессий для разработки «уникальных» месторождений.</p> <p>Еще одна часть разрабатываемого нового закона о недрах просочилась в прессу. На этот раз это положение о так называемых «уникальных» месторождениях. Под «уникальными» Министерство природных ресурсов подразумевает месторождения, содержащие более 100 млн тонн нефти или 100 млрд. куб м газа. Газета указала на два ключевых момента:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Министерство природных ресурсов предлагает, чтобы «уникальные» месторождения разрабатывались в соответствии с механизмом прямых вложений больше гарантий, чем режим лицензирования, и предоставила бы возможность сторонам прописать условия соглашения в деталях. 2. Документ не совсем понятен в отношении того, как именно будут выбираться инвесторы для этих «уникальных» месторождений, но по идее разработки «уникальных» месторождений. <p>Пока новый закон разрабатывается, мы продолжим отслеживать отрывки информации о нем, иногда и противоречивые. Тем не менее, мы воздержимся от суждений до тех пор, пока не появится финальная версия. Дума должна будет рассмотреть проект закона до конца года.</p>



Илл. 33. Основные события (продолжение)

Дата	Событие
19 августа	Кабинет одобрил потолок роста тарифов на газ в размере 23% в следующем году, что выше запланированных ранее 20%. Намерение Министерства экономического развития и торговли (МЭРТ) предложить более высокий потолок для роста тарифов было известно две недели назад, и потому одобрение не стало сюрпризом. Такая уступка со стороны правительства была принята, в свете планов увеличить налог на добычу газа в следующем году. Потолок для роста тарифов на следующие два года остался без изменения на уровне 11% и 8% для 2006 и 2007, соответственно. Мы уже учли рост тарифа в модели, когда стал известен план МЭРТ. В результате наша оценка стоимости акций компании не менялась, так как более высокий темп роста тарифов и ожидаемый рост налогов нивелировали друг друга. В более долгосрочной перспективе модель предполагает, что цена за газ достигнет \$50/тыс.куб.м. к концу декады.
23 августа	Правительство РФ приняло решение не размещать в 2005 г. еврооблигации на \$2,5 млрд, заместив эти средства ресурсами стабилизационного фонда. По словам Кудрина, с учетом этого замещения объем стабилизационного фонда на 1 января 2006 г составит 720 млрд. руб. Всего в 2005 г РФ должна выплатить по внешнему долгу около \$17 млрд. Предполагаемый объем привлечения внешних займов в 2005 г составит \$1,1 млрд и будет полностью профинансирован кредитами от Всемирного Банка и правительств иностранных государств в соответствии с текущими программами.
23 августа	ЦБ РФ проведет 16 сентября аукцион по размещению ОБР на 50 млрд. руб. с обязательством выкупа 27 сентября 2004 г. и 9 декабря 2005 г. по номиналу. После выкупа облигаций 27 сентября Банк России планирует в зависимости от потребностей рынка доразмещать их на вторичных торгах, либо на аукционе. Размещение ОБР позволит Банку России более гибко реагировать на изменение уровня банковской ликвидности. В настоящее время этому инструменту соответствуют операции биржевого модифицированного РЕПО (срок исполнения 2-ой части сделки составляет около 3 месяцев), а также депозитные операции ЦБР. Основным недостатком этих операций по сравнению с ОБР является блокирование средств на период до окончания сделки. В то же время, банки, купившие ОБР будут иметь возможность продать их на вторичном рынке, регулируя тем самым собственную текущую ликвидность. Наиболее вероятно, что после исполнения сентябрьской оферты Банк России выставит дополнительную оферту на период острого дефицита ликвидности в банковской системе (приходящийся, как правило, на конец месяца). В периоды же избытка рублевых ресурсов ЦБ сможет продавать выкупленные ранее облигации по ставкам, соответствующим текущей конъюнктуре денежного рынка.
24 августа	JP Morgan повысил свои рекомендации по российскому долгу до «покупать». Повышение рекомендации связано со следующими позитивными факторами: <ul style="list-style-type: none"> • пересмотром JP Morgan своего прогноза по цене российской нефти URALS в 2004-2005 гг.; • позитивная оценка проекта бюджета на 2005 г, в котором предусмотрен меньший, чем ожидалось, объем непроцентных расходов, что позволило JP Morgan повысить прогноз по положительному сальдо федерального бюджета РФ на 2004 и 2005 гг. до 4% от ВВП и 2% от ВВП соответственно; • планы России воздержаться от выпуска суверенных долгов в 2005 г; • ожидание присвоения инвестиционного уровня рейтинга РФ в 2005 г.
24 августа	Минпромэнерго предлагает изменить налогообложение нефтяной отрасли, чтобы справиться с ростом внутренних цен на нефтепродукты. Минпромэнерго, возглавляемое Виктором Христенко, предлагает дальнейшее повышение экспортных пошлин на сырую нефть, дифференциацию пошлин на экспорт нефтепродуктов, параллельно понижению акцизов и отмене привязки единого налога на добычу к экспортным ценам. Эти меры предлагаются, чтобы повлиять на рост внутренних цен на нефтепродукты. Министерство Христенко занимается данным вопросом после того, как премьер-министр Михаил Фрадков две недели назад, попросил, чтобы министерство разобралось в причинах роста цен. На данный момент такая широкомасштабная перестройка налогообложения в отрасли не кажется вероятной, так как только в этом году оно подверглось тщательному пересмотру, которое привело к заметному повышению налогового бремени нефтяных компаний в условиях высоких цен на нефть. Правительственные чиновники, процитированные в «Ведомостях», тоже не кажутся очень обрадованными такими предложениями. Однако у одной из идей — дифференциации пошлин на нефтепродукты — есть высокие шансы претворения в жизнь. Оно повторяет предложение МЭРТ и адресует высказанное государством желание вернуть контроль над потоками нефтепродуктов в свои руки. Система пошлин на экспорт нефтепродуктов в данный момент находится в стадии пересмотра, а окончательные предложения министерств ожидаются в сентябре.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 34. Макропараметры

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004П	2005П
ВВП, \$ млрд.	275,0	187,0	251,0	312,0	355,0	430,0	553,0	648,0
год-к-году, %	-5,3	6,4	10,0	5,0	4,3	7,3	7,2	6,0
Пром. производство, % год-к-году	-7,4	10,4	12,4	6,5	3,3	7,3	7,0	5,5
Инвестиции в основной капитал, % год-к-году	-12,0	5,3	17,7	8,5	2,6	12,4	8,0	7,0
Текущий счёт, \$ млрд.	1,0	20,8	46,8	33,9	29,0	36,0	35,0	20,0
Торговый баланс, \$ млрд.	17,1	35,8	60,1	48,1	46,3	60,5	57,0	35,0
Руб./\$, конец года	20,7	27,1	28,1	30,1	31,8	29,5	29,7	30,8
Обменный курс, % год-к-году	245,0	31,0	3,7	7,1	5,6	-7,2	0,7	3,7
ИПЦ, % год-к-году	84,5	36,5	20,2	18,6	15,0	12,0	10,0	9,0
Резервы ЦБР, \$ млрд.	12,2	12,5	28,0	36,6	47,7	76,9	90,0	100,0
Внешний долг, \$ млрд.	148,0	145,0	144,0	135,0	122,0	119,0	110,0	99,0
% от ВВП	54,8	77,5	57,4	43,5	34,4	27,7	20,0	15,3
Цена нефти — Brent \$/барр.	13,1	18,2	28,9	24,7	25,2	28,8	28,0	25,0
— Urals \$/барр.	11,9	17,3	26,5	22,9	23,0	27,2	26,5	23,5

Источник: ЦБР, Госкомстат, оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей
Илл. 35. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
2 сентября	Юкос	Слушания по апелляции компании, касательно ареста акций Самаранфтегаза
8 сентября	Юкос, Сибнефть	Чукотский суд проведёт слушания по апелляции компаний, аффилированных с Millhouse, касательно 72% Сибнефти, принадлежащих Юкосу
14 сентября	Северсталь	Внеочередное собрание акционеров, утверждение дивидендов за 2Кв04 EGM
15 сентября	Нефть	Заседание ОПЕК в Вене
29 сентября	ЛУКОЙЛ	Правительство проведёт аукцион по продаже государственного пакета из 7,6% ЛУКОЙЛА
30 сентября	Северсталь	Начало выплаты дивидендов за 2Кв04
До конца месяца	Юкос	DKW скорее всего завершит оценку ЮганскНГ

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Нефть и газ

Метью Томас (44 20) 7382-4184
Анна Бутенко (7 095) 795-3745

ЮКОС

Победы Юкоса в судах быстро «растворились»

В августе несколько неожиданных новостей позитивного характера по делу Юкоса оказались недолговечными. Компания выиграла неожиданную победу в суде, определение которого отменило арест акций Юганскнефтегаза, но оно оставалось действительным в течение менее чем одного дня, а затем было отменено судебными приставами. Примечательно время совершения этих событий: хотя и отмена ареста, и повторное наложение ареста произошли в один и тот же день, обе эти новости были опубликованы только спустя некоторое время, причем не одновременно, а одна за другой в течение двух последующих дней. Таким образом, позволив рынку «отыграть» обе новости. В результате за два дня рынок проделал большую амплитуду: от свыше +10% в один день до -10% на другой.

Также незначительная победа компании по аннулированию исполнительного сбора судебных приставов в \$230 млн. просуществовала недолго, и была отменена другим решением суда в конце месяца.

Но один важный позитивный фактор пока еще остается: он состоит в том, что для оценки Юганскнефтегаза был привлечен международный инвестиционный банк — Dresdner Kleinwort Wasserstein. И хотя вероятность когда-то шокирующего сценария продажи самого крупного нефтедобывающего предприятия Юкоса весьма высока, по крайней мере, шансы продажи его «за копейки» заметно уменьшились. Трудно представить, чтобы известный и уважаемый банк стал рисковать своей репутацией, делая несправедливую оценку. Но пока еще остается много вопросов, на которые нет ответов...

Поручение западному банку оценить стоимость Юганскнефтегаза заметно снижает шансы его несправедливой оценки

Итак, что мы имеем на сегодняшний день? Компания продолжает качать нефть, и ей будет «дозволено» это делать, по крайней мере, до конца сентября (согласно заявлению председателя совета директоров Виктора Геращенко). Мы придерживаемся мнения, что правительство в любом случае никогда не позволит полную остановку производства в компании. Теперь мы ждем наступления сентября как важного рубежа, т.к. в этом месяце оценщик по всей вероятности завершит оценку самого крупного нефтедобывающего предприятия Юкоса. А тем временем налоговые органы готовятся к предоставлению компании новых налоговых претензий, и возможно непосредственно к Юганскнефтегазу. Следовательно, пока можем наслаждаться последними спокойными летними деньками и будем готовиться к началу «бурной» осени.

***СопосоPhillips
потенциально
заинтересован по
крайней мере в 20%
пакете акций ЛУКойла***

ЛУКойл

События вокруг ЛУКойла оказывают на рынок благоприятное воздействие как раз в то время, когда он очень в этом нуждается. Государство наконец объявило условия предстоящей приватизации оставшегося у него 7,6% пакета акций ЛУКойла — как раз вовремя, чтобы провести аукцион в ЗКв04 в соответствии с первоначальным графиком. Стартовая цена в \$1,928 млрд была на время ее объявления на 6% выше рыночной цены, и вполне вероятно, что цена продажи будет несколько выше. Главный претендент на приобретение этой доли — компания СопосоPhillips — получила одобрение на самом верху, о чем свидетельствует состоявшаяся в июле встреча между Президентом Путиным и главой компании Джеймсом Малва. Более того, согласно источникам, близким к компании СопосоPhillips, она заинтересована в последующем увеличении своего пакета в ЛУКойле как минимум до 20%. Тот факт, что иностранный инвестор выражает желание инвестировать в российскую «нефтянку» в такое «тревожное» время, служит хорошим сигналом того, что он, должно быть, получил «твердые заверения» от Кремля о его планах в отношении Юкоса и развития отрасли. И что это исключает возможность каких либо резко неблагоприятных сценариев.

***Депутатский запрос
на проведение
расследования «серых
схем» Газпрома
взбудоражил рынок***

Газпром

Гром разразился там, где большинству небеса казались безоблачными, после письма депутата Думы Юрия Савельева. Депутат Савельев, член думского блока «Родина», потребовал провести расследование владения иностранцами акциями Газпрома, в частности так называемых «серых схем», и направил письма в ФСБ, МВД и Генпрокуратуру. Памятуя о том, как начиналось дело Юкоса (с письма депутата Думы Владимира Юдина), неудивительно, что многие провели параллели. Хотя заявления Газпрома и руководителя Федеральной службы по финансовым рынкам успокоили рынок, мы сохраняем осторожность и рекомендуем быть настороже, пока эта проблема не будет полностью разрешена, и пока мы не услышим ответа от ведомств, в которые был направлен этот запрос.

Что касается других вопросов, то компания сумела добиться утверждения предельного роста тарифов на газ в 2005 году в 23%. Однако, скорее всего, уступка государства связана с планируемым повышением налога на добычу газа. Кроме того, давняя болезненная проблема в отношениях с Украиной — неоплаченный долг страны в сумме \$1,6 млрд. за поставки газа в период с 1997 по 2000 г.г. — будет наконец разрешена, после того как обе стороны согласились использовать эту сумму в качестве авансового платежа за транзит российского газа через территорию Украины в течение периода до 2009 г.

***Сургутнефтегаз
демонстрирует
впечатляющие
финансовые
результаты за
1 полугодие 2004 г.***

Сургутнефтегаз

Сургутнефтегаз продемонстрировал впечатляющие финансовые результаты в первом полугодии, увеличив прибыль более чем на 60% примерно до \$1,26 млрд. Однако, нельзя забывать, что немалая часть этой суммы скорее всего опять будет списана в счет капитальных затрат и социальных платежей в конце года, и только после этого компания подсчитает долю доходов, которую получают держатели привилегированных акций, так что им наверное как всегда достанутся копейки. Что касается баланса, то компания как всегда показывает чудеса корпоративного управления, и продолжает аккумулировать все больше и больше своих денежных средств в сомнительной статье «прочие текущие активы». По этой статье уже числится около \$4,2 млрд (81%) от общей суммы денежных средств и их эквивалентов.



Татнефть

Татнефть снова откладывает публикацию отчетности по US GAAP

Татнефть опять отложила публикацию своей финансовой отчетности за 2003 г. по стандартам US GAAP. Теперь результаты ожидаются либо к концу сентября, либо уже в ноябре в зависимости от того, на информацию какого источника полагаться. Как всегда, практика корпоративного управления в компании оставляет желать лучшего. Тем временем, чистая прибыль компании по российским стандартам за 1-ое полугодие 2004 г. более чем в два раза превысила этот показатель за аналогичный период 2003 г. Показанная в отчете за 6 мес. сумма чистой прибыли в \$400 млн. составляет почти 77% от нашего прогноза этого показателя за весь 2004 г. по US GAAP. Однако финансовая отчетность по российским стандартам едва ли сопоставима с отчетностью по US GAAP, и вполне вероятно, что прибыль, показанная по российским стандартам, не является отражением того показателя, который будет рассчитан и показан позже по западным стандартам.

