

Август: Новое «заграждение» на рынке?

9 августа 2004 г.

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Новое «заграждение» на рынке?

- Коллапс цены Юкоса стал доминантой рынка в прошедшем месяце.** Цена акции НК упала на 54% в июле. За ней последовала 10%-ная коррекция по акции Норильскому Никелю (из-за опасений об аналогичном расследовании) и аналогичная коррекция по РАО ЕЭС «России» (из-за торможения правительством процесса реформ). Это послужило причиной падения индекса РТС на 7,5%. С 12 апреля, когда индекс РТС находился на историческом максимуме, он снизился на 31%, тогда как с начала года снижение составило 5%. Тем не менее, это неплохой результат по сравнению с динамикой индексов развивающихся рынков и всего мира.
- На текущем уровне рынок учитывает в ценах вероятность потери Юкосом Юганскнефтегаза и доли в Сибнефти.** Любой результат, отличный от этого, будет иметь позитивный эффект на настроение рынка. Однако, исход, который предусматривает потерю стоимости пакетов миноритарных акционеров Юкоса, увеличит премию за риск для стоимости акций и ограничит восстановление рынка в среднесрочном периоде. Критические требования для долгосрочного восстановления следующие: 1) не будет ещё одного «дела Юкоса» и подобного дела о неуплате налогов (например, в добывающей индустрии), 2) пересмотр приватизации будет вестись конструктивно.
- Инвесторы должны также выиграть, если покупка ConocoPhillips доли в ЛУКойле всё-таки произойдёт,** так как 1) размер пакета не сможет, по нашему мнению, предотвратить вероятность ещё одной крупной сделки для другой крупной нефтяной компании – возможно с участием Сибнефти, и 2) сделка будет означать, что компания получила «твёрдые гарантии» от Кремля, и что правительство не встало на путь реваншизма в отрасли.
- Мы полагаем, что инвесторы, пострадавшие от «дела Юкоса», получают возмещение в нескольких сферах.** Цены на нефть – великолепный антидот для корпоративного риска – являются основным фактором. Большинство инвесторов рассматривают возможность нескольких лет присутствия на российском рынке при таком уровне цен на нефть. Наше мнение – *текущие* цены на нефть являются обоснованием для владения акциями сектора, однако, не по очевидной причине (см. «Комментарии по рынку»).

Портфельные рекомендации*

Суверенные облигации	Особенно «длинные». Текущая доходность скорее отражает высокий риск по акциям, чем улучшающееся фискальное положение России.
Корпоративные облигации	«Длинные» выпуски от «безопасных голубых фишек», например, Газпрома и МТС
Северсталь	Потенциал роста 82% и меньший «политический» риск, чем у Норильского Никеля
Региональные телекомы	Высокая отдача от растущих потребительских расходов и существенный потенциал роста (например, Южтелеком +93%; Уралсвязьинформ +69%; Сибирь Телеком +65%)
ВымпелКом	Потенциал роста 47%
Сбербанк	Потенциал роста 37% до «расчётной» цены, несмотря на не очень удачные результаты
ЛУКойл	Потенциал роста 20%, всё больше считается «безопасной» акцией в нефтяном секторе

Примечание: * временной горизонт – 3-6 месяцев

Последние публикации

Сбербанк: положительный прогноз компенсирует слабые показатели по МСФО	<i>Наталья Орлова</i>	30 июля 2004 г.
Обзор привлекательности инвестиций	<i>Крис Уифер</i>	14 июля 2004 г.
УралСИ (2003 г. по МСФО): остается лучшим выбором среди региональных телекомов	<i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	14 июля 2004 г.
Кремниология для инвесторов	<i>Крис Уифер</i>	9 июля 2004 г.
Последние новости по Юкосу: Встречайте холодные новости с холодным сердцем	<i>Мэтью Томас, Анна Бутенко</i>	5 июля 2004 г.
Встреча Путина с ведущими бизнесменами на фоне нерешенных проблем	<i>Крис Уифер</i>	1 июля 2004 г.
МГТС 2003 г. (US GAAP): Игра на консолидации	<i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	28 июня 2004 г.
<i>Если Вас заинтересовала какая-либо из данных публикаций, пожалуйста, дайте нам знать, и мы вышлем Вам ее незамедлительно</i>		

СОДЕРЖАНИЕ:

Комментарии по рынку	3
Свидетельство о «новом заграждении» на фондовом рынке?	3
Почему рынок столь снисходителен?	5
Несколько «второстепенных» факторов.....	8
Динамика и оценка акций	10
Графики.....	13
Экономика и политика.....	15
Новости компаний и отраслей.....	17
Нефть и газ	17
Энергетика	24
Телекомы	26
Металлургия.....	29
Машиностроение	32
Пищевая промышленность и розничная торговля	35
Банковский сектор	37
Рынок облигаций	39
Индекс РТС: тестируя долгосрочную линию тренда.....	42

Комментарии по рынку

Метью Томас (44 20) 7382-4184
Кристофер Уифер, (7095) 103-7322
Анна Бутенко (7 095) 795-3745

Вокруг «дела Юкоса» появилась «изолирующая стена»?