Газпром

Илл. 36. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	26 719	31 979	34 304	33 724
EBITDA, млн. \$	10 625	13 593	15 597	14 162
Чистая прибыль, млн. \$	5 186	6 814	8 412	7 564
P/E	9,0	6,8	5,5	6,2
EV/EBITDA	4,4	3,4	3,0	3,3
Капитализация, млн. \$	46 627			
EV, млн. \$	46 627			
Добыча, млрд. куб. см	3 457			
Запасы, млрд. куб. м	104 009			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 37. Краткий обзор компании

Сильные стороны	
•	Монополист на российском рынке газа
•	Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%)
•	Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке
Слабые стороны	
•	Низкие цены на газ на внутреннем рынке
•	Медленный прогресс в улучшении операционной эффективности
•	Двойной рынок торговли акциями компании
Возможности	
•	Новые проекты строительства экспортных газопроводов
•	Постепенный рост внутренних цен на газ
•	Возможность снятия ограничения торговли акциями в ближайшее время
Угрозы	
•	Расследование серых схем владения акциями компании
•	Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 38. Основные события

Дата	Событие
10 августа	Газпром и Украина в конце концов, достигли соглашения по выплате Украиной долга Газпрому в размере \$1,43 млрд. Долг, который вместе с процентами и пенями достигает \$1,6 млрд, был создан в 1997-2000 г. в связи с неоплатой Украиной поставок Газпрома. Это долго было большим вопросом в отношениях между странами. Схема выплаты долга подразумевает погашение суммы в \$1,6 млрд (минус дисконт 22%) за счет будущих платежей Газпрома за транзит газа через Украину на протяжении следующих пяти лет (до 2009). Тарифы на транспортировку газа через территорию Украины зафиксированы на уровне \$1,09/тыс. куб. м./100 км на следующие десять лет, согласно соглашению между двумя странами.
18 августа	Депутат Госдумы, член блока «Родина» Юрий Савельев направил депутатские запросы в ФСБ, МВД и Генпрокуратуру с просьбой разобраться со схемами, используемыми для приобретения акций Газпрома иностранцами. В запросе упоминаются т.н. «серые схемы» и выделяется одна брокерская компания. Пока можно только догадываться, каковы подлинные причины появления этого депутатского запроса
19 августа	Газпром несколько успокаивает рынок касательно недавней паники. Поздно вечером Газпром выпустил официальное заявление относительно внезапного падения цены акций. Этот пресс-релиз немного успокаивает — и, конечно, он лучше, чем, ничего — хотя и далек от того, чтобы рынок чувствовал себя комфортно и получил ответы на все вопросы. По существу, в коротком заявлении, было три основных момента: <ul style="list-style-type: none"> • Газпром негативно относиться к любым факторам, дестабилизирующим рынок; • Любые вопросы касательно законности каких-либо схем находятся в компетенции правительства, а не Газпрома; • Для падения акций Газпрома нет объективных оснований, принимая во внимание финансовое положение Газпрома, недооцененность акций и предстоящую либерализацию. <p>Хорошей новостью, на наш взгляд, является то, что комментарии несколько ослабляют предположения, сделанные некоторыми участниками рынка о том, что правительство намеренно оказывает давление на акции компании в рамках плана увеличить долю в Газпроме. Такой план, на наш взгляд, был бы как минимум внешне несовместимым с заявлением пресс-релиза о том, Газпром не видит объективных предпосылок для снижения цены акций и рассматривает его как негативное.</p>

Илл. 39. Основные события (продолжение)

Дата	Событие
20 августа	Успокаивающее заявление было сделано представителем государственных органов в ответ на появившуюся в СМИ информацию о запросе депутата Госдумы Юрия Савельева о проверке «серых» схем инвестирования в акции Газпрома. Олег Вьюгин, глава ФСФР, заявил, что он не видит оснований для масштабной проверки схем инвестирования в акции Газпрома, используемых российскими инвестиционными компаниями. По словам Вьюгина, наиболее распространенная схема, используемая инвестиционными банками, не выходит за рамки закона, и также соответствует международной практике. Он также сказал, что хотя ФСФР и проверит после запроса Прокуратуры любую конкретную инвестиционную компанию, они не планируют превратить это в «охоту на ведьм». Это первый комментарий по данному вопросу от представителя властей, и он достаточно успокаивающий. Тем не менее, требуется осторожность до тех пор, пока мы не увидим, что дело полностью разрешилось.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	22 299	27 052	26 613	18 651
EBITDA, млн. \$	4 196	5 105	5 042	4 872
Чистая прибыль, млн. \$	3 701	3 075	3 010	2 890
P/E	6,6	7,9	8,1	8,4
EV/EBITDA	5,8	4,8	4,8	5,0
Капитализация, млн. \$	24 395			
EV, млн. \$	24 395			
Добыча, млн. бнэ	619			
Запасы, млн. бнэ	20 056			
Количество акций, млн.*	826			

Прим.: * не включает 25 млн. акций резерва

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 41. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Значительные доказанные запасы нефти и газа (20,1 млрд. баррелей)
- Независимые экспортные маршруты из района Каспийского моря и Тиман-Печоры, мощностью в 20 млн. тонн

Слабые стороны

- Медленный прогресс в улучшении операционной эффективности (издержки на добычу барреля — \$2,5)
- Умеренные планы по темпу роста добычи (3-4%)

Возможности

- Развитие активов в странах Восточной Европы (30% перерабатывающих мощностей)
- Программа реструктуризации повысит эффективность капитальных и операционных издержек
- Вход иностранного стратегического инвестора

Угрозы

- Возможно, что большие капвложения не принесут ожидаемых результатов
- Зависимость от внутреннего рынка нефти

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 42. Основные события

Дата	Событие
20 августа	Появился новый претендент на государственный пакет в размере 7,6% в ЛУКОЙЛЕ, который, как ожидается, будет продан до конца года. По информации газеты, новым заинтересованным инвестором является Дэвид Гуггенхайм — председатель совета директоров мало известной нью-йоркской компании Dabir International Ltd и член хорошо известной семьи. Гуггенхайм по информации газеты является крупным предпринимателем, и владеет холдингом, в который входит банк и ряд нефтяных компаний. Трудно представить, чтобы этот малоизвестный инвестор мог серьезно конкурировать с ConocoPhillips за пакет. Тем не менее, рост интереса к российским активам является, безусловно, позитивным моментом.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	7 017	8 546	8 760	8 156
EBITDA, млн. \$	2 337	2 732	2 746	2 451
Чистая прибыль, млн. \$	2 278	1 927	1 791	1 411
P/E	5,4	6,4	6,9	8,7
EV/EBITDA	5,3	4,5	4,5	5,0
Капитализация, млн. \$	12 327			
EV, млн. \$	12 327			
Добыча, млн. бнэ	242			
Запасы, млн. бнэ	4 789			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 44. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Высокая операционная рентабельность
- Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)
- Доступ на Московский розничный рынок через 38% МНПЗ

Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 8%
- Риск налоговых штрафов, учитывая, что в прошлом компания была одним из наиболее агрессивных пользователей схем по минимизации налогов

Возможности

- Продажа доли в компании стратегическому инвестору
- Увеличение операционной эффективности в Славнефти

Угрозы

- Длительные переговоры с Юкосом по разделению
- Рост налоговой нагрузки при возможном введении дифференцированной ставки налога на добычу

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 45. Основные события

Дата	Событие
10 августа	<p>Основные акционеры Сибнефти пытаются создать внеочередное собрание Юкоса с целью продолжить раздел компаний. Депозитарно-клиринговая компания (ДКК) объявила, что внеочередное собрание акционеров Юкоса назначено на 31 августа (для акционеров, зарегистрированных на 4 августа). Акционеры компании имеют право созывать внеочередное собрание акционеров без соответствующего решения совета директоров, если им принадлежит как минимум 10% акций компании. После признания недействительной эмиссии Юкоса в размере 464 млн. акций, у ключевых акционеров Сибнефти должно было остаться 10,7% в Юкосе (в то время как Юкосу все еще принадлежит 34,5% в Сибнефти).</p> <p>Формально Юкос на данный момент не может продать свой оставшийся пакет в Сибнефти назад бывшим владельцам, так как 1) часть этого пакета (15%) заморожена по апелляции в Чукотском суде, и 2) Юкосу запрещено отчуждение какой-либо собственности из-за налоговых претензий. Тем не менее, тот факт, что собственники Сибнефти, очевидно, все еще стараются завершить развод с Юкосом, является позитивным сигналом для Юкоса, так как все еще остается надежда на получение Юкосом назад \$3 млрд, в которых так отчаянно нуждается на настоящий момент компания.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	8 872	11 525	11 245	10 831
EBITDA, млн. \$	2 901	3 575	3 212	3 471
Чистая прибыль, млн. \$	1 768	2 148	1 805	1 906
P/E	14,2	12,6	15,0	14,2
EV/EBITDA	5,9	4,8	5,4	5,0
Капитализация, млн. \$	28 070			
EV*, млн. \$	17 201			
Добыча, млн. бнэ	481			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	43 428			

Прим.: * Не включает стоимость собственных акций, принадлежащих дочерней компании

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 47. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05)
- Почти 80% выручки в валюте

Слабые стороны

- Низкая доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды (3-4%)
- НПЗ компании — один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%)
- Низкий уровень корпоративного управления и прозрачности

Возможности

- Освоение новых запасов нефти в Восточной Сибири
- Модернизация НПЗ Кинешк к 2008 г. (\$800 млн.)

Угрозы

- Непрозрачная структура владения компанией позволяет манипулировать крупным пакетом из 47% акций, находящихся в резерве
- Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Источники: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 48. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	4 950	6 013	5 676	5 178
EBITDA, млн. \$	920	1 014	926	791
Чистая прибыль, млн. \$	504	519	411	315
P/E	5,7	5,6	7,0	9,2
EV/EBITDA	3,2	2,9	3,2	3,8
Капитализация, млн. \$	2 975			
EV, млн. \$	2 975			
Добыча, млн. бнэ	184			
Запасы, млн. бнэ	6 211			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 49. 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% голосующих акций)
- Неразвитые 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.)
- Разработка запасов в новых регионах
- Введение дифференцированного налога на добычу может понизить налоговую нагрузку

Угрозы

- Существенный объем долга (\$1,3 млрд)
- Возможность введения банка качества нефти

Источники: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 50. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	15 674	19 679	19 587	18 669
EBITDA, млн. \$	5 442	6 248	5 548	5 463
Чистая прибыль, млн. \$	4 474	4 438	3 823	3 805
P/E	1,4	1,5	1,7	1,8
EV/EBITDA	1,6	1,4	1,5	1,5
Капитализация, млн. \$	9 239			
EV, млн. \$	9 239			
Добыча, млн. бнэ	625			
Запасы, млн. бнэ	16 725			
Количество акций, млн.	2 237			

Прим.: * Результаты Сибнефти включены с 2003П
Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 51. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Крупнейший производитель нефти в России Высокая прибыльность Диверсифицированные активы на всей территории РФ
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Следствие в отношении высшего менеджмента и основных акционеров 42,1% акций компании арестованы
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Разрешение конфликта с властями
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Риск распродажи активов, чтобы покрыть налоговые требования Риск перерывов в производстве и затруднений в операционной деятельности

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 52. Основные события

Дата	Событие
2 августа	<p>Юкос отсудил уплату исполнительного сбора в \$230 млн; МНС начинает проверку компании за 2002 г.</p> <p>Юкос одержал первую ощутимую победу в суде, оспорив 6,75 млрд. руб. (\$230 млн) платежей, которые судебные приставы потребовали в качестве исполнительного сбора. Эта сумма была установлена по максимальной планке в 7% и была начислена в связи с тем, что Юкос не перечислил платежи по налогам в течение 5 дней. При своей защите Юкос аргументировал свою позицию тем, что сбор применим только к умышленному уклонению от уплаты, в то время как компания объективно не могла выплатить такую огромную сумму в столь ограниченный срок. Аргументы компании убедили суд более чем аргументы МНС, и суд вынес решение в пользу Юкоса. Тем не менее, МНС в течение месяца может апеллировать данное решение суда.</p> <p>Кроме того, комментарии со стороны главы службы судебных приставов Андрея Белякова, опубликованные Bloomberg, дали хоть какую то надежду на то, что исполнительная власть разумно подходит к ситуации. По его словам, хотя приставы по закону должны собрать данные налоговые платежи в течение двух месяцев (предположительно со дня предписания судом, 29 июня), такую крупную сумму, очевидно, невозможно собрать в столь короткое время. Если сумма не будет выплачена целиком в конце месяца "мы просто продолжим работать" — сказал Беляков — и "жесткие меры" будут предприняты, только если Юкос решит намеренно стремиться к отсрочке платежа.</p>
5 августа	<p>Судебные приставы отозвали решение, позволяющее Юкосу продолжать операционную деятельность. Кажется, судебные приставы вновь передумали. Их доброжелательность длилась недолго — уже они сообщили об отзыве их ранее принятого решения о разрешении использования Юкосом счетов для текущей операционной деятельности. Мотивацией данного шага явилось то, что, по мнению Минюста, прежнее решение не соответствовало закону, и потому не могло оставаться в силе. Кроме того, Минюст обвиняет Юкос в том, что он продолжает "компанию направленную на оказание давления и шантаж государственных органов", заявляя в СМИ о разблокировании счетов компании.</p>
6 августа	<p>Юкос одержал еще одну неожиданную победу в суде. Московский арбитражный суд удовлетворил апелляцию компании против ареста акций основного производственного подразделения Юганскнефтегаза. Арест, наложенный судебными приставами 14 июля, был признан судом незаконным, так как не соответствует очередности погашения задолженности. По законодательству основные производственные активы могут быть арестованы и реализованы лишь третьей очередью, тогда как в первую очередь следуют наличные средства и непрофильные активы.</p> <p>Многие инвесторы и аналитики на данном этапе находятся в недоумении — но одно объяснение нам представляется наиболее правдоподобным. На этот момент мы постоянно обращали внимание в прошлые месяцы — правительство далеко от единства в этом вопросе, и мнения относительно Юкоса различны. Возможно, на некотором уровне, это является персональным сведением счетов или мстостью. Возможно, частично это реакция на тех, чье благосостояние становится слишком «политическим». Возможно, это вопрос исключительно уклонения от налогов. Возможно, это негодование тех, кто «пропустил» процесс приватизации. Или возможно, всего понемногу, с какофонией интересов и групп, конкурирующих между собой в по большей части незаполненном пространстве за контроль над процессом. В практически полном отсутствии указания направления со стороны Путина, различные конфликтующие интересы, включая интересы функционеров, таких, как судебные приставы, создали хаотический водоворот вокруг Юкоса, что делает интерпретацию событий для тех, кто ждет ясных сигналов, практически невозможной. В этом контексте, уже не удивляет то, что суд мог притормозить, очевидно, не необходимую продажу активов — как минимум на какое-то время.</p>
9 августа	<p>Юганскнефтегаз вновь под арестом. Сюрприз!</p> <p>Мы повторимся. Маятник дела Юкоса вновь качнулся в обратную сторону. Минюст объявил о том, что после удовлетворения решения суда о снятии ареста с акций Юганскнефтегаза, Минюст вновь арестовал акции. Мотивация для наложения ареста еще более оригинальна — в сообщении сказано, что это было вызвано новыми обстоятельствами — отсутствием средств на счетах компании — а акции арестованы как активы первой очереди, не относящиеся к основным средствам. Это достаточно сложно понять, с учетом того, что мотивация решения суда была в том, что Юганскнефтегаз причисляется к основным средствам компании, и таким образом может быть арестован лишь в последнюю очередь.</p> <p>Кроме того, суд отложил слушания апелляции Юкоса по поводу ареста другой дочки компании — Самаранефтегаз— до 2 сентября, и отклонил апелляцию компании по поводу снятия ареста с акций Томскнефти. Это выглядит еще одним "логичным" решением, принимая во внимание тот факт, что тот же суд снял арест с акций Юганскнефтегаза, которые по всем мыслимым параметрам попадают в ту же категорию активов что и акции Томскнефти.</p>