На российском фондовом рынке кажется, появилось новое «заграждение» – столь же заметное, как старое, всем нам известное (мы имеем в виду двойной рынок акций Газпрома, или так называемый “ring fence”). По мере того, как налоговое и политическое давление на Юкос гнуло его все ниже, многие на рынке (включая нас) ожидали увидеть связь между судьбой Юкоса и прогнозом по фондовому рынку в целом. Общий тон высказываний был примерно таков: «Коллапс Юкоса повлечет за собой и обвал российского фондового рынка». Эту связь пессимисты истолковали как повод существенно «облегчить» портфели российских бумаг, тогда как оптимисты продолжали искать момент для входа на рынок, оставляя большую часть других своих российских активов нетронутой.

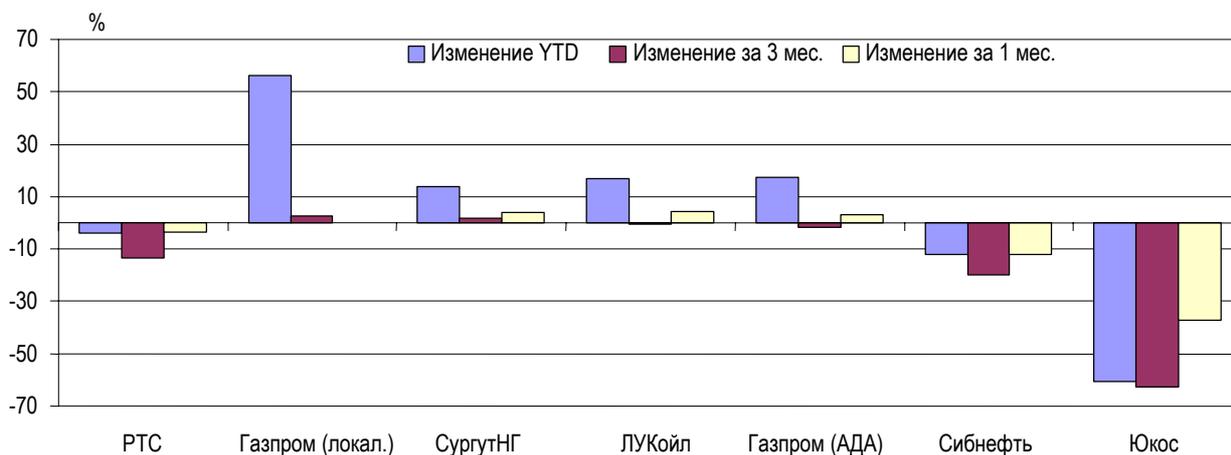
Свидетельство о «новом заграждении» на фондовом рынке?

1. Сравнительная динамика акций

Рынок показал удивительную устойчивость к «делу Юкоса»

В поисках признаков «нового заграждения» на фондовом рынке России нет нужды выходить за пределы котировок «нефтяных» акций. Относительная ценовая динамика (с начала года, за три месяца, за месяц) выявила поразительный разрыв между «благополучными» компаниями (Газпром, СургутНГ, ЛУКОЙЛ), «тонущим» Юкосом – и вызывающей «смешанные» чувства Сибнефтью. На наш взгляд, рынок – чтобы защититься от рисков – выстроил «круговую оборону», и большая часть нефтяных компаний осталась за внешним периметром этой «ограды».

Илл. 1. Сравнительная динамика акций нефтегазового сектора



Источник: оценка Альфа-Банка

Рыночная премия за риск по «безопасным» акциям осталась, в основном, неизменной

Это наблюдение можно истолковать и иначе, а именно, – что премия за риск по акциям наиболее «уязвимых» компаний выросла, тогда как по акциям остальных компаний она мало изменилась.

Илл. 2. Премия за риск по акциям

	Текущая рыночная цена	Премия за риск по акциям, с учетом DCF	Премия за риск по акциям, согласно рыночной оценке
Газпром (АДС)	30,50	5%	5,89%
СургутНГ	0,67	7%	8,05%
ЛУКОЙЛ	26,95	5%	7,61%
Сибнефть	2,50	5%	8,75%
Татнефть	1,13	7%	11,50%

Источник: оценка Альфа-Банка

2. Интерес зарубежных инвесторов к России сохраняется

Кроме «невозмутимости» и оптимизма многих портфельных инвесторов, мы также видим веские подтверждения того факта, что травмирующее влияние дела Юкоса на интерес стратегических инвесторов к России оказалось меньшим, чем изначально опасались.

СопосоPhillips похоже действительно заинтересован в приобретении пакета акций ЛУКОЙла

Это утверждение основано, в первую очередь, на том, что СопосоPhillips, по-видимому, искренне заинтересована в приобретении миноритарного пакета акций ЛУКОЙла. Мы полагаем, что такие предположения по ряду причин более достоверны, чем те, которые весной этого года связывали компанию Total с Сибнефтью. Во-первых, Джеймс Мальва, глава фирмы СопосоPhillips, провел переговоры с рядом представителей правительства (включая Г. Грефа – в июне, и даже В.В. Путина и В. Алекперова – в июле) как раз тогда, когда положение Юкоса ухудшилось. Во-вторых, явный интерес со стороны главы компании, по мнению большинства аналитиков, вызван желанием приобрести миноритарный пакет (для начала, возможно, лишь 7,6% акций). Таким образом, похоже на то, что компания не только готова к приобретению в России на фоне болезненного «дела Юкоса», но и (предположительно) готова приобрести миноритарный пакет.

При цене нефти в \$40/баррель уровень толерантности к величине российского суверенного риска высок – и возрастает

В чем причина? При цене нефти в \$40/баррель и неясных перспективах на Ближнем Востоке уровень толерантности в отношении российского суверенного риска высок – и возрастает. В этих условиях СопосоPhillips, видимо, ищет твердых гарантий со стороны Кремля, предполагая, что их будет достаточно, чтобы счесть уровень российского суверенного риска приемлемым. Если это случится, то отчасти это можно будет объяснить особым характером компании СопосоPhillips. Если глобальным нефтяным гигантам нужны стопроцентные гарантии, чтобы их СЕО рискнули собственной (и фирменной) репутацией, то компании с большими амбициями (или с сомнительными портфелями активов) рассматривают путь в Россию как кратчайшую дорогу к повышению статуса и расширению масштаба.

Впрочем, «дело Юкоса» – не единственная за последний год причина оправданного скептицизма в отношении российского нефтяного сектора. Никогда раньше роль государства в этом секторе не была столь противоречивой. Если абстрагироваться от конкурентных преимуществ, которые может иметь «увеличенная в масштабе» Роснефть, то прочие «регулятивные» и инфраструктурные риски за последний год выросли. Мы уже доказывали, что до наступления большей ясности заключение очередной сделки более вероятно в 2005 г., но никак не в 2004 г. В основе наших сомнений – неопределенность законодательства о недрах, не вполне ясная позиция властей по поводу дальнейших изменений налогообложения, а также противоречивая политика в сфере строительства нефтепроводов.

Ближе к середине 3-го кв. 2004 г. – когда «дело Юкоса» стремительно приближалось к «наихудшему» исходу – регулятивные условия немного улучшились (или хотя бы не ухудшились). Хорошей новостью стало то, что в мае (в «Обращении к Федеральному Собранию») президент Путин внезапно вернул тему строительства нефтепроводов на повестку дня.

Этим он несколько развеял сомнения в приверженности правительства курсу на увеличение экспорта нефти. Более нейтральными оказались подвижки в разработке нового закона «О недрах». В настоящее время Дума готовится принять в сентябре пакет поправок к действующему закону, что позволит улучшить процесс выдачи лицензий, но оставит, вероятно, нерешенными несколько важных вопросов. В то же время не снят с повестки дня ряд внушающих тревогу законопроектов, включая запрет иностранным фирмам иметь – без особого разрешения – более чем 50%-ной доли участия в любом проекте. Налоговая ситуация остается терпимой – так, в августе-сентябре в пользу нефтяного сектора «сработает» 65%-ный кэп (фиксированный максимум процентной ставки) пошлин на экспорт нефтепродуктов (по сравнению с действовавшим недавно 90%-ным кэпом), что позволит сэкономить на экспорте основных нефтепродуктов до \$2/баррель. Тем не менее, все еще неясно, как долго просуществует эта система. Хотя в целом налоговый режим оставляет желать лучшего, высокие цены на нефть (см. ниже) являются хорошим противовесом.

Приход иностранного стратегического инвестора подтвердит существование «твердых гарантий» Кремля

На наш взгляд, твердые гарантии Кремля (касаемо планов в отношении Юкоса и развития нефтяного сектора в целом) могут, оказаться достаточно точными, чтобы привлечь покупателей на долю в ЛУКОЙЛЕ. В таком случае инвесторы, как мы полагаем, получают выигрывать в силу того, что 1) небольшая величина пакета, на наш взгляд, не исключает возможности еще одной крупной сделки с другим нефтяным гигантом, например, на долю в Сибнефти и 2) приход в Россию иностранного стратегического инвестора подтвердил бы существование «твердых гарантий» Кремля и сигнализировал бы рынку о том, что по отношению к нефтяному сектору правительство не встало на путь реваншизма.

Почему рынок столь снисходителен?

Нефть по цене \$40 за баррель!