Илл. 53. Основные события (продолжение)

Дата	Событие
10 августа	<p>Основные акционеры Сибнефти пытаются созвать внеочередное собрание Юкоса с целью продолжить раздел компаний. Депозитарно-клиринговая компания (ДКК) объявила, что внеочередное собрание акционеров Юкоса назначено на 31 августа (для акционеров, зарегистрированных на 4 августа). Акционеры компании имеют право созывать внеочередное собрание акционеров без соответствующего решения совета директоров, если им принадлежит как минимум 10% акций компании. После признания недействительной эмиссии Юкоса в размере 464 млн. акций, у ключевых акционеров Сибнефти должно было остаться 10,7% в Юкосе (в то время, как Юкосу все еще принадлежит 34,5% в Сибнефти).</p> <p>Формально Юкос на данный момент не может продать свой оставшийся пакет в Сибнефти назад бывшим владельцам, так как 1) часть этого пакета (15%) заморожена по апелляции в Чукотском суде, и 2) Юкосу запрещено отчуждение какой-либо собственности из-за налоговых претензий. Тем не менее, тот факт, что собственники Сибнефти, очевидно, все еще стараются завершить развод с Юкосом, является позитивным сигналом для Юкоса, так как все еще остается надежда на получение Юкосом назад \$3 млрд, в которых так отчаянно нуждается на настоящий момент компания.</p>
11 августа	<p>Юкос получил новое уведомление о дефолте, на этот раз на сумму \$1,6 млрд от Группы Менатеп. Так как кредит был гарантирован экспортной выручкой, кредитор будет иметь возможность списывать до \$100 млн ежемесячно со счетов компании, на которые поступают средства за проданную нефть. В прошлом месяце Юкос уже получил уведомление о дефолте по \$1 млрд кредиту от Societe Generale, который также уже начал ежемесячно списывать \$40 млн со счетов компании. По комментариям менеджмента Юкоса, сделанным в июне, к концу мая компания уже досрочно оплатила \$300 млн по данным кредитам, и планировала оплатить еще \$190 млн в ближайшем будущем. Таким образом, ежемесячными темпами в \$140 млн ей потребуется как минимум 15 месяцев для полной выплаты кредитов. Хотя этот шаг со стороны акционеров компании может усилить недовольство властей (которые на данный момент активно конфискуют средства со счетов компании для покрытия \$3,4 млрд по налоговой задолженности — и уже списали \$1 млрд), он не является неожиданностью.</p>
13 августа	<p>Финансовый директор Юкоса предупреждает, что компания может подать на банкротстве на этой неделе. Financial Times пишет о том, что Финансовый директор Юкоса Брюс Мизамор полагает, что компания может быть вынуждена объявить о банкротстве на этой неделе. Он также заявил, что на этой неделе компания будет рассматривать планы по снижению капитальных вложений и операционного бюджета, что может оказать влияние на производство.</p> <p>Если Юкос выберет добровольное банкротство, надежды рынка на быстрое разрешение дела Юкоса могут быть разрушены, так как процесс должен — как минимум теоретически — занять до шести месяцев. Тем не менее, рынку недостает уверенности в должном процессе, и если будет объявлено добровольное банкротство, рынку потребуется некоторое время, чтобы поверить в отсрочку разрешения ситуации. Что касается банкротства, то мы снова делаем акцент на том, что банкротство само по себе не является основным вопросом, важна оценка активов при их отчуждении, график выплат платежей по налогам и общая сумма самих налоговых платежей.</p>
17 августа	<p>Юкос получил за акции Роспана \$357 млн; в апелляции по продаже акций Сибнефти отказано. Юкосу удалось продать 56% акций Роспана ТНК-ВР. Источники в компании сообщают, что сделка закрыта и в ближайшее время компания получит за акции Роспана \$357 млн. Акции Роспана были оценены довольно высоко: в свое время Юкос получил 100%-ный контроль над компанией за половину этой суммы. Однако главное в другом: на этот раз приставам не удалось заблокировать продажу активов. Конечно, на этот раз мы имеем дело с особым случаем: 1) у ТНК был своего рода опцион на покупку акций Роспана (т.е., решение о продаже принимал не Юкос); 2) акции принадлежали Юкосу не напрямую, а через офшорные структуры. И все же напрашивается мысль о возникновении прецедента, а именно, что в принципе Юкос может реализовать по этой схеме и другие непрофильные активы. С другой стороны, нельзя исключать вероятность того, что приставы смогут опротестовать сделку post factum.</p> <p>Естественно, любые источники «денежных инъекций» для Юкоса сейчас как нельзя кстати, поскольку они нужны для погашения налоговых платежей за 2000 г. Исходя из того, что со счетов Юкоса на эти цели уже снято \$1,1 млрд, после использования выручки от продажи Роспана, компании останется заплатить еще \$1,95 млрд.</p>
19 августа	<p>Китай демонстрирует интерес к ЮганскНГ, но шансы покупки невелики. Советник по экономике посольства КНР в Москве Фан Чуньон заявил, что Китай мог бы быть заинтересован в покупке крупнейшего добывающего подразделения Юкоса Юганскнефтегаз, если активы будут выставлены на продажу. Интерес Китая к компании не удивителен, так как в свете быстрорастущей экономики страна отчаянно нуждается в новых источниках нефти.</p> <p>Это первое официальное заявление об интересе иностранцев к активам Юкоса. Тем не менее, встает вопрос, позволит ли правительство какой-либо иностранной компании получить в собственность столь ценный актив. На наш взгляд, это маловероятно. Более того, Китай уже имеет опыт одной неудачной попытки приобрести российские активы. Два года назад на аукционе по продаже государственного пакета в Славнефти китайская CNPC по некоторым сообщениям была готова заплатить цену, почти в два раза превышающую стартовую, однако, не была допущена к аукциону.</p>
20 августа	<p>Согласно статье в FT МНС может предъявить новые налоговые требования в размере до \$3 млрд Юганскнефтегазу. По информации Financial Times, ссылающейся на неназванный источник в российском правительстве, МНС планирует наложить претензии по налогам непосредственно на дочернюю компанию Юкоса Юганскнефтегаз в размере до \$3 млрд. Без разъяснений достаточно сложно судить о серьезности данной угрозы. Две предыдущие налоговые претензии к Юкосу за 2000-2001 общей суммой в \$6,8 млрд уже включали претензии к Юганскнефтегазу, и, таким образом, неясно, будут ли эти новые претензии предъявлены сверх этого, или это будут требования за последующие года (2002-2003), или же это просто неправильная интерпретация обязательств, предъявленных ранее.</p> <p>Очевидно, что любая возможность увеличения налоговых обязательств сверх ожидаемой рынком суммы около \$10 млрд (за 2000-2003), беспокоит, и это окажет влияние на рынок. Тем не менее, до появления большей ясности по данному вопросу мы воздержимся от замечаний.</p>
23 августа	<p>Юкос снижает план производства до 86 млн. тонн, так как приставы продолжают списывать средства со счетов компании. Менеджмент Юкоса объявил, что компания снижает план производства на текущий год с 90 млн. т до 86 млн. т. Данный пересмотр связан со снижением планов по капитальным и операционным затратам компании на этот год суммарно на \$700 млн. Юкос был вынужден прибегнуть к данной мере в результате того, что приставы продолжают списывать денежные средства со счетов компании для покрытия налоговых обязательств за 2000. В настоящий момент, около \$1,5 млрд данной суммы уже оплачено (из которых около \$700 млн добровольно оплатила компания, а остальные были списаны в принудительном порядке), и менеджмент ожидает, что до конца месяца будет перечислено еще \$200 млн. По существу это снижение прогноза не является неожиданным, и на самом деле оно менее значительное, чем можно предположить. На данный момент производство компании уже растет медленнее изначально намеченного роста в 11,4%, и рост составил только 8,7% год-к-году за 7М04. Новый план все еще предполагает рост год-к-году на 6,4%.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

**Энергетика**

Виталий Зархин, (7 095) 788-0320, Наталья Деветьярова

Примечание: Альфа-Банк является консультантом РАО «ЕЭС» по вопросам реструктуризации и поэтому не может давать рекомендации по акциям энергетических компаний.

РАО ЕЭС**Илл. 54. Основные события**

Дата	Событие
13 августа	<p>Правительство может пересмотреть структуру ОГК с тем, чтобы сохранить контроль над сектором Минэкономразвития не исключает возможности отказа от продажи оптовых генерирующих компаний (ОГК), заявил прессе источник в министерстве. По его словам, от продажи ОГК еще не отказались, но изменения в их конфигурации и способах реализации сейчас обсуждаются. «ОГК не обязательно продавать, акции этих компаний могут быть пропорционально распределены между акционерами. Также эти компании можно сдавать в аренду или отдавать в управление, — сказал источник. — Нам нужно создавать конкуренцию, и ее можно создавать, не продавая компании».</p> <p>Более того, по информации того же источника, структура ОГК, уже одобренная правительством в 2003, может быть пересмотрена по различным причинам, включая несовершенные методы оценки, которые использовались при определении конфигурации ОГК и позицию Газпрома, одного из крупнейших акционеров РАО ЕЭС и основного поставщика. «В случае выявления таких вероятностей, действительно, возможна выработка предложений по частичному изменению отдельных ОГК», — говорится в сообщении.</p>
16 августа	<p>ФАС пока не планирует жестких решений по изменению конфигурации ОГК и ТГК Федеральная антимонопольная служба (ФАС) РФ пока не планирует жестких решений по изменению конфигурации ОГК и ТГК, заявил прессе заместитель руководителя ФАС Анатолий Голомолзин. «Мы не ожидаем жестких решений, поскольку решение совета директоров РАО «ЕЭС России» по одобрению конфигурации ТГК, принятое в конце апреля, было принято в целом в рамках сформулированной государственной политики», — сказал А.Голомолзин. «Трансформации, проходящие в ходе реформы электроэнергетики, должны согласовываться с антимонопольным органом при реализации конкретных сделок. Если в результате анализа последствий подобных сделок будет установлено, что они ведут к ограничению конкуренции, ФАС вправе не разрешить их проведение, либо разрешить с выставлением требований, направленных на обеспечение конкуренции», — сказал замруководителя ФАС. «Выбор структуры и компоновки генерирующих компаний отражает интересы очень большого количества заинтересованных сторон: РФ как мажоритарного акционера, миноритарных акционеров, в том числе иностранных, органов власти субъектов РФ, органов местного самоуправления, крупных финансово-промышленных групп и так далее. Естественно, итоговая компоновка и структура — это плод многосторонних компромиссов», — считает А.Голомолзин.</p>
18 августа	<p>Отмены продажи ОГК не планируется, но изменение сроков продажи возможно, сообщил замглавы МЭРТ Минэкономразвития не планирует отказа от возможности продажи ОГК, заявил прессе заместитель министра экономического развития и торговли Андрей Шаронов. «Мы не отказываемся от возможности продажи ОГК. Просто мы предлагаем, чтобы эти компании после своего создания некоторое время поработали на себя. Продавать их можно через какое-то время, когда будет понятна их эффективность», — сказал он. По словам А.Шаронова, такая перемена никак не скажется на ходе реформы электроэнергетики в целом.</p>
18 августа	<p>НРБ и «Интеррос» намерены консолидировать свои пакеты РАО «ЕЭС» (ДО 6%) для участия в аукционах по ОГК По сообщению прессы, ссылающейся на одного из основных акционеров Национального резервного банка Александра Лебедева, НРБ, которому принадлежит порядка 3-4% акций РАО «ЕЭС России», и «Интеррос», контролирующей почти 1-4% в капитале РАО, подписали протокол о намерении создать структуру для управления их пакетами энергетического холдинга. Такое объединение призвано обеспечить участие и победу в аукционах по ОГК, условия и сроки проведения которых пока еще не определены Правительством. В управляющую компанию планируется вложить средства (акции РАО ЕЭС и денежные средства), необходимые для получения контроля над одной ОГК. Лебедев не исключил, что в совместной компании появится и иностранный инвестор, заинтересованный в участии в приватизации ОГК. Среди возможных претендентов он перечислил немецкую E. On, итальянскую Enel, финский Fortum и французскую Electricite de France (EDF).</p>
20 августа	<p>Правительство утвердило новые ставки повышения тарифов на газ и электроэнергию в 2005-2007 гг. Российское правительство утвердило новые ставки повышения тарифов на газ и электроэнергию в 2005-2007 гг. Согласно новому плану, внутренние цены на газ вырастут на 23% в 2005 г. (против намеченных ранее 20%), на 11% в 2006 г. (что соответствует прежнему показателю) и на 8% в 2007 г. В то же время, правительство сохранило ставку повышения розничных цен на электроэнергию без изменений — на уровне 9.5% в 2005 г., 7.5% в 2006 г. и утвердило 6%-ное повышение тарифов в 2007 г. Руководство РАО «ЕЭС» обращалось к правительству с просьбой разрешить повышение тарифов на электроэнергию на 10% в 2005 году относительно 2004 года, чтобы компенсировать дополнительные расходы компаний в связи с ростом цен на газ в следующем году не на 20%, а на 23%. По данным РАО ЕЭС, компании это обойдется в лишние 3 млрд руб (\$103 млн) издержек. Вместе с тем предложение холдинга не нашло поддержки у министра экономики Германа Грефа, который заявил, что, согласно ранее достигнутой с РАО «ЕЭС» договоренности, тарифы на электроэнергию можно корректировать только в случае изменения цен на газ более чем на 4% и призвал энергетиков «снижать издержки».</p>

**Илл. 55. Основные события**

Дата	Событие
23 августа	<p>ОГК-5 была оценена по \$100/кВт, что соответствует ожиданиям рынка</p> <p>Независимый оценщик, нанятый РАО «ЕЭС России», провёл оценку стоимости четырёх станций (Конаковской ГРЭС, Невинномыской ГРЭС, Среднеуральской ГРЭС и Рефтинской ГРЭС, суммарной установленной мощностью 8663 МВт), которые должны быть включены в ОГК-5, и оценил их стоимость в размере 25,2 млрд. руб. (\$860 млн., или почти по \$100/кВт).</p> <p>Эта оценка была проведена, чтобы установить размер уставного капитала ОГК-5, которая, согласно плану РАО «ЕЭС России», первой должна быть создана и приватизирована. В конечном итоге, по предложению компании, которое должно быть одобрено советом директоров, в уставный капитал ОГК-5 также будет внесено почти \$145 млн. денежных средств (из-за необходимости некоторых налоговых платежей и повседневной деятельности) и он превысит \$1 млрд.</p>
23 августа	<p>Высший арбитражный суд отменил решение о деприватизации Саяно-Шушенской ГЭС (6720 МВт)</p> <p>Высший арбитражный суд (ВАС) отменил решение Федерального арбитражного суда Восточносибирского округа о незаконности приватизации Саяно-Шушенской ГЭС.</p> <p>Окончательное решение по этому вопросу будет принято президиумом ВАС в конце сентября или октябре текущего года.</p> <p>Власти Республики Хакасия начали требовать деприватизировать станцию после отмены тарифных привилегий, которые были частью соглашения по приватизации станции в 90-х годах. После истечения срока соглашения, власти заявили, что РАО «ЕЭС России» пытается резко поднять тарифы для потребителей.</p> <p>Саяно-Шушенская ГЭС на 79% контролируется РАО ЕЭС России, остальные акции компании обращаются на фондовом рынке.</p>
25 августа	<p>Создана межведомственная комиссия по реформе электроэнергетики</p> <p>Министр промышленности и энергетики Виктор Христенко подписал приказ о создании межведомственной комиссии по реформированию электроэнергетики.</p> <p>Первое заседание комиссии состоится во второй декаде сентября.</p> <p>Комиссия займется выработкой рекомендаций и анализом реформирования электроэнергетики.</p> <p>Создание комиссии призвано ускорить процесс согласования плана реформирования отрасли, что будет способствовать повышению рыночной капитализации российских электроэнергетических компаний.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Телекомы

Андрей Богданов, (7 095) 795-3613,
Светлана Суханова, (7 095) 795-3742

Недавно обе компании и МТС, и ВымпелКом опубликовали свои финансовые результаты за 2Кв04. В этом ежемесячном комментарии мы бы хотели рассмотреть некоторые общие тенденции.