Цена нефти – мощный противовес росту странового риска

Мы полагаем, что те инвесторы, которых беспокоит дело Юкоса, найдут утешение в других областях, причем главным фактором станет цена на нефть – мощный противовес риску в сфере корпоративного управления. Мы считаем, что инвесторы обоснованно не желают уходить из России при нынешних необычно высоких ценах на нефть. Мало того, многие из них открыто рассуждают о перспективах сохранения нынешних цен на период нескольких ЛЕТ. Вот почему в последнее время нас все чаще просят рассмотреть сценарии «сверхвысоких» цен на нефть. Наше мнение по этому вопросу таково: *текущие* высокие цены на нефть – достаточно обоснованное обоснование инвестиций в сектор, но не по тем причинам, по которым можно было бы ожидать.

Налоговый режим носит еще более «карательный» характер, чем предполагалось...

Налоговый режим: еще более «карательный», чем ожидалось

Во-первых, денежные потоки, ожидаемые нефтяными компаниями даже в случае резкого роста ценовых прогнозов на ближайшие два года, в большинстве случаев окажутся умеренными. Мало того, расчет зависит от предполагаемых пошлин на экспорт нефтепродуктов, которые, в свою очередь, должны претерпеть изменения, хотя на этот раз – к лучшему.

С каждым повышением цены барреля Urals на \$1 (сверх \$25/баррель) государство забирает себе 84% прироста

При нынешнем налоговом режиме повышение нашего базового (2005 г.) ценового сценария на \$15/баррель (до \$40/баррель), по сравнению с нашими текущими оценками, увеличит свободный денежный поток лишь на \$2,40/баррель (т.е. 16% от прироста). Тем не менее, если снижение пошлин на экспорт нефтепродуктов будет иметь долгосрочный характер (начиная с 1 августа 65%-ный кэп – как максимальный процент от пошлин на экспорт сырой нефти – будет действовать в течение двух месяцев), то рентабельность экспорта нефтепродуктов улучшится, что позволит,

производителям «положить в карман», по нашим оценкам, около 23% от любого превышения цены над уровнем в \$25/баррель.

Илл. 3. Воздействие роста цены Urals на \$1/баррель (свыше \$25/баррель)

	Ед. измер.	Экспортные продажи	Продажи на внутреннем рынке	Всего
Рост цены	\$/баррель	1,00	0,42	
Экспортные пошлины *	\$/баррель	0,63	–	
Единый налог на добычу	\$/баррель	0,21	0,21	
Налог на прибыль	\$/баррель	0,04	0,05	
Всего причитается государству	\$/баррель	0,88	0,26	
Нетто поступления компаниям	\$/баррель	0,12	0,16	
Объемы, 2005(Оц.)	млн баррелей	2 433	991	3 423
Причисляется государству	\$ млн	2 131	257	2 388
Причисляется нефтяному сектору	\$ млн	302	154	456
Доля, причитающаяся государству	%	88%	62%	84%

Примечание: предполагается, что пошлины на экспорт нефтепродуктов установлены на уровне 90% от пошлин на экспорт сырой нефти

Источник: оценка Альфа-Банка

Сверхвысокие цены на нефть в 2005-2006 гг. повысят справедливую цену акций лишь на 10-15%

Воздействие сверхвысоких нефтяных цен на оценку справедливой стоимости акций значительное, но по меркам российского рынка не подавляющее. По нашим расчетам: если 2005-2006 гг. окажутся годами высоких цен на нефть (при средней цене URALS \$40/баррель), то при действующем налоговом режиме справедливая цена акций вырастет лишь на 10-12%, тогда как при более низких пошлинах на экспорт нефтепродуктов (65% кэп) она вырастет примерно на 15%.

Есть две ловушки, которые следует избегать. Во-первых, кто-то скажет: экспортные пошлины не платятся с продаж на внутреннем рынке, а это ставит под вопрос утверждение, что правительство присваивает 77-84% от любого увеличения цены. Однако внутренние расчеты могут вводить в заблуждение, так как экспортные пошлины влияют на цены нефти и нефтепродуктов в России НАПРЯМУЮ (за счет снижения чистой экспортной цены). Для целей расчета, увеличение внутренних цен – в частности на нефтепродукты – должно отставать от роста цен на сырую нефть ТОЧНО на величину повышения экспортных пошлин. Во-вторых, соблазнительно предположить, что компании воспользуются ожидаемым «кэпом» пошлины на экспорт нефтепродуктов (в 65% от уровня пошлин на экспорт нефти) путем интенсификации переработки. Однако пределы мощностей «вторичной» нефтепереработки, в сравнении с номинальной мощностью первичной очистки нефти, ограничивают эту возможность, в то время как дополнительный рост транспортных расходов и затрат на переработку нефти «сведет на нет» любую экономию за счет снижения экспортных пошлин.

Итог таков: новые пошлины носят явно «суровый» характер при любой цене выше \$25/баррель, и по нашим расчетам, цены в \$40/баррель в 2005-2006 гг. приведут к росту справедливой цены «голубых фишек» не более чем на 15%, а вероятнее – в диапазоне 10-15%. Т.о., мы относим этот фактор на ТРЕТЬЕ место среди причин, по которым в нынешних условиях следует держать бумаги российских нефтяных компаний.