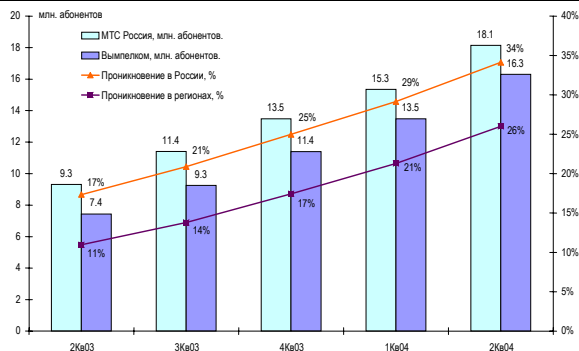
Россия: Большая тройка каннибализировала рынок и при этом повысила свою рентабельность за 2-ой кв.

Повышение во 2-ом кв. показателя проникновения на 5 б.п. до 26%

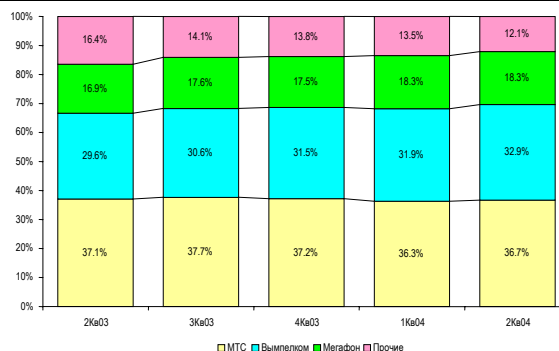
В течение 2-го кв. мобильные операторы продолжали активное проникновение в регионы, что привело к повышению этого показателя в течение квартала на 5 б.п. до 26% против роста в 4 б.п. в 1Кв04 и 3 б.п. в 4Кв03. Проникновение в России достигло в конце 2Кв04 34%.

«Большая тройка» привлекла в России 96% новых абонентов за 2-ой кв.

Компании «Большой тройки» каннибализировали рынок за счет более мелких операторов, при этом и МТС, и ВымпелКом привлекли по 39% новых абонентов в России (включая неорганический рост), а Мегафон — 18%. В результате число новых абонентов «Большой тройки» составило в течение квартала 96% от общего числа привлеченных клиентов — прирост по сравнению с 89% во 1Кв04. И МТС, и ВымпелКом увеличили долю на рынке на счет более мелких региональных операторов.

Илл. 56. Абонентская база


Источники: Отчеты компаний, оценка Альфа-Банка, AC&M Consulting

Илл. 57. Россия — Рынок мобильной связи


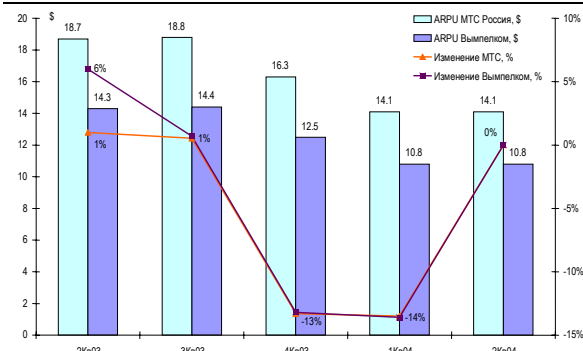
Источники: Отчеты компаний, оценка Альфа-Банка, AC&M Consulting

100% корреляция в развитии ARPU МТС и ВымпелКома

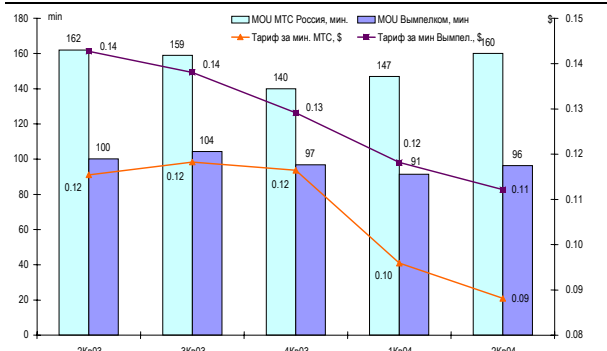
Как видно из Илл. 58, МТС и ВымпелКом демонстрируют 100% корреляцию в развитии ARPU за 4 последних квартала. У обеих компаний ARPU не изменилась во 2Кв04, несмотря на ее рост во 2Кв03 (1% у МТС, 6% у ВымпелКома). При сохранении темпов роста в России мы ожидаем в будущем аналогичные тенденции в развитии ARPU как у МТС, так и ВымпелКома. Это впоследствии приведет к тому, что разрыв в ARPU компаний станет меньше в абсолютном исчислении

Тариф МТС за минуту снижается быстрее

В то же время тариф МТС за минуту снижается быстрее (8% во 2Кв04 и 18% в 1Кв04 против 5% и 8% у ВымпелКома соответственно) благодаря более быстрому росту MOU, что мы относим за счет ускоренного роста дешевого внутрисетевого трафика.

Илл. 58. Россия — Развитие ARPU


Источники: Отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

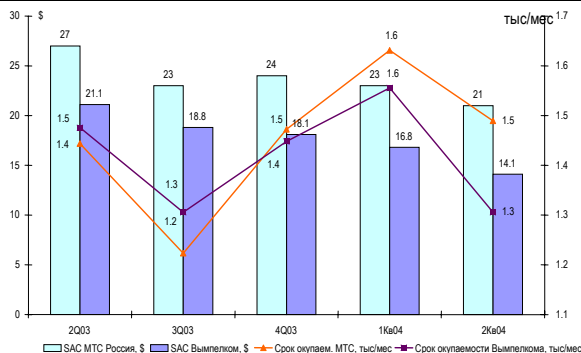
Илл. 59. Россия — MOU и тариф за минуту


Источники: Отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

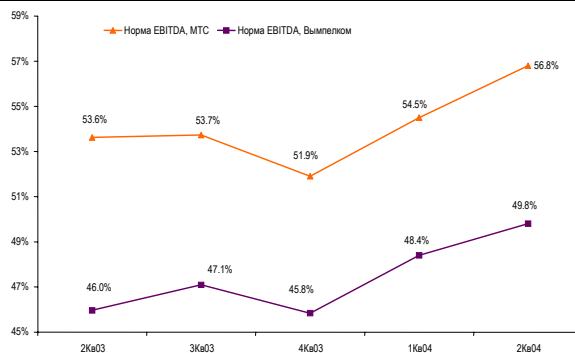
Эффективность продолжает расти

Самой неожиданной позитивной новостью во 2-ом квартале стали расходы — обе компании сумели снизить SAC (МТС на 9% до \$21 и ВымпелКом на 16% до \$14). Это снижение стало результатом введения новой системы расчетов с дилерами, в соответствии с которой комиссия выплачивается в течение срока до одного года вместо единовременной выплаты. Это привело к сокращению срока окупаемости (см. Илл. 60) и увеличению нормы EBITDA на 2,3 б.п. до 56,8% у МТС и на 1,5 б.п. до 49,8% у ВымпелКома.

Илл. 60. Россия — SAC и сроки окупаемости



Илл. 61. Норма EBITDA



Источники: Отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

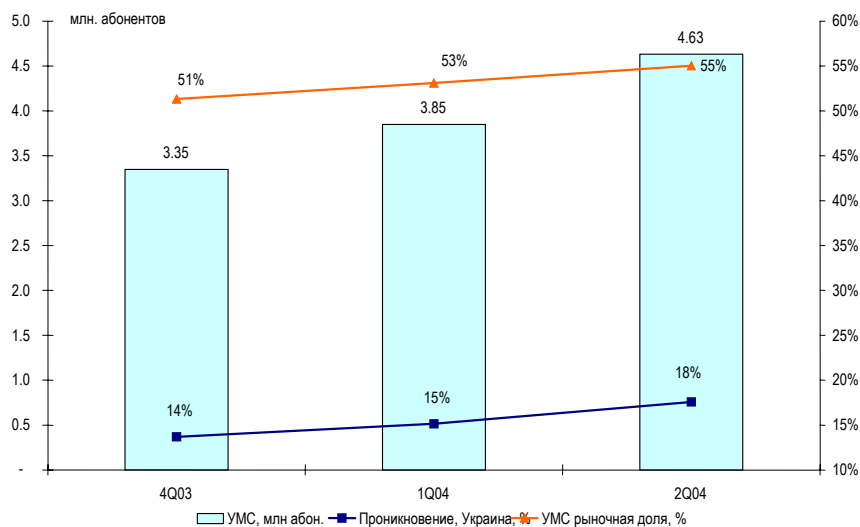
Прим.: Консолидированная норма для MTC (вкл. Украину)
Источники: Отчеты компаний

Прирост новых абонентов на Украине на 3 б.п. увеличил проникновение до 18%

Украина: Срок окупаемости сократился всего до 1,2 месяца

В отличие от роста проникновения в российских регионах на 5 б.п. во 2Q03 прирост на Украине составил всего лишь 3 б.п. и достиг 18%. Это подтверждает наше мнение (см. ниже) о том, что страны СНГ станут еще одним источником роста для российских операторов. UMC привлекла 67% от всех новых абонентов в свою сеть (72% в 1Q04), что увеличило ее долю на рынке до 55%.

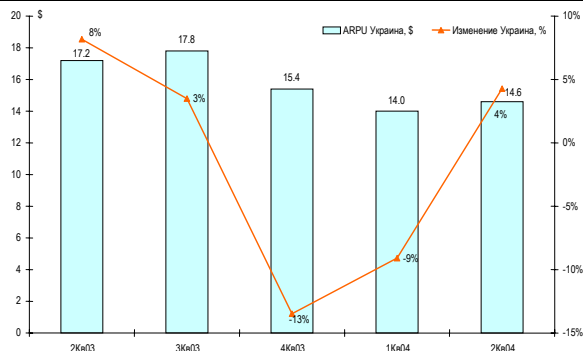
Илл. 62. Украинский рынок мобильной связи



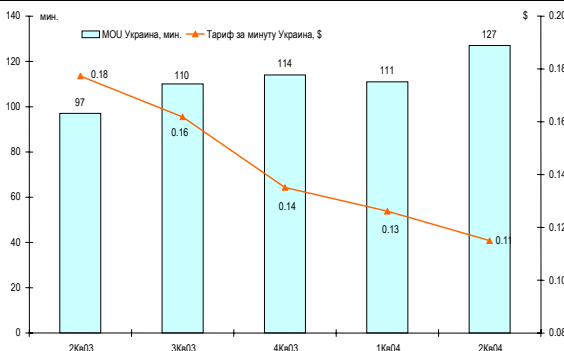
Источники: Отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Увеличение на 4% кв-к-кв ARPU MTC на Украине до \$14,6 превысило российскую ARPU в \$14,1

На Украине ARPU в отличие от этого показателя в России имела сезонное повышение на 4% кв-к-кв, увеличившись до \$14,6. Толчком этого повышения стало увеличение на 14% MOU до 127 мин., что продолжило общий тренд на повышение MOU в этой стране (низкие сезонные показатели за 4-ый кв. стали исключением). В результате этого рост ARPU MTC на Украине превзошла темпы роста в России во 2-ом кв. (\$14,6 против \$14,1).

Илл. 63. МТС Украина — Развитие APRU


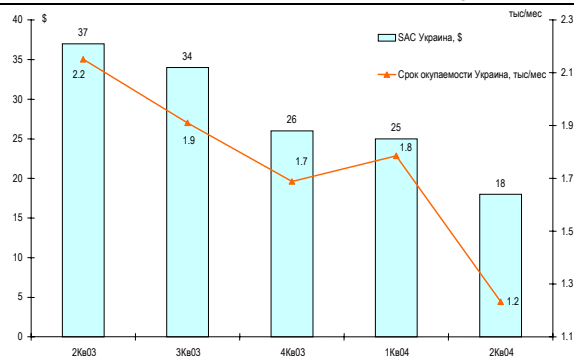
Источники: Отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Илл. 64. МТС Украина— MOU и тариф за минуту


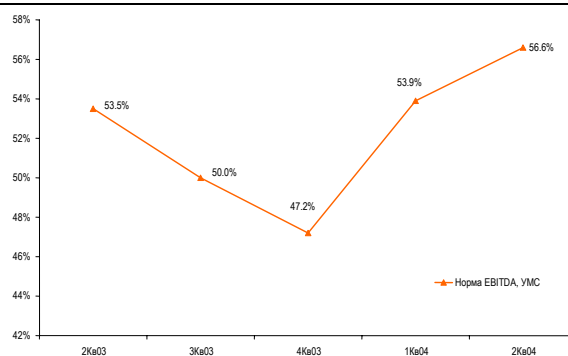
Источники: Отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Строгий контроль за расходами привел к повышению нормы EBITDA до 56,6%

Хорошие результаты достигнуты в снижении SAC на 28% до \$18 (ниже чем \$21 в России даже с учетом скидок на телефонные трубки!), что компания относит на увеличение доли пре-пейдных абонентов в общем числе новых абонентов и более низкие затраты, связанные с их привлечением. Это привело к более короткому сроку окупаемости во 2Кв04, равному всего лишь 1,2 месяца. С учетом экономии на масштабе и контролем за расходами норма EBITDA выросла на 2,7 б.п. до 56,6%, что является достаточно высоким результатом с учетом того, что в сентябре 2003 г. на Украине был введен режим CPP — «платит звонящий» (который имеет негативные последствия для рентабельности).

Илл. 65. МТС Украина — SAC и сроки окупаемости


Источники: Отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Илл. 66. МТС Украина — норма EBITDA


Источники: Отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Расширение в СНГ будет продолжаться

Расширение в СНГ — это новый катализатор для бумаг мобильных операторов

Расширение в СНГ — это новый катализатор для бумаг мобильных операторов. Недавно и МТС, и ВымпелКом объявили о своих новых приобретениях:

- 16 июля МТС приобрела 74% Уздунробита — лидирующего в Узбекистане оператора мобильной связи;
- 16 августа ВымпелКом объявил о приобретении 100% доли участия в компании КаР-Тел — второго по величине оператора GSM в Казахстане (а также о намерении продать 50% плюс одна акция местному партнеру).

Это первое приобретение ВымпелКома за пределами России, в то время как дочерние компании МТС уже являются лидерами на рынках Украины и Беларуси.



Рынки большинства стран СНГ пока еще имеют потенциал для проникновения (0,3%-13%)

Рынки большинства стран СНГ имеют огромный потенциал для проникновения (0,3%-13%) по сравнению как с Россией, так и с Украиной, хотя некоторые из этих стран не такие уж экономически слабо развитые.

Илл. 67. Страны СНГ – ВВП на душу населения и проникновение мобильной связи

	Численность населения млн 2003	ВВП на душу населения (Всемирный банк) US\$ 2003	ВВП на душу населения (Статистический комитет СНГ) US\$ 2003	Распространенность беспроводной связи
				% май 2004
Армения	3,1	915	774	4,2%
Азербайджан	8,2	865	691	15,7%
Беларусь	9,9	1 770	1 434	14,3%
Грузия*	5,1	768	654	15,4%
Казахстан	14,9	1 996	1 497	10,7%
Республика Кыргызстан	5,1	344	320	3,9%
Молдова	4,2	463	372	12,7%
Российская Федерация	143,4	3 022	3 007	33,2%
Таджикистан	6,3	207	190	0,3%
Туркменистан	4,9	1 236	833	0,3%
Украина	48,3	1 024	850	16,6%
Узбекистан	25,6	389	265	1,5%

Прим.: Грузия не входит в состав СНГ

Источники: Всемирный банк, EMC, Статистический комитет СНГ, AC&M Consulting

В список стран, за которыми надо наблюдать в ближайшее время, входят Беларусь, Казахстан, Грузия и Азербайджан

У нас есть все основания ожидать больше новостей из СНГ, т.к. оба лидера рынка явно выразили свой большой интерес в этом направлении. В краткосрочной перспективе (конец 2004 — начало 2005) в список, за которым надо наблюдать, входят Беларусь, Казахстан, Грузия и Азербайджан (см. Илл. 68). ВымпелКом также проявил интерес к Украине, где в настоящее время одним оператором является Киевстар — второй по величине оператор GSM. Киевстар принадлежит акционерам ВымпелКома — Теленору (64% акций Киевстара, 25% акций ВымпелКома) и Альфа-Групп (46% и 25% соответственно).

Илл. 68. СНГ — Потенциальные возможности в мобильном бизнесе

Страна	Лицензия	Стартовая цена	Диапазон	Доля участия	Сроки	Комментарий
Беларусь	3-я GSM 900/1800		12 каналов в GSM 900; 50 каналов в GSM 1800	49% в СП	Документы должны быть поданы до 21 сентября 2004	Участие Альфа-Группы
Казахстан	GSM-1800	\$30 млн (\$40–50 млн ожидается)	10 МГц в GSM 1800			Аукцион был недавно отложен Возможно участие МТС
Грузия	GSM-1800	\$0,5 млн			12 ноября 2004	Возможно участие МТС
Армения	GSM					Приватизация Азерселл
Азербайджан	GSM					
Молдова	GSM					

Источник: оценка Альфа-Банка

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	361	568	668	778
EBITDA, млн. \$	115	171	208	250
Чистая прибыль, млн. \$	55	88	108	133
P/E	17,6	11,1	9,0	7,3
EV/EBITDA	8,1	5,4	4,5	3,7
Капитализация, млн. \$	974			
EV, млн. \$	934			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 70. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Самый большой альтернативный оператор в России
- Сильные балансовые показатели

Слабые стороны

- Относительно низкая ликвидность
- Ограниченная транспортная инфраструктура

Возможности

- Приобретения альтернативных операторов
- Дальнейшая экспансия в регионы
- Либерализация рынка дальней связи

Угрозы

- Увеличение платежей Ростелекому за аренду каналов связи
- Большие отчисления в Резерв универсального обслуживания

Источники: оценки Альфа-Банка

МТС

Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	2 546	3 640	4 392	4 950
EBITDA, млн. \$	1 339	1 886	2 275	2 567
Чистая прибыль, млн. \$	517	950	1 164	1 334
P/E	24,9	13,6	11,1	9,7
EV/EBITDA	9,6	6,8	5,7	5,0
Капитализация, млн. \$	12 893			
EV, млн. \$	12 894			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 72. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение
- Наибольшая (37%) доля рынка в России
- Лицензии покрывают практически всю территорию России (87 регионов из 89)

Слабые стороны

- Относительно небольшое количество акций в свободном обращении

Возможности

- Повышение эффективности после завершения реструктуризации
- Включение в индекс MSCI

Угрозы

- Введение Резерва универсального обслуживания
- Падение доли рынка в Московской ЛЗ

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 73. Основные события

Дата Событие

12 августа **Хозяйственный суд Украины рассмотрит дело о продаже акций УМС компании МТС.** Рассмотрение дела по существу стало возможным после того, как МТС отозвала свою апелляцию из Арбитражного суда. Первоначально слушания были назначены на 12 июля, но были отложены из-за несогласия МТС с положением о возможности реализации активов УМС по частям.

С нашей точки зрения, такое развитие события свидетельствует об изменении тактики МТС, которая раньше, по-видимому, старалась оттянуть рассмотрение дела в суде из-за приближающихся президентских выборов, надеясь тем самым дожидаться более благоприятной политической ситуации.

Мы полагаем, что, несмотря на то, что исход данного дела пока трудно предсказать, МТС вряд ли стала бы резко менять свою тактику, не имея на то серьезных оснований. Из этого можно сделать вывод, что есть надежда на то, что решение суда будет благоприятным для МТС.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1 336	2 432	2 983	3 273
EBITDA, млн. \$	613	1 115	1 395	1 554
Чистая прибыль, млн. \$	234	524	637	696
P/E	22,5	10,1	8,3	7,6
EV/EBITDA	9,3	5,1	4,1	3,7
Капитализация, млн. \$	5 275			
EV, млн. \$	5 725			
Число абонентов, '000	5 155			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 75. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Лидерство на московском рынке (48%)
- Теленор и Альфа Групп в качестве стратегических инвесторов

Слабые стороны

- Самый низкий ARPU среди трех ведущих мобильных операторов

Возможности

- Выход на рынки СНГ
- Потенциальное слияние с Мегафоном
- Включение в индекс MSCI Russia

Угрозы

- Введение Резерва универсального обслуживания
- Позднее вхождение на рынок оставшихся регионов

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 76. Основные события

Дата	Событие
13 августа	Федеральное агентство связи готовится выдать ВымпелКому разрешение на использование дополнительной номерной емкости с федеральным кодом 906. Фактически это означает, что Вымпелком получит новые номера уже совсем скоро, не дожидаясь утверждения размера госпошлины (подлежит уплате в 3-х месячный срок). Естественно, это хорошая для компании новость. Вымпелкому пришлось сократить период бездействия абонентов, после которого происходит их отключение, с обычных шести до трех месяцев, что в июне уже привело к росту оттока абонентов и даже уменьшению их общей численности по Москве. Мы будем внимательно следить за развитием событий. Дело в том, что в последнее время было много новостей о снятии проблемы с номерной емкостью, но реальных результатов не было.
17 августа	ВымпелКом официально подтвердил получение от Федерального Агентства Связи первых номеров из дополнительной номерной емкости с использованием федерального кода 906. Компания имеет право немедленно задействовать полученные номера. По оценкам компании, начать эксплуатацию новых номеров она сможет уже через 3–4 дня. ФАС выдало ВымпелКому 4 млн. номеров в Северо-Западном регионе, Поволжье, Южном и Сибирском регионах. До конца этой недели компании также будет выделено 1 млн. дополнительных номеров в Московской области и 600 тыс. — на Урале. Гендиректор ВымпелКома Александр Изосимов считает, что решение ФАС позволит снять проблему с номерной емкостью уже в начале следующей недели. По словам Изосимова, процесс предоставления новых номеров будет продолжаться до конца года (в случае выделения новых кодов), и их должно быть достаточно, чтобы автоматически удовлетворять потребности в расширении номерной емкости. ВымпелКом планирует вновь увеличить период блокирования абонентов до обычных 6 месяцев уже с начала следующей недели. Как известно, в начале августа период блокирования был сокращен до 3 месяцев, что привело к искусственному увеличению оттока абонентов и снижению доли компании в новых подключениях. В июне число абонентов ВымпелКома не изменилось, в июле доля компании в новых подключениях в МЛЗ составила лишь 6%.

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	473	559	646	728
EBITDA, млн. \$	207	232	254	278
Чистая прибыль, млн. \$	70	71	76	78
P/E	15,6	15,2	14,2	13,9
EV/EBITDA	5,6	5,0	4,6	4,2
Капитализация, млн. \$	1 045			
EV, млн. \$	1 158			
Используется линий, '000	4 128			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 78. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Контрольный пакет МТУ-Информ
- М.А. Смирнов — новый Генеральный директор

Слабые стороны

- Одна из самых устаревших сетей среди межрегиональных компаний связи
- Низкие доходы от дальней связи

Возможности

- Пересмотр соглашений с Ростелекомом о расчетах за дальнюю связь
- Контрольный пакет в новом холдинге альтернативных операторов АФК "Система"

Угрозы

- Невозможность получения доли участия в альтернативных операторах, принадлежащих АФК "Система"
- Высокая стоимость цифровизации сети

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 79. Основные события

Дата	Событие
4 августа	<p>Прибыль МГТС по РСБУ снизилась в 1П04 на 20% год-к-году из-за высокой амортизации. МГТС недавно предоставила некоторые цифры, касающиеся результатов компании за 1П04 по РСБУ. Хотя выручка и операционная прибыль соответствуют динамике показателей других телекомов, увеличившись на 23% и 26% год-к-году, соответственно, чистая прибыль упала на 20% год-к-году, по сообщению компании, из-за более высоких амортизационных отчислений, связанных с переоценкой основных средств МГТС.</p> <p>МГТС продолжает интенсивные инвестиции в обновление устаревшей сети: за 1П04 капитальные вложения составили 2,2 млрд. руб., что на 123% выше 1 млрд. руб., потраченного в 1П03.</p> <p>В настоящий момент, представляется невозможным провести более детальный анализ финансового положения МГТС в 1П04 на основе предоставленной компанией информации, но мы полагаем, что основные факторы движения цены акции остались прежними:</p> <p>Динамика доли компании на привлекательном московском рынке услуг альтернативной фиксированной связи</p> <p>Возможность пересмотреть в лучшую сторону разделение выручки от дальней связи в Москве с Ростелекомом</p> <p>Рост цифровизации сети (и, соответственно, возможность предоставлять «новые услуги») и снижение затрат.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Ростелеком

Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1 039	1 219	1 296	1 358
ЕБИТДА, млн. \$	385	457	400	402
Чистая прибыль, млн. \$	41	98	97	113
P/E	48,1	48,1	48,1	48,1
EV/ЕБИТДА	5,0	4,2	4,8	4,8
Капитализация, млн. \$	1 783			
EV, млн. \$	1 932			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 81. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2006 г. • Владеет магистральной сетью на всей территории России
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Бизнес не диверсифицирован • Работает в конкурентной среде при наличии социальных барьеров
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Изменение системы взаиморасчетов за международную связь с региональными операторами • Выход на рынок транзита трафика Европа-Азия
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Либерализация рынка дальней связи • Значительное снижение тарифов на дальнюю связь одновременно с ростом затрат

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 82. Основные события

Дата	Событие
2 августа	<p>Ростелеком опубликовал результаты за 1П04 по РСБУ. Не включая эффект от новой системы расчётов с региональными телекомами, выручка Ростелекома выросла на 17,1% год-к-году против роста операционных издержек всего на 1,7%. Тем не менее, основной причиной медленного роста операционных затрат стало падение амортизации на 43% ввиду того что в прошлом году Ростелеком приобрёл ряд активов которыми он ранее распорядился по лизингу что привело к отказу от использования метода ускоренной амортизации.</p> <p>Разделив результаты за 1П04 по кварталам, выручка за 2Кв04 выросла на 4% относительно 1Кв04, тогда как ЕБИТДА снизилась на 5%, а чистая прибыль — на 26% (за исключением неденежного эффекта от переоценки доли Ростелекома в Голден Телекоме в 1Кв04). Мы объясняем снижение маржи ЕБИТДА главным образом введением новой системы расчётов (которая по техническим причинам снизила маржу ЕБИТДА), тогда как замедление по чистой прибыли стало результатом неденежных разовых статей в 1Кв04, связанных с ростом рыночной стоимости финансовых инвестиций Ростелекома (на что также повлиял значительный рост рынка в первом квартале). За исключением этого эффекта, операционная прибыль Ростелекома упала на 4% кв-к-кв.</p> <p>Касательно операционной деятельности, Ростелеком показал хороший темп прироста трафика и рост доли рынка:</p> <ul style="list-style-type: none"> • трафик междугородней связи вырос на 11% год-к-году; • исходящий трафик международной связи вырос на 17% год-к-году; • входящий трафик международной связи вырос на 34% год-к-году. <p>Выручка и трафик от абонентов в Москве (одно из самых слабых мест Ростелекома в прошлом) выросли на 6% и 2%, соответственно. Мы полагаем, что опубликованные результаты умеренно позитивны, учитывая, что они демонстрируют недавно достигнутый тренд растущей доли рынка и улучшающихся финансовых результатов. Однако, последние, по нашему мнению, недостаточно хороши, чтобы стать новым фактором роста цены акции. Более того, инвесторы больше внимания обращают на результаты по РСБУ в качестве индикатора результатов деятельности Ростелекома.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка



Металлургия

**Максим Матвеев СФА, (7 095) 795-3736,
Наталья Шевелёва, (7 095) 795-3725**

**Все наши «фавориты»
значительно
превысили в августе
показатели индекса
PTC**

Все наши «фавориты» значительно превысили в августе показатели индекса PTC. Если в целом индекс PTC вырос всего лишь на 8,2%, то акции Норильского никеля, Северстали и Мечел выросли на 12%, 27% и 27% соответственно. Это — впечатляющие показатели, однако, наши расчеты показывают, что акции всех перечисленных выше компаний все еще имеют потенциал роста на 48%, 35% и 88% соответственно. Вследствие чего, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции данных компаний.

Компания Северсталь, как один из лидеров в отношении изменения цен на акции, опубликовала в августе некоторые положительные новости, послужившие толчком к росту. Хорошие новости пришли в виде неконсолидированной финансовой отчетности компании по российским стандартам за 2Кв04, которая продемонстрировала высокие показатели: выручка выросла до \$1,2 млрд. или на 50% кв-к-кв, в то время как операционная рентабельность достигла 46%, что стало самым высоким показателем компании за последние пять лет. Хотя наша модель DCF основывается на консолидированной финансовой отчетности по МСФО, результаты показывают позитивные тенденции, позволяющие сохранить наши предположения в отношении отчетности по МСФО за 2004 год.

При благоприятном для Северстали сохранении высоких цен на сталь Совет директоров компании рекомендовал акционерам утвердить промежуточные дивиденды за 2Кв04 на уровне 100 руб. (\$3,42) на акцию, что в общей сумме составляет \$77 млн. и приносит доход в 2,2%. Ранее Северсталь выплатила по 42 руб. (\$1,5) на акцию за 1Кв04 (всего \$32 млн.). По российским стандартам коэффициент выплаты дивидендов за 2Кв04 составил 20%, что близко к 21% за 1Кв04. Однако компания пока еще не опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 2003 г., публикация которой (ожидается в сентябре) станет для компании основным катализатором на ближайшее будущее. Акционеры компании Северсталь-Ресурс (сырьевая дочерняя компания Группы Северсталь) проголосуют за ликвидацию компании 1 октября. Мы ожидаем, что консолидация активов Северсталь-Ресурса с активами Северстали станет позитивным фактором для акционеров Северстали, хотя и за счет акционеров Северсталь-Ресурса.