Вторая по важности причина – перспектива снижения доходности российских облигаций

Вторая по важности причина – перспектива сокращения доходности российских суверенных облигаций. Существенные изменения возможны в случае, если состояние российского бюджета и платежного баланса – в результате поступления непредвиденных нефтяных доходов – вызовет переоценку суверенного рейтинга, что в условиях наплыва внеплановых денег снизит величину безрисковой ставки.

Т.о., воздействие (в течение нескольких лет) поразительно высоких нефтяных цен на справедливую стоимость «голубых фишек» окажется меньшим, чем можно было бы ожидать, но в то же время большим, чем

предполагает простой расчет на базе «свободного денежного потока», поскольку ставки дисконтирования могли бы существенно сократиться. По нашим расчетам, сокращение российского суверенного риска на 120 б.п. обеспечит примерно такой же «потенциал роста» котировок до справедливой цены, как и два года нефтяных цен на уровне \$40/баррель. По нашим оценкам, цена нефти в \$40/баррель обеспечит внеплановые налоговые поступления в объеме свыше \$30 млрд в год (что составит 25-30% федерального бюджета). С учетом этого можно было бы ожидать дальнейшего падения доходности суверенных долгов, которое может не только преумножить, но и перевесить влияние возрастающих денежных потоков на отраслевые стоимостные оценки.

Главный источник потенциального роста котировок – пересмотр долгосрочного прогноза цен на нефть

Наконец, главный источник потенциального роста котировок – пересмотр «нормальных» цен на нефть (в противоположность среднесрочному – на 2004-06 гг. – прогнозу, который большинство аналитиков рассматривает как «аномальный»). Мы полагаем, что в последние три года рынок уже пересмотрел (в сторону повышения) представление о «нормальных» ценах Brent (с \$18/баррель до примерно \$22/баррель). Можно ли предположить, что следующие три года высоких цен приведут к очередному повышению нормативной цены на нефть? Может быть, это уже происходит?

На наш взгляд, сильнейшим долгосрочным аргументом против прогноза «высоких цен на длительный период» служит порождаемая ими крайне высокая доходность капиталовложений (ROCE), которая стимулирует конкуренцию и развитие новых технологий. Однако если считать каждый дополнительный баррель – в силу политической неопределенности – более рискованным, чем раньше, то можно утверждать, что повышение ROCE просто необходимо фирмам, чтобы продолжать инвестировать. Впрочем, череда несбывшихся предостережений о близком «исчерпании мировых запасов нефти» и постоянный технический прогресс делают прогноз «высоких цен на длительный период» более рискованным, чем можно было бы предположить, исходя из текущих рыночных условий.

Даже умеренный рост долгосрочной цены на нефть в большой мере уравнивает рост страновых рисков

Тем не менее, инвесторам следует помнить, что ДАЖЕ при сохранении действующего налогового режима умеренное повышение долгосрочной цены нефти окажет существенное воздействие на стоимостные оценки и в значительной мере уравнивает рост рисков в сфере корпоративного управления. Например, сейчас мы предполагаем долгосрочную цену сорта Brent на уровне \$22/баррель. Приятный сюрприз в том, что каждое увеличение нашей долгосрочной цены на \$1 (до уровня \$25/баррель) уравнивается повышением премии за риск по акциям на 100 б.п. Если цена в \$40/баррель приведет к еще одной переоценке (в сторону повышения) долгосрочных цен на нефть (скажем, с \$22/баррель сорта Brent до \$25/баррель), то оптимистично настроенные инвесторы смогут утверждать, что справедливая стоимость выросла на 26-28%, тогда как более осторожные будут готовы принять рост премии за риск по акциям на 300 б.п. – без негативного воздействия на котировки.

Илл. 4. Прогноз «нормативной» цены сорта Brent – и уравнивающий ее рост премии за риск по акциям

	Премия за риск по акциям	Цена сорта Brent
Базовый сценарий	5,0%	22,0
	5,5%	22,5
	6,0%	23,0
	6,5%	23,5
	7,0%	24,0
	7,5%	24,5
	8,0%	25,1

Источник: оценка Альфа-Банка

Смысл наших рассуждений не в том, что инвесторам следует – с учетом повышения долгосрочных цен на нефть – принять более «агрессивную» позицию в отношении котировок. Скорее мы полагаем, что инвесторы,

доверяющие прогнозу «высоких цен на длительный период», должны учесть, что потенциал роста накапливается, в первую очередь, по итогам долгосрочных рыночных переоценок прежних прогнозов, гораздо меньше – в результате снижения безрисковой ставки, и лишь в последнюю очередь – благодаря дополнительным корпоративным прибылям, созданным двумя-тремя годами высоких нефтяных цен.

Несколько «второстепенных» факторов...

Помимо нефтяных цен, есть еще ряд доводов, подтверждающих наличие «ограждения» на российском фондовом рынке. Этот ряд предполагает:

Нежданно позитивный исход «дела Юкоса» может вызвать ралли его акций

- **Нежданно позитивный исход дела Юкоса.** В наших прогнозах мы рассчитали последствия «близкого к худшему» исхода дела Юкоса. Акция уже потеряла почти 80% рыночной стоимости. Тем не менее, проявление рациональности, сдержанности, умеренности или доброй воли со стороны правительства (и наоборот, любой признак капитуляции акционеров Менатеп) сможет вызвать ралли акций.
- **Опасение «ползучей» экспансии государства в сфере экономики пока не подтверждается.** Несмотря на все предостережения и страхи, даже Сибнефть, которой предъявлены претензии по налогам, не испытывает, видимо, особого давления. Она смогла избежать серьезных обвинений со стороны Счетной Палаты в ее июльском отчете (который до своего опубликования вызывал у инвесторов обоснованные опасения).
- Пока давление правительства остается «адресным», инвесторы, по всей видимости, прибегнут к стратегии «фондового убежища», сосредоточившись на бумагах «государственных» компаний (таких как Газпром), «безопасных» акциях (таких как ЛУКОЙЛ) или на акциях «бенефициариев» (как Сургутнефтегаз, который считают кандидатом на приобретение активов Юкоса). На наш взгляд, вера инвесторов в другие компании будет быстро подорвана признаками нарастающего правительственного давления, пусть даже на «олигархов», особенно если оно будет осуществляться наобум, без разбора.
- **Привлекательность Газпрома.** Хотя новые данные весьма скудны, мы по-прежнему убеждены, что правительство заинтересованно в упразднении двойной структуры рынка акций Газпрома. Хотя прямые выгоды от реформы получают его акционеры, мы полагаем, что от этого выиграет и весь рынок (учитывая «гудвилл», порожденный «прогрессивными» изменениями практики корпоративного управления в самой важной компании страны). Неприятный осадок от развития «дела Юкоса» по наихудшему сценарию в какой-то мере смягчается надеждами на то, что правительство, как предполагается, сможет использовать исход этого «Дела» для ускорения отмены двойного рынка акций Газпрома.

Пока давление со стороны кабинета остается «адресным», инвесторы будут искать «фондового убежища»

Илл. 5. Основные индексы фондового рынка

	За прошлый месяц	С начала года	За прошлый год
PTC	-7,4%	-4,8%	19,8%
MSCI Russia	-8,2%	-6,3%	22,0%
Мировые развивающиеся рынки, \$	-2,1%	-4,5%	19,8%
Глобальный фондовый рынок, \$	-3,3%	-0,9%	16,6%
Dow Jones Industrials	-2,8%	-3,0%	10,8%
NASDAQ Composite	-7,8%	-5,8%	10,0%

*Примечание: по данным на 2 августа
Источник: DataStream*

Илл. 6. Динамика акций «голубых фишек»

	За прошлый месяц	С начала года	За прошлый год
Газпром (внутренние акции)	-3,4%	53,4%	78,1%
Аэрофлот	0,0%	48,6%	188,7%
Сбербанк	-6,4%	45,9%	57,0%
Мегионнефтегаз	16,8%	42,0%	52,4%
МТС	-4,1%	41,4%	114,5%
Мосэнерго	14,0%	27,0%	40,2%
Ленэнерго	0,0%	23,7%	97,6%
Вымпелком	-9,3%	19,0%	92,7%
ЛУКОЙЛ	3,6%	17,2%	55,1%
Сургутнефтегаз	2,5%	15,1%	80,6%
Северсталь	-13,0%	12,8%	66,7%
Северо-Западный Телеком	-3,3%	9,1%	27,1%
Балтика	-11,1%	0,0%	-4,3%
Газ	-7,3%	-1,9%	62,5%
РТС	-7,4%	-4,8%	19,8%
Татнефть	-19,1%	-5,3%	13,6%
Голден Телеком	-10,3%	-9,4%	-6,5%
Волга Телеком	-15,2%	-10,6%	29,0%
МГТС	-3,4%	-12,0%	52,4%
Ростелеком	-15,5%	-12,7%	14,7%
Сибнефть	-14,0%	-14,0%	14,9%
РАО ЕЭС	-9,7%	-14,5%	-10,5%
АвтоВАЗ	-11,3%	-20,4%	2,6%
Норильский Никель	-9,2%	-22,6%	35,3%
Вимм-Билль-Данн	-6,1%	-22,9%	-32,7%
Уралсвязьинформ	-23,2%	-23,6%	35,2%
ЮТК	-12,7%	-25,3%	-13,2%
Челябинский трубный	-17,6%	-32,8%	26,1%
ОМЗ	-17,4%	-34,9%	-19,2%
Юкос	-54,1%	-65,7%	-68,6%