**Gold Fields
согласилась купить
Iamgold в обмен на
акции — влияния на
Норильский никель не
оказало**

11 августа компания Gold Fields (самым крупным акционером которой с долей участия в 20% является Норильский никель) согласилась купить в обмен на акции канадскую золотодобывающую корпорацию Iamgold. Gold Fields соединит свои международные активы (расположенные за пределами Южноафриканской Республики) с активами Iamgold. Взамен Gold Fields получит 351,7 млн. новых акций золотодобывающей компании Iamgold. После завершения сделки Iamgold будет переименована в Gold Fields International. Акционеры и Gold Fields, и Iamgold получают 70% и 30% акций новой компании соответственно. Сделка не оказала влияния на цену акции Норильского никеля.

**S&P присвоило
Норильскому никелю
долгосрочный
корпоративный
кредитный рейтинг
«BB»**

В августе агентство Standard & Poor's присвоило Норильскому никелю долгосрочный корпоративный кредитный рейтинг «BB» со стабильным прогнозом, что всего лишь на одну позицию ниже суверенного рейтинга России «BB+». Этим самым высокий рейтинг среди частных компаний и расценивается как позитивный для компании признак в долгосрочной перспективе.

Руководство ВСМПО полагает, что выручка Группы на консолидированной основе составит \$570 млн, а EBITDA -\$175-178 млн

Прошлый месяц принес также хорошие новости от «ВСМПО». «Ведомости» опубликовали несколько заявлений руководителей «ВСМПО» относительно результатов Группы за 1Кв04 и ожиданий на конец текущего года. Объем продукции увеличился в 1,5 раза год-к-году до 9873 тонн титана (экспорт составил 7726 тонн или вырос на 62% год-к-году), и в текущем году компания предполагает продать 21275 тонн титана. Приблизительно 65% титана ВСМПО-АВИСМА поставляется в соответствии с долгосрочными контрактами таким клиентам, как Airbus и Boeing, и, как сообщил председатель совета директоров ВСМПО Вячеслав Брешт, обе компании увеличили объемы своих закупок на 25-30%.

В связи с ожидаемым увеличением выпуска продукции и благоприятными условиями на рынке титана руководство полагает, то выручка на консолидированной основе составит \$570 млн., а EBITDA — \$175-178 млн. (норма EBITDA ожидается в текущем году на уровне 31%). Тем не менее, наш прогноз выручки, EBITDA и чистой прибыли на консолидированной основе за 2004 составляет \$463 млн, \$129 млн и \$91 млн соответственно. Таким образом, ожидаемая нами норма EBITDA составит 28%, что на 3 б.п. ниже, чем прогноз руководства компании.

ВСМПО и АВИСМА определили коэффициенты для обмена акций АВИСМА на акции ВСМПО

В августе Советы директоров ВСМПО и АВИСМА определили также коэффициенты для обмена акций АВИСМА на акции ВСМПО. Обмен акциями — это одно из главных мероприятий, требующихся для завершения запланированной консолидации двух компаний. Были определены коэффициенты 2:1 (2 акции ВСМПО на 1 акцию АВИСМА) для обыкновенных акций и 1:1 для привилегированных акций. ВСМПО выпустит 2,6 млн. акций для сделки по обмену, а акционеры компаний будут рассматривать все вопросы, связанные с обменом акциями, на внеочередных собраниях акционеров 21 сентября. Компания выкупит акции у тех, кто проголосует против обмена на цене 2119,19 руб. (\$72,6), 4253,03 руб. (\$145,8) и 2137,92 (\$73,3) за обыкновенные акции ВСМПО, обыкновенные акции АВИСМА и привилегированные акции АВИСМА соответственно. Условия обмена совпадали с рыночными ценами акций ВСМПО и АВИСМА. На основании предлагаемых для выкупа цен компания ВСМПО была оценена на уровне 11,8 EV/EBITDA за 2003 г. (по российской финансовой отчетности) и АВИСМА — 10,6. В целом мы считаем, что условия обмена справедливы для акционеров. Своевременное и справедливое завершение консолидации ВСМПО-АВИСМА является решающей предпосылкой для осуществления запланированного ВСМПО публичного предложения акций. Мы сохраняем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ акции ВСМПО по расчетной цене \$88 за акцию.

Илл. 83. Динамика изменения цен на металлы

	Последняя цена	Изменение с начала месяца	Самая низкая цена за 52 недели	Самая высокая цена за 52 недели	С начала года	Ср. цена с начала года	Прогноз Альфа-Банка, 2004	Разница, П/с начала года
	\$	%	\$	\$	%	\$	\$	%
Алюминий, \$/т	1,688	-0,3	1 377	1 832	6,2	1 674	1 650	-1
Медь, \$/т	2,791	-4,3	1 731	3 170	20,4	2 774	2 750	-1
Никель, \$/т	12,960	-8,0	9 140	17 750	-21,9	13 821	14 000	1
Платина, \$/унц	867	5,7	694	945	6,5	845	750	-11
Палладий, \$/унц	218	0,0	183	338	12,4	243	250	3
Золото, \$/унц	408	4,4	363	431	-1,7	401	400	0

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Норильский Никель

Илл. 84. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	5 196	6 422	5 934	5 409
EBITDA, млн. \$	1 967	2 909	2 596	2 494
Чистая прибыль, млн. \$	861	1 723	1 506	1 436
P/E	14,0	7,0	8,0	8,4
EV/EBITDA	5,9	4,0	4,5	4,7
Капитализация, млн. \$	12 032			
EV, млн. \$	11 653			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 85. 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"> • Пересмотр итогов приватизации и реструктуризации • Рост налогового бремени

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 86. Основные события

Дата	Событие
9 августа	Standard & Poor's объявило о присвоении Норильскому Никелю долгосрочного кредитного рейтинга в иностранной валюте на уровне BB, прогноз изменения рейтинга — стабильный. Данный рейтинг всего на одну ступень ниже суверенного рейтинга России BB+. Рейтинг на одну ступень выше соответствующих рейтингов Газпрома и МТС, равен рейтингу ЛУКОЙЛА, и является самым высоким, полученным частными компаниями на настоящий момент. Рейтинг Норильского Никеля также на две ступени выше рейтингов Северстали и ММК (В+). По комментариям S&P, рейтинг отражает сильную позицию Норильского Никеля на мировых рынках металлов, уникальную ресурсную базу компании и сильное финансовое положение. Moody's также присвоило основной связанный рейтинг Норильскому Никелю на уровне Ba1 и основной необеспеченный рейтинг на уровне Ba2.
11 августа	Gold Fields (Норильский Никель является крупнейшим акционером компании с долей 20%) согласился купить lamgold через обмен акциями. Gold Fields объединит свои активы вне стран южноафриканского региона с lamgold. Взамен Gold Fields получит 351,7 млн. новых акций lamgold. После транзакции lamgold будет переименована в Gold Fields International. Акционеры Gold Fields и lamgold получат по 70% и 30% в новой компании, соответственно. Более того, акционеры lamgold получат специальные денежные дивиденды в размере 50 канадских центов (38 центов США) на акцию. Основываясь на текущей оценке акций lamgold, Gold Fields оценивает свою долю в Gold Fields International на уровне \$2,1 млрд (предполагая, что цена акций lamgold не изменится после сделки из-за справедливой оценки активов). Gold Fields International будет держать доли в шести проектах — четырех в Западной Африке и двух в Австралии (основные активы). Резервы Gold Fields International составят 14,6 млн. унций золота, в то время как резервы lamgold составляют 3,5 млн. унций золота, и доля компании в объединенных резервах составит 24%. Как ожидается, производство золота объединенной компании достигнет 2,0 млн. унций (основываясь на нашем прогнозе на 2005 год на уровне \$375 за унцию, выручка новой компании должна составить \$750 млн) в 2005.
13 августа	По данным неконсолидированной отчетности ГМК Норильский Никель по РСБУ, выручка компании выросла на 28% в 1П04 до \$2,506 млн. На наш взгляд, этот рост в основном связан с ростом цен на металлы. В то же время, себестоимость выпуска выросла только на 23% год-к-году, и валовая прибыль выросла на 32% год-к-году до \$1409 млн. Тем не менее, сильный рост коммерческих и управленческих расходов (135% год-к-году) привел к росту операционной прибыли только на 21% до \$1179 млн, в то время как операционная рентабельность снизилась на 2 п.п. до 47%. Значительное (61%) снижение прочих расходов стало главной причиной роста чистой рентабельности на 1 п.п. до 32%. Мы полагаем, что ежегодная приостановка отгрузки металлов из Дудинского порта из-за навигации (1,5 месяца с конца мая до 1 июля) и снижение цен на никель и платину на поквартальной базе соответственно на 14% и 4% стало основной причиной снижения продаж (-29% кв-к-кв до \$1040 млн) и рентабельности на поквартальной основе.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 87. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	3 136	5 491	5 397	5 936
ЕБИТДА, млн. \$	947	1 491	1 438	1 502
Чистая прибыль, млн. \$	504	849	803	846
P/E	N/3	4,6	4,8	4,6
EV/ЕБИТДА	4,2	2,7	2,8	2,7
Капитализация, млн. \$	3863			
EV, млн. \$	4021			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 88. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма ЕБИТДА (МСБУ) в 2003Е г. — 34%
- Профессиональная команда руководства

Слабые стороны

- Приходится отвлекать финансовые и управленческие ресурсы для обеспечения бесперебойных поставок сырья
- Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали

Возможности

- Приобретение активов за рубежом позволит увеличить мощности и укрепит позиции на внешних рынках
- \$180 млн. СП с Arcelor по производству оцинкованной стали

Угрозы

- Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении — около 8%

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 89. Основные события

Дата	Событие
2 августа	Северсталь публикует сильные результаты по РСБУ за 1П04. Хотя компания несколько отставала от конкурентов в терминах роста рентабельности в первом квартале, так как компания медленнее конкурентов увеличивала цены в виду долгосрочных контрактов с конечными покупателями, во втором квартале Северсталь смогла увеличить средние цены на 39% кв-к-кв. В результате, выручка выросла до \$1,2 млрд, + 50% кв-к-кв, в то время как операционная рентабельность достигла 46%, что стало самым высоким результатом на протяжении 5 лет. Операционная рентабельность на уровне 40% в 1П04 превысила наш прогноз на уровне 37% из-за более сильного, чем ожидалось, роста цен. Чистая прибыль компании за 1П04 составила \$535 млн, что на 9% выше нашего прогноза в \$491 млн
4 августа	Газпром угрожает повысить цены на газ для Северстали в 2005; эффект на себестоимость менее 1%. Глава правления Газпрома Алексей Миллер проинформировал председателя совета директоров Северстали Алексея Мордашова о том, Газпром может перестать поставлять газ Северстали по регулируемым ценам в следующем году. Данное заявление является новым шагом Газпрома, нацеленным на то, чтобы вынудить Северсталь и прочие металлургические компании снизить темпы роста цен на металлы, так как возросшие цены препятствуют программе капитальных вложений Газпрома. Если Газпром увеличит цену газа на 25% (к уровню рыночных цен на газ), то это приведет к росту себестоимости выпуска Северстали примерно на \$20 млн, или 1% от себестоимости Северстали в 2005П. Доля газа в себестоимости Северстали (неконсолидированные данные) может возрасти на 1 п.п. с 3,7% до 4,7% в 2005П. Мы полагаем, что такой рост не был бы значительным для Северстали. Более того, мы ожидаем, что цены на металлы скорректируются во втором полугодии, и Газпром не изменит свою политику поставок Северстали.
6 августа	Совет директоров Северстали рекомендовал акционерам одобрить промежуточные дивиденды за 2Кв04 в размере 100 руб. (\$3,42) за акцию, или всего \$77 млн. Доходность к погашению составила 2,2%. Ранее Северсталь выплатила 42 руб. (\$1,5) за акцию за 1Кв04 (\$32 млн). Коэффициент выплаты дивидендов за 2Кв04 основанный на РСБУ составил 20%, аналогично 21% за 1Кв04. Дата составления списка владельцев акций Северстали — 5 августа, и соответствующее общее собрание акционеров пройдет 14 сентября. Мы ожидаем, что чистая прибыль Северстали в этом году достигнет \$849 млн (IAS), что подразумевает выплату дивидендов на уровне \$200-210 млн. Мы ожидаем, что компания распределит дополнительные \$100 млн в качестве дивидендов во 2П04

Источник: оценки Альфа-Банка

Машиностроение

**Максим Матвеев CFA, (7 095) 795-3736,
Павел Соколов, (7 095) 795-3735**

ОМЗ заполняет вакансии в своем руководстве

В августе ОМЗ сделали ещё шаг к становлению самостоятельной компании (после ее «развода» с «Силовыми машинами») и внесли коррективы в руководство компании и в свою стратегию развития. ОМЗ заполняют вакансии, появившиеся после ухода из ОМЗ руководителей «Силовых машин». Сергей Липский, работавший в должности исполнительного директора ОМЗ, был назначен и.о. генерального директора, а в конце августа Сергей Филатов занял пост зам. генерального директора по финансам. Ранее он работал финансовым директором в «РусПромАвто» и, по всей вероятности, начнет свою деятельность с реорганизации программы долговых обязательств ОМЗ.

После двух собраний акционеров (9 и 24 августа) у компании появился новый совет директоров из 9 человек. Представители менеджмента получили в совете большинство: 5 директоров являются в настоящее время



ОМЗ снизят к концу года уровень долга до 5,5 Доле/ЕБИТДА

мя членами исполнительного руководства ОМЗ, 3 независимых директора и один — представляет интересы «Газфонда» (акционера, имеющего около 15% акций ОМЗ). Хотя такое распределение мест в совете директоров означает шаг назад в корпоративном управлении, компания обещает увеличить число независимых директоров в сентябре.

В соответствии с планами, ставшими известными в середине августа от руководства ОМЗ, компания намерена сократить к концу текущего года общую сумму долга, составлявшую по состоянию на 1 июля 2004 г. около \$262 млн, до \$220 млн, а затем к концу 2005 г. до \$170-190 млн. Руководство планирует поддерживать текущий уровень долга по публично предлагаемым ценным бумагам (\$65 млн в кредитных нотах и \$31 млн в облигациях) и снижать заимствования от банков путем завершения крупных экспортных контрактов, перераспределения неосновных активов, снижения расходов и оптимизации оборотных средств.

В настоящее время основная производственная деятельность ОМЗ поделена на 4 крупных направления: оборудование для АЭС, производство спецстали, горное оборудование и оказание производственных услуг. Помимо этой продукции ОМЗ планирует также оказать вспомогательные услуги на сумму примерно \$15-20 млн. Мы не думаем, что компания может столкнуться с большими трудностями по обслуживанию долга. Тем не менее, мы полагаем, что реализация планов по взаимодействию между ОМЗ и Шкодой послужит для компании главным катализатором в ближайшем будущем.

Объединённые Машиностроительные Заводы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	546	612	690	703
ЕБИТДА, млн. \$	57	57	54	50
Чистая прибыль, млн. \$	23	-83	19	19
P/E	7,0	N/3	8,6	8,4
EV/ЕБИТДА	5,4	5,3	5,7	6,1
Капитализация, млн. \$	159			
EV, млн. \$	304			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-Банка

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Позиция монополиста на российском рынке машиностроения; 65% рынка бурового, 90% горнодобывающего оборудования Рост ликвидности акций вследствие выпуска АДР 1-ого уровня
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкая рентабельность (норма чистой прибыли в 2003 — 4%) Стоимость компании подорвана неудачей в слиянии с Сильными Машинами
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Развитие основного бизнеса в результате реструктуризации, инвестиции в 2003-2008 гг. — 210 млн.долл. Приобретения усилят сегмент оборудования для АЭС
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность Снижение цен на нефть ниже \$15 заставит нефтяные компании снизить капитальные затраты

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 92. Основные события

Дата	Событие
2 августа	<p>Сильные Машины и ОМЗ официально прекратили слияние; Сергей Липский станет новым гендиректором компании.</p> <p>Сильные Машины (СМ) официально вышли из сделки по слиянию с ОМЗ. Компании заявляют, что никаких отступных не будет, так как у них «нет никаких претензий друг к другу». В прошлом месяце акционеры СМ не приняли участие в размещении акций ОМЗ, и поэтому разворот сделки предполагает только изменения в руководстве компании. Исполнительный директор ОМЗ Сергей Липский был назначен исполняющим обязанности генерального директора компании. Окончательные изменения в совете директоров и менеджменте компании будут объявлены после второй попытки провести годовое собрание акционеров, которое назначено на 9 августа.</p> <p>Отдельной новостью, Сильные Машины опубликовали основные цифры из отчётности за 1П04 по РСБУ. Так как компания завершила консолидацию только в январе 2004 г., она не предоставила сравнительных цифр за 1П03. Выручка в 1П04 достигла \$218 млн., тогда как операционная и чистая прибыли составили \$26 млн и \$12 млн (что подразумевает нормы прибыльности 12% и 5%). Для сравнения, наша модель, основанная на отчётности по МСФО, предусматривает нормы операционной и чистой прибыльности за весь 2004 г. 15% и 9%, соответственно.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Пищевая промышленность и розничная торговля

Александр Свинов, (7 095) 795-3745

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ Вимм-Билль-Данн

Илл. 93. Ключевые финансовые индикаторы				
На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	825	938	1114	1248
EBITDA, млн. \$	84	80	91	117
Чистая прибыль, млн. \$	36	21	23	37
P/E	16,2	27,5	25,1	15,5
EV/EBITDA	6,9	7,3	6,4	5,0
Капитализация, млн. \$	581			
EV, млн. \$	581			
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

- Выход на новые ниши (бутилированная вода, сыр) увеличит продажи
- 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

Балтика

Илл. 95. Ключевые финансовые индикаторы				
На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	737	829	896	940
EBITDA, млн. \$	227	229	251	266
Чистая прибыль, млн. \$	123	122	137	147
P/E	11,8	11,9	10,7	9,9
EV/EBITDA	6,7	6,6	6,1	5,7
Капитализация, млн. \$	1459			
EV, млн. \$	1523			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 96. 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 дистрибуторской сети
- Низкая ликвидность и незначительный объем акций в свободном обращении

Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю

Илл. 97. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	612	869	989	1071
EBITDA, млн. \$	114	149	166	162
Чистая прибыль, млн. \$	24	41	56	48
P/E	15,1	9,0	6,5	7,6
EV/EBITDA	5,4	4,1	3,7	3,8
Капитализация, млн. \$	364			
EV, млн. \$	612			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 98. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

Возможности

- Новые формы упаковки и новые сорта пива увеличат долю рынка

Угрозы

- Рост конкуренции и замедление рынка будут негативно влиять на денежные потоки компании

Источники: оценки Альфа-Банка

КОСМЕТИКА Концерн Калина

Илл. 99. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	157	195	224	255
EBITDA, млн. \$	23	25	30	35
Чистая прибыль, млн. \$	14	16	20	23
P/E	10,7	9,4	7,7	6,5
EV/EBITDA	7,7	6,6	5,1	4,3
Капитализация, млн. \$	151			
EV, млн. \$	176			
Кол-во акций, млн.	8,4			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 100. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Ведущий российский производитель косметики с портфелем сильных брэндов
- Налаженная сбытовая сеть и система позиционирования товаров в магазинах
- Высокая норма прибыли по EBITDA — 16%

Слабые стороны

- Высокая доля небрэндованных продуктов

Возможности

- Увеличить долю рынка в сегментах кремов и зубных паст
- Занять долю рынка мелких российских игроков

Угрозы

- Сильная конкуренция с международными производителями

Источники: оценки Альфа-Банка

Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

Прибыль по МСФО за 2003 г. составила всего \$473 млн

Чистая прибыль Сбербанка за 2003 по МСФО оказалась вдвое меньше, чем мы ожидали — \$473 млн, наш прогноз — \$1,1 млрд — и на 51% ниже аналогичного показателя за прошлый год (\$960 млн). Основная причина такого, казалось бы, плачевного результата — 24%-ное по сравнению с 2002 г. сокращение поступлений от операций с облигациями. В то же время по РСБУ прибыль банка, наоборот, выросла на 31%. Такое расхождение в финансовых результатах имеет свое причиной различия в учете операций с еврооблигациями. В 2003 г. Сбербанк продал еврооблигации Минфина с погашением в 2005 г. на \$586 млн, и эта сумма была полностью отражена в отчетности по РСБУ и — лишь частично — в отчете по МСФО, т.к. в последнем она учитывается по рыночной цене за предшествующие периоды.

Илл. 101. Основные показатели Сбербанка по МСФО за 2002-2003 гг., млн \$

	2002	2003	Изменение, год-к-году, %
Процентные доходы	2 982,8	3 485,1	16,8
Выручка от операций с облигациями	1 157,5	878,5	-24,1
Процентные расходы	1 848,0	2 704,3	46,3
Непроцентные доходы	2 292,4	1 659,3	-27,6
Комиссионный доход	517,6	728,4	40,7
Расходы на персонал	1 367,6	1 704,4	24,6
Чистая прибыль	960,4	473,1	-50,7

Источники: Сбербанк, оценка Альфа-Банка

Процентная маржа уже начала расти

Несмотря на то, что результаты Сбербанка разочаровали рынок, мы полагаем, что в настоящее время есть основания надеяться на рост биржевых котировок Сбербанка. Прежде всего, в российском банковском секторе начинается повышение процентных ставок. Так, средняя ставка по однодневным кредитам держится на уровне 5% по сравнению с 1% в начале текущего года. Подорожали и «длинные» деньги — на 2-4 п.п. По данным руководства Сбербанка, снизившись в 1-м полугодии 2003 г. на 3,2%, процентная маржа затем выросла на 0,5% в 1-м полугодии 2004 г. и будет продолжать расти до конца текущего года.

Комиссионный доход банка в 2004 г. увеличится на \$200 млн

Кроме того, только за счет введения платы за некоторые виды платежей для бюджетных организаций доходы Сбербанка вырастут в 2004 г. предположительно на \$200 млн. Мы считаем, что эта мера позитивно скажется на прогнозе по прибыли банка.

С учетом указанных выше факторов мы сохраняем расчетную цену по обыкновенным акциям Сбербанка (\$520) и рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Сбербанк

Илл. 102. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Активы, млн. \$	50 170	67 453	75 983	84 870
Чистая прибыль, млн. \$	960	1 152	1 136	1 127
P/E	7,8	6,5	6,6	6,6
Капитализация, млн. \$	7 678			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 103. 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 подорвать монополию на вклады пенсионеров
- Страхование депозитов увеличит стоимость их обслуживания на 10%

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 104. Основные события

Дата	Событие
2 августа	<p>Сбербанк потеряет государственную гарантию по депозитам, открытым с 1 октября, так как Дума пересмотрела закон о страховании депозитов.</p> <p>Закон о страховании депозитов, утверждённый в декабре 2003 г., уже поправляют, чтобы изменить статус Сбербанка. Согласно первоначальной версии, Сбербанк мог пользоваться государственной гарантией до 2007 г., однако в новой версии, она не будет распространяться на вклады, открытые с 1 октября этого года.</p> <p>Эта мера определённо устранил различие статуса государственного и частного банков в отношении розничных клиентов и, скорее всего, предоставит частным банкам больше шансов увеличить рыночную долю. Однако, учитывая, что депозиты более года составляют в Сбербанке около 23% от общего объема розничного привлечения, многие его клиенты сохранят право на госгарантию до 2007 года. Мы сохраняем наше мнение, что доля Сбербанка на рынке розничных депозитов увеличится с текущих 63% до 68% на конец года. Основное влияние устранения госгарантии заключается в том, что оно открывает путь для устранения прочих специфических социальных функций, которые на данный момент предоставляет Сбербанк. В частности, Сбербанк выдаёт пенсии примерно 25% российских пенсионеров, а также проводит социальные платежи на сумму \$1 млрд. в год. Социальная миссия Сбербанка — основная причина его крупной доли на розничном рынке, но с устранением государственных гарантий, эта несправедливая ситуация в будущем будет пересмотрена.</p>
5 сентября	<p>Результаты Сбербанка за 1П04: рост прибыли на 25%; затраты на персонал снизились на 16% во 2Кв04, норма чистой прибыли не изменилась.</p> <p>Сбербанк опубликовал результаты за 1П04. Хотя часть выручки от вложений с фиксированной ставкой была получена благодаря дополнительной продаже облигаций Минфин-05, мы приветствуем снижение затрат на персонал на 16% кв-к-кв в 2Кв04.</p> <p>Второй квартал этого года принёс хорошие новости. Во-первых, Сбербанку удалось снизить стоимость финансирования с 6,4% до 5,4%. Это позволило банку сохранить прибыльность практически неизменной, на уровне 6,4%. Мы ожидаем, что Сбербанк сможет сдержать рост стоимости финансирования на текущем уровне, тогда как процентные доходы, как мы ожидаем, вырастут во второй половине года, что отразит рост процентных ставок в российской экономике.</p> <p>В целом, мы полагаем, что рыночные условия становятся всё более благоприятными для Сбербанка после недавнего банковского кризиса. Тогда как менеджмент до сих пор медленно внедряет контроль за издержками, результаты 2Кв02 показывают, что снижение затрат приобретает приоритет. Тогда как рынок теперь скептически оценивает перспективы Сбербанка, так как потенциал прибыли от вложений с фиксированной доходностью снижается с продажей облигаций Минфин-05, мы полагаем, что \$200 млн. дополнительного дохода от услуг, ожидаемого в 2004 г., и рост процентных доходов скомпенсируют это снижение.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

**Рынок облигаций**

Валентина Крылова, (7 095) 795-3742
Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

***Котировки облигаций
российского
суверенного долга
выросли в августе на
1-3,5% вслед за КО
США***

Рост цен преобладал на российском долговом рынке в течение всего августа, и главной движущей силой для этого роста стало понижение доходности КО США. В частности, доходность к погашению 10-летних КО упала на 30 б.п. (до 4,2% годовых) под влиянием благоприятных для долгового рынка макроэкономических показателей США. Низкий уровень инфляции в сочетании с нестабильностью экономического роста (рынок труда и потребительский спрос были вялыми) убедили инвесторов в том, что ФРС США может оставить официальные ставки без изменения на одной из своих ближайших встреч. Комментарии официальных представителей ФРС США спровоцировали лишь краткосрочное понижение цен на мировом долговом рынке. В частности, было заявлено, что причиной более медленных темпов восстановления рынка труда является в большей степени существенный рост цен на энергоносители. Более того, «экономика находится в состоянии готовности для возобновления более быстрых темпов дальнейшего роста». Однако новая порция благоприятных для долгового рынка макроэкономических данных привело к возобновлению ценового роста по всему спектру облигаций.

***Фундаментальные
показатели
российского долга
остаются
благоприятными, что
будет
способствовать
сокращению спреда по
отношению к КО США***

Несмотря на нестабильность вокруг некоторых крупных компаний, фундаментальные показатели российского долга остаются благоприятными. Рекордно высокие цены на нефть подпитывают стабилизационный фонд, который, как предполагается, достигнет к концу текущего года 574 млрд. руб. (~\$19,5 млрд.). Этот резерв поможет России воздержаться от выпуска в 2005 г. еврооблигаций (проект бюджета предусматривает заимствования в размере \$2,5 млрд. в виде еврооблигаций). Кроме того, многие инвесторы полагают, что агентство Fitch или S&P повысит рейтинг российских суверенных долгов до инвестиционного уровня. Таким образом, мы ожидаем преобладания восходящего ценового тренда на российском рынке при условии благоприятных для долга данных по числу новых рабочих мест в экономике США. Прогнозируется увеличение на 150 тыс. мест в августе, поэтому более низкие данные способны вызвать рост котировок по всему спектру облигаций.

***Инвесторы ожидают
смягчения политики
от следующей
встречи Комитета по
открытому рынку
ФРС***

Результаты встречи Комитета, запланированной на 21 сентября, повлияют на мировой долговой рынок. Целый ряд слабых макроэкономических показателей США позволяет рассчитывать, что ФРС может воздержаться от повышения официальных ставок. Если Комитет подтвердит свое мнение, прозвучавшее на предыдущей встрече, о том, что экономика США находится в стадии устойчивого роста, то на долговом рынке начнется фиксация прибыли. В этом случае, российские суверенные еврооблигации могут вернуться на уровень начала августа.

Илл. 105. Основные события

Дата	Событие
5 августа	Европейский Центробанк сохранил свою базовую ставку без изменения на уровне 2%. Это решение всеми ожидалось и, следовательно, не повлияло на рынок облигаций.
6 августа	В июле в экономике США было создано 32 тыс. новых рабочих мест, в то время как эксперты ожидали увеличение на 240 тыс. Низкие показатели роста на рынке труда в США позволяют надеяться на то, что официальные ставки ФРС США останутся без изменения на одной из ближайших встреч Комитета. Улучшившийся настрой привел к повышению цен облигаций. В частности, котировки российских суверенных долгов выросли 6 августа на 0,5-1,5%.
10 августа	Комитет по открытому рынку ФРС США повысил ставку на 25 б.п. до 1,25%, как и ожидалось. Однако комментарии официальных представителей разочаровали инвесторов. Комитет полагает, что замедление темпов улучшения рынка труда является в большой степени результатом существенного роста цен на энергоносители. Представитель Комитета заявил также, что "экономика находится в состоянии готовности для возобновления более быстрых темпов дальнейшего роста". Эти заявления снизили вероятность того, что официальные ставки останутся без изменения на одной из ближайших встреч ФРС США и спровоцировали продажу по всему спектру облигаций.
10 августа	Банк «Российский стандарт» планирует осуществить выпуск еврооблигаций в сентябре. Банки ING и Dresdner Kleinwort Wasserstein выступают в роли лид-менеджеров.
11-12 августа	Успешное размещение 5- и 10-летних обязательств Казначейства США успокоило инвесторов. Оба выпуска привлекли большой спрос, в том числе со стороны иностранных инвесторов. Хорошие результаты аукциона в сочетании с невысокими показателями инфляции нейтрализовали негативные последствия от встречи ФРС США.
16 августа	Уго Чавес выиграл референдум о доверии и останется на посту президента. Результаты референдума были признаны действительными и положили конец наблюдавшейся в последнее время в Венесуэле политической нестабильности.
16 августа	Fitch повысило рейтинг Росбанка на долгосрочные заимствования с В-до В.
17 августа	S&P повысило суверенный рейтинг Турции с В+ до ВВ-. Это поддержало цены облигаций на развивающихся рынках.
18 августа	Центральный банк Бразилии сохранил ставку Selic без изменения на уровне 16%. Это решение ожидалось и не повлияло на котировки облигаций.
18 августа	Зам. председателя Комитета по промышленности Госдумы подал официальную жалобу в соответствующие органы относительно приобретения иностранцами в собственность местных акций Газпрома через «серые схемы». Эта новость обеспокоила инвесторов и привела к продаже российских еврооблигаций. Однако обнадеживающие заявления от представителей Газпрома и руководителя ФКЦБ Олега Вьюгина успокоили инвесторов.
23 августа	Правительство РФ заявило о намерении воздержаться от выпуска еврооблигаций в 2005 г., что поддержало российский долг.