Примечание: по данным на 2 августа

Источник: DataStream



Динамика и оценка акций

Илл. 7. Динамика АДР, с начала месяца, на 30 июля 2004г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение за месяц %	с начала года \$	За 52 недели	
							Максимум \$	Минимум \$
Нефть и Газ								
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	29,5	2,8	13,9	39,7	17,5
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	105,5	0,1	13,1	133,0	59,3
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	24,0	-14,1	-15,0	38,0	19,5
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	33,0	1,5	11,5	40,0	18,0
Татнефть	2	20 в 1	25,0	21,8	-18,0	-4,4	30,2	18,3
Юкос	1	4 в 1	20,0	14,0	-57,3	-68,0	68,5	10,5
Энергетика								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	8,8	-2,3	59,8	12,3	4,5
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	45,7	11,8	0,0	60,1	33,7
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	7,2	-4,6	10,8	9,3	5,7
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	23,0	-12,9	-15,0	35,5	21,4
Телекоммуникации								
ВымпелКом	3	3 в 4	40,0	87,1	-9,7	18,5	109,2	43,5
Голден Телеком	3	1 в 1	14,0	25,5	-9,5	-8,5	37,5	22,5
МТС	3	20 в 1	22,0	115,7	-5,2	39,7	141,2	52,0
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	12,1	0,0	26,3	13,0	5,8
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	4,9	-14,6	2,5	6,1	3,0
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	11,1	-14,1	-11,3	15,9	9,2
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	5,7	-26,6	-21,7	7,7	3,5
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	3,7	-13,9	-22,5	5,3	2,5
Прочие сектора								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	47,8	-14,0	-29,0	84,0	36,0
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	5,0	-25,0	-38,6	8,4	4,2
ГУМ	1	2 в 1	32,2	2,5	-23,4	-27,1	3,8	2,0
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	13,4	-3,7	-20,9	22,8	12,9
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	14,7	74,3	90,6	12,2	3,6

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка

Илл. 8. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 30 июля 2004г.

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	2,021	-2	52	2,200	0,908	103,7	47 853	9,2	7,0	5,7	4,4	3,370	67	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	27,25	3	12	33,15	17,4	3,7	22 497	6,1	8,2	5,7	5,6	32,7	20	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	2,45	-9	-13	3,78	1,975	0,3	11 616	5,1	5,9	5,6	4,6	3,36	37	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,67	3	9	0,789	0,3695	0,7	27 017	13,8	15,4	4,2	4,0	0,72	7	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1,065	-18	-7	1,490	0,920	0,1	2 401	4,6	5,6	3,5	3,7	1,55	46	ДЕРЖАТЬ
Юкос	3,65	-54	-67	15,97	2,87	2,3	8 165	1,2	1,3	2,7	2,4	пересмотр	Н/Д	ОСТАНОВЛЕН
Petrobras	28,4	2	3	34,8	18,5	9,7	29 914	5,3	5,4	3,4	3,3			
PetroChina	0,5	8	-13	0,6	0,3	45,4	87 352	10,3	9,0	5,4	4,6			
Sinorep	0,4	7	-12	0,5	0,2	30,8	45 422	12,9	9,7	7,4	6,3			
Среднее								9,1	8,0	5,4	4,7			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,140	-23	19	0,245	0,092	0,0	667	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	27,972	0	28	0,915	0,500	0,0	21 428	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,086	17	24	0,092	0,058	0,5	2 417	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,239	-8	-18	0,354	0,218	5,1	9 789	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
МГТС	11,4	-3	-13	15,0	7,4	0,0	1 037	15,6	15,2	5,6	5,0	14	23	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	13,4	2	11	15,7	6,9	3,5	7 661	16,2	11,1	4,7	4,2			
Tele Norte Leste	12,3	11	6	13,8	7,2	3,6	4 995	Н/З	Н/З	6,2	5,7			
Среднее								15,9	13,2	5,4	4,9			
Ростелеком	1,795	-16	-15	2,640	1,550	0,5	1 612	43,0	17,8	4,6	3,9	2,50	39	ПОКУПАТЬ
Indosat	0,46	0	38	0,51	0,17	3,6	2 325	17,6	13,2	5,7	4,4			
Embratel	4,74	2	3	5,44	1,83	2,2	1 148	Н/З	Н/З	3,7	3,4			
Среднее								30,3	15,5	4,7	3,9			
ВымпелКом	87,1	-10	19	109,2	43,5	36,4	4 684	20,0	8,9	8,4	4,6	31	47	ПОКУПАТЬ
МТС	115,7	-5	40	141,2	52,0	30,2	11 530	22,3	12,1	8,6	6,1	149	29	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	16,400	-4	25	24,260	9,360	1,0	1 348	12,8	10,4	4,9	4,3			
Mobinil	22,8	20	18	24,0	12,1	0,0	2 263	20,4	20,6	10,2	8,7			
Среднее								20,4	15,5	7,6	8,7			
Голден Телеком	25,5	-9	-9	37,5	22,5	2,3	912	16,5	10,4	7,5	5,0	36	41	ПОКУПАТЬ
Netia	1,3	-4	1	1,5	1,1	1,2	401	Н/З	174,5	7,4	6,5			
Металлургия														
Норильский Никель	50,4	-9	-26	81,1	37,3	1,3	10 781	12,5	6,3	5,3	3,6	91	81	ПОКУПАТЬ
Amplats	38,2	2	-18	59,9	33,4	623,8	8 301	24,7	15,5	12,2	8,8			
Inco	33,4	6	-14	40,7	24,1	29,8	6 186	56,6	8,7	14,5	4,4			
Implats	79,0	5	-15	102,1	66,3	1467,5	5 262	9,7	12,9	6,4	7,3			
Среднее								30,3	12,4	13,3	6,6			
Северсталь	137,5	-12	12	198,0	82,5	0,1	3 035	6,0	3,6	3,4	2,1	250	82	ПОКУПАТЬ
China Steel	0,9	0	8	1,0	0,7	41,9	8 397	7,7	6,6	4,8	4,6			
POSCO	136,4	0	-2	154,8	107,7	37,2	12 133	6,5	4,4	3,3	4,7			
Среднее								7,1	5,5	4,1	4,7			
Продукты														
Балтика	12,0	-9	6	14,9	11,3	0,0	1 406	11,4	12,0	6,5	9,6	14,4	20	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	14,7	74	91	12,2	3,6	0,2	408	16,9	10,4	5,7	3,8	9,4	-36	ПОКУПАТЬ
Вимм-Билль-Данн	13,4	-3,7	-20,9	22,8	12,9	0,7	591,4	16,5	28,0	7,8	9,6	16,0	19,0	ДЕРЖАТЬ
Okocim	6,6	0	-4	7,3	4,3	0,0	190	Н/З	Н/З	10,3	Н/З			
Grupo Modelo-C	2,5	-2	5	2,7	2,1	1,0	8 039	Н/З	Н/З	Н/З	Н/З			
Среднее								Н/З	Н/З	10,3	Н/З			
Машиностроение														
ОМЗ	5,7	-19	-38	10,5	5,7	0,0	201	8,1	-2,4	6,1	6,0	5,3	-7	ДЕРЖАТЬ
Hyundai Heavy	20,9	0	-35	37,5	20,1	4,4	1 589	7,9	9,7	3,0	3,1			
Atlas Copco	34,3	3	6	35,0	27,3	38,6	8 917	23,2	17,0	9,0	8,1			
Среднее								23,2	13,3	6,0	5,6			