Источник: оценки Альфа-Банка



Илл. 106. Динамика валютных облигаций на 31 августа 2004 г.

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению	Текущая доходность	Дюрация	Спред к безрисковой ставке
			%	%	%	кол-во лет	бп
Еврооблигации							
Евро-05	7/24/05	104,81	-0,30	3,2	8,35	0,87	126,47
Евро-07	6/26/07	113,69	1,28	4,7	8,80	2,50	215,10
Евро-10	3/31/10	109,25	1,63	5,3	7,55	3,12	246,48
Евро-18	7/24/18	130,50	3,26	7,4	8,43	8,15	334,12
Евро-28	6/24/28	151,69	4,61	7,9	8,41	10,11	354,73
Евро-30	3/31/30	95,88	4,57	7,2	5,22	8,48	303,73
Облигации Минфина							
Минфин 5	5/14/08	90,00	2,27	6,1	3,33	3,51	317,47
Минфин 6	5/14/06	97,38	0,52	4,7	3,08	1,67	236,81
Минфин 7	5/14/11	78,25	3,64	7,2	3,83	6,02	359,09
Минфин 8	11/14/07	93,00	0,61	5,8	3,23	2,59	316,20
Муниципальные облигации							
Москва-04	10/25/04	100,82	-0,42	4,2	10,17	0,14	208,95
Москва-06	4/28/06	109,70	0,44	4,7	9,98	1,56	236,67
Ниж. Новгород	4/3/05	100,00	0,00	8,6	8,75	0,16	706,28
Банковский сектор							
Альфа-Банк	11/19/05	104,30	2,76	7,0	10,31	1,14	489,90
Внешторгбанк-08	12/11/08	101,39	2,28	6,5	6,78	3,72	348,81
Газпромбанк-05	10/4/05	105,31	0,10	4,6	9,26	1,00	241,98
Газпромбанк-08	10/30/08	99,58	2,39	7,4	7,28	3,58	440,92
Зенит	6/12/06	100,65	0,00	8,8	9,19	1,65	655,71
МДМ-Банк	12/16/05	102,66	1,64	8,5	10,47	1,21	640,25
НИКойл	3/19/07	97,00	0,64	10,4	9,28	2,23	787,11
НОМОС-банк	2/13/07	98,25	3,42	9,9	9,29	2,23	744,76
Петрокоммерц	2/9/07	99,35	1,12	9,3	9,06	2,23	680,53
Русский стандарт-05	5/28/05	102,50	0,19	7,4	10,73	2,32	551,81
Сбербанк	10/24/06	99,23	0,71	N/A	2,89	N/A	N/A
Уралсиб	7/6/06	99,58	2,39	9,1	8,91	1,72	681,25
Нефтегазовый сектор							
Газпром-07	4/25/07	108,46	1,38	5,6	8,41	2,35	309,43
Газпром-09	10/21/09	115,27	2,50	6,9	9,11	4,04	379,78
Газпром-10	9/27/10	104,30	3,35	6,9	7,48	4,75	357,42
Газпром-13	3/1/13	108,84	4,31	8,2	8,84	6,10	452,17
Роснефть	11/20/06	114,25	0,92	5,8	11,16	1,95	339,01
Сибнефть-07	2/13/07	106,75	2,81	8,4	10,77	2,20	590,00
Сибнефть-09	1/15/09	104,84	2,78	9,4	10,25	3,57	641,26
ТНК	11/6/07	111,59	1,93	6,9	9,86	2,71	420,71
Телекоммуникационный сектор							
АФК Система-08	4/14/08	103,68	2,78	9,0	9,89	3,01	626,30
АФК Система-11	1/28/11	98,92	2,26	9,1	8,97	4,97	571,07
Вымпелком	4/26/05	104,03	0,04	4,1	10,05	0,62	220,22
МТС-04	12/21/04	101,80	-0,54	4,8	10,76	0,30	312,09
МТС-08	1/30/08	106,14	2,16	7,7	9,19	2,97	491,20
МТС-10	10/14/10	99,35	4,99	8,5	8,43	4,75	517,19
Металлургический сектор							
Евразхолдинг-06	9/25/06	100,50	1,53	8,6	8,83	1,86	624,00
ММК-05	2/18/05	102,25	0,44	4,7	9,78	0,46	260,62
ММК-08	10/21/08	98,76	2,58	8,4	8,10	3,49	542,78
Северсталь-09	2/24/09	96,50	3,49	9,6	8,94	3,78	657,82
Другие							
Алроса	5/6/08	99,40	0,91	8,3	8,17	3,17	549,37
Вимм-Билль-Данн	5/21/08	95,30	1,93	10,0	8,92	3,17	721,74

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка



Индекс РТС: тестируя 6-месячную скользящую среднюю

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

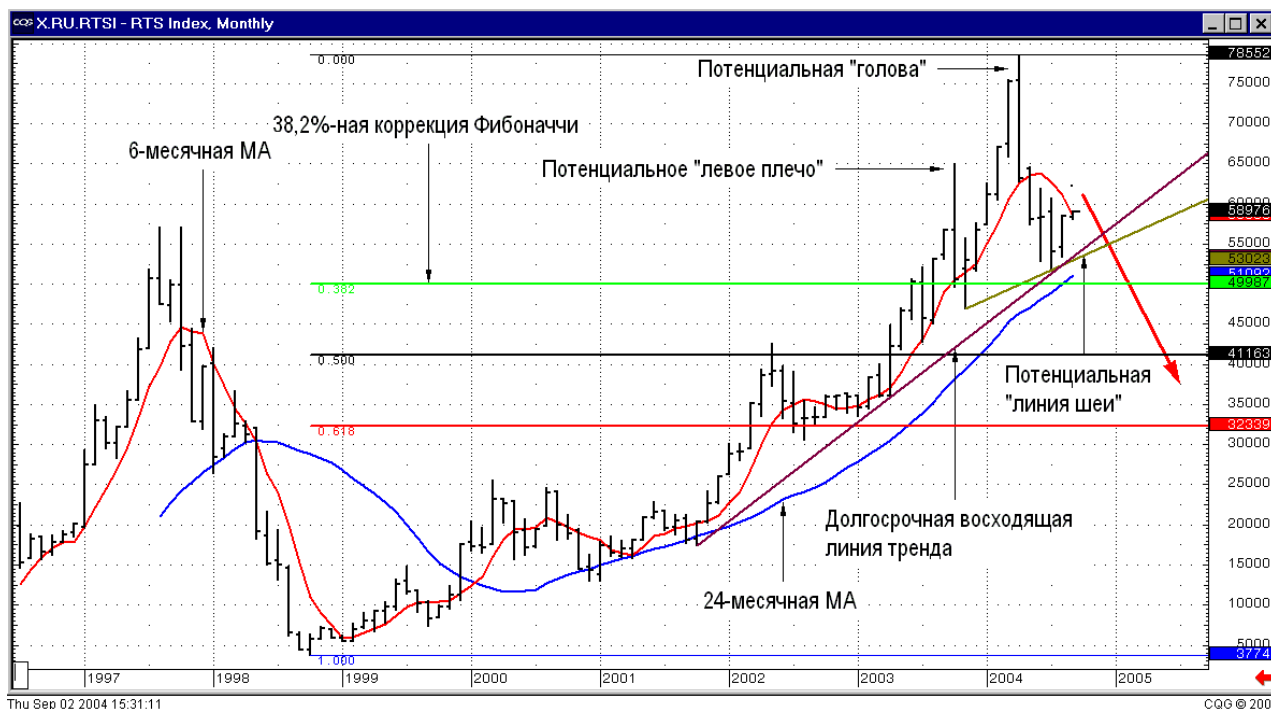
Илл. 107. Индекс РТС — основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1-31 августа				
		Краткосрочный	Долгосрочный									
РТС	ЗАКРЫВАТЬ ЛОНГ	585-620	Бычий	Нейтральный	R4	620.29	38.2% FiboR	S1	550.33	Линия тренда	OP	546.22
					R3	618.23	26-недельная MA	S2	530.23	Линия шеи	HI	584.65
					R2	586.78	Линия тренда	S3	518.15	Минимум 28.07.04	LO	533.25
					R1	584.95	6-месячная MA	S4	499.85	38.2% FiboR	CL	584.65

Источник: оценка Альфа-Банка

- Как мы и ожидали, в августе индекс РТС «отскочил» к 6-месячной скользящей средней.
- На наш взгляд, весьма вероятно, что индекс РТС возобновит падение либо от этого уровня сопротивления, либо немного выше — от 620, что может завершить формирование «правого плеча» в потенциальной модели перелома тенденции «голова и плечи»
- В этом случае, на среднесрочном горизонте, индекс РТС будет иметь хорошие шансы прорвать вниз потенциальную «линию шеи» на уровне 530, что, в свою очередь, может вызвать глубокое падение к 323-411 после краткосрочной консолидации около 500
- По этой причине мы советуем нашим инвесторам **ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** в диапазоне 585-620, используя текущее оживление на рынке

Илл. 108. Индекс РТС — Технические месячные характеристики, по состоянию на 2 сентября 2004 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

Классический технический анализ

Мы ожидаем, что индекс РТС возобновит понижение от уровня 585-620 в сентябре

Как мы и ожидали, в августе индекс РТС (см. Илл. 108) достиг понижающуюся 6-месячную скользящую среднюю, но не смог преодолеть этот уровень сопротивления. Текущее значение индекса РТС остается лишь немного выше максимума 1997 г. (571,66), который естественно, сейчас уже является уровнем поддержки. Сама 6-месячная скользящая средняя

линия на Илл. 2 продолжает понижаться. Поэтому мы полагаем, что индекс РТС может возобновить падение как от текущего уровня сопротивления, который он в настоящее время тестирует, так и от любого уровня сопротивления, расположенного немного выше, например, от 620 пунктов. Если это действительно произойдет, то формирование правого плеча потенциальной модели перелома тенденции «голова и плечи» будет завершено.

Осенью на РТС возможно завершение формирования крупной модели перелома тенденции на вершине «голова и плечи»

При таком развитии событий, в среднесрочном плане, индекс РТС будет иметь хорошие шансы «прорвать» вниз потенциальную «линию шеи» на Илл. 2, текущее значение которой равно 530. Такой прорыв вниз мог бы послужить триггером для крупномасштабной продажи российских акций и вызвать глубокое падение индекса РТС внутрь коридора 323-411 после краткосрочной консолидации вблизи 500. Вблизи отметки 500 сейчас одновременно расположены: уровень 38,2%-ной коррекции Фибоначчи на движение вверх от исторического минимума (37,74) до исторического максимума (785,52) и 24-месячная скользящая средняя линия (510).

Конечно, указанный выше пессимистический сценарий может и не реализоваться, если индекс РТС так и останется выше 530, но мы обязаны предупредить наших клиентов даже о теоретической возможности такого исхода.

Краткосрочный тренд и циклы

Краткосрочный тренд на РТС все еще бычий

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 109 достаточно давно миновала свое локальное «дно» и в настоящий момент продолжает расти. Это указывает на то, что краткосрочный господствующий тренд на РТС стал восходящий. Одновременно с этим быстрая адаптивная линия (ATL) тренда несколько дней назад тоже прошла свое локальное «дно», расположенное выше медленной адаптивной линии тренда, и в настоящее время прогрессирует. Это указывает на фазу роста краткосрочного цикла на фоне бычьего тренда. Дополнительным классическим бычьим сигналом является тот факт, что «быстрая» адаптивная скользящая средняя пересекла свой более «медленный» аналог снизу вверх.

Быстрый момент уже приблизился к своему локальному максимуму

Медленный момент в средней части Илл. 109, в конце — концов, достиг области положительных значений, продолжая медленно повышаться. Это прямо подтверждает возвращение краткосрочного «бычьего» тренда на РТС. Однако быстрый момент уже приблизился к своему локальному максимуму на позитивной территории, что увеличивает шансы, по крайней мере, начала технической коррекции в сторону понижения на РТС в течение последующих нескольких дней. Наш опыт указывает на то, что в ходе этой ожидаемой коррекции индекс РТС понизится до значений, расположенных между «медленной» и «быстрой» адаптивными скользящими средними.

Краткосрочный CWC достиг «гребня» в сильно перекупленной области выше уровня плюс два «сигма»

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 109 второй раз возобновил рост от нулевой отметки. В настоящий момент он уже приблизился к своему локальному «гребню» в сильно перекупленной области выше плюс два «сигма». На наш взгляд, более важным является тот факт, что локальный максимум краткосрочного рыночного цикла сопровождается заметным понижением его волатильности. Это значит, что вскоре мы должны ожидать начало сильного движения на РТС. Учитывая сильную локальную перекупленность рынка, это движение с большой долей вероятности может быть направлено вниз по стрелке.

Илл. 109. Индекс РТС — Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 2 сентября 2004 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд на РТС стал нейтральным или боковым

Долгосрочный тренд на РТС стал нейтральным, так как медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 110 уже достигла своего «дна» и начала двигаться вбок. Быстрая адаптивная линия тренда (АТЛ) также прошла свое локальное «дно» и в настоящий момент растет, находясь выше медленной адаптивной линии тренда (АТЛ), что подтверждает наличие краткосрочного бычьего тренда на РТС. Однако до глобального разворота долгосрочной тенденции в сторону повышения на РТС еще очень далеко, так как и медленная адаптивная скользящая средняя линия (АМА) и быстрая АМА остаются направленными вниз. Этот факт, безусловно, является долгосрочным медвежьим сигналом и увеличивает шансы успешного завершения модели «голова и плечи» на вершине.

Индикатор медленного момента прошел свой локальный минимум и возобновил рост

Индикатор медленного момента в средней части Илл. 110 сформировал свой локальный минимум в области отрицательных значений и возобновил рост, что само по себе уже подтверждает, по крайней мере, замедление долгосрочной нисходящей тенденции, а с учетом динамики медленной АТЛ (см. выше) — установление нейтрального тренда на рынке.

Долгосрочный CWC уже достиг перекупленной области после возобновления роста от нулевой отметки

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) продолжил фазу роста, оттолкнувшись от нулевой отметки после завершения непродолжительной консолидации. К моменту написания данного технического обзора, этот цикл уже успел достичь умеренно перекупленной области, расположенной между уровнями плюс «сигма» и плюс два «сигма», не демонстрируя, впрочем, при этом признаков замедления роста. Мы ожидаем, что

долгосрочный цикл сформирует свой «гребень» и возобновит снижение через одну-две недели, и оцениваем потенциал падения за счет долгосрочного CWC в 100 базисных пунктов, который частично будет компенсироваться растущей медленной ATL.

Илл. 110. Индекс РТС — Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 1 сентября 2004 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Уровни поддержки и сопротивления

Ключевой уровень сопротивления на РТС равен 584-586

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС даны на Илл. 107 и Илл. 108. Ключевой уровень сопротивления сейчас расположен на уровне 584-586. Ключевой уровень поддержки равен 530. Другой сильный уровень поддержки — 500.

Потенциал роста и падения

Учитывая состояние фондового рынка, мы делаем следующие выводы:

1. Недельные графики на Илл. 110 указывают на то, что долгосрочная тенденция на РТС, определяемая нами по динамике и направлению медленной адаптивной линии тренда (АТЛ), стала нейтральной, а долгосрочный составной волновой цикл (СWC) уже достиг умеренно перекупленной области, пока не демонстрируя замедления темпа своего роста. Краткосрочный тренд остается бычьим.
2. Как мы и ожидали, в августе индекс РТС (см. Илл. 108) «отскочил» вверх к понижающейся шестимесячной скользящей средней, но не смог существенно преодолеть этот уровень сопротивления.