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

Илл. 9. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 30 июля 2004г

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000 млн	MCap \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2003П	2004П	2003П	2004П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	18,1	13	39	20,5	9	5,7	2 098	86,2	38,7	10,4	8,8	26,4	46	ПОКУПАТЬ
Башнефть	4,1	-2	19	5,4	3,15	5,2	750	3,6	3,5	2,1	2,0	5,6	37	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	3,12	3	65	3,41	1,485	10,0	311	7,5	6,2	6,1	4,6	3,234	4	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,310	0	11	0,398	0,230	0,0	323	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	7,00	0	77	7,35	3,7	0,0	125	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	0	30	13,75	9,5	0,2	176	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	4,45	0	16	4,9	3,45	0,0	161	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,050	0	43	0,062	0,026	0,0	156	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,105	0	48	0,127	0,059	2,4	368	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,34	-3	-32	0,5	0,3	2,4	178	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,034	0	16	0,042	0,028	0,5	158	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Дальсвязь	0,91	-13	-26	1,45	0,91	5,9	111	7,1	2,3	2,7	2,0	1,97	116	ПОКУПАТЬ
Волга Телеком	2,4	-17	-11	3,45	1,88	24,6	726	16,3	9,3	5,4	3,6	3,45	44	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,450	-10	5	0,68	0,351	23,3	388	11,2	12,7	3,9	3,5	0,63	40	ПОКУПАТЬ
Сибирь Телеком	0,04	-13	18	0,05	0,03	34,8	636	8,6	7,3	4,8	3,4	0,07	65	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,030	-21	-24	0,046	0,022	306,3	953	16,1	9,1	5,7	3,6	0,050	69	ПОКУПАТЬ
Центр Телеком	0,28	-17	-20	0,447	0,280	18,7	563	19,5	24,9	4,2	3,6	пересм.	Н/Д	ПЕРЕСМОТР
ЮжТелеком	0,073	-14	-25	0,121	0,07	16,6	277	8,4	13,6	4,8	3,5	0,14	93	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	21,5	-12	-22	31,5	21,5	4,0	672	18,2	20,5	3,1	2,8	29,0	35	ПОКУПАТЬ
Выксунский МЗ	155,1	0	-37	247	153	0,8	292	5,1	5,4	2,6	2,4	250	147	ПОКУПАТЬ
НТМК	0,59	-2	2	0,795	0,58	6,1	773	7,4	3,1	2,9	1,7	пересм.	Н/Д	ПЕРЕСМОТР
Мечел	100	-17	9	186	91,5	6,4	316	12,2	4,9	6,3	3,2	250	61	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	380	-6	41	457	237	824,3	7 450	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	520	37	ПОКУПАТЬ
Челябинский труб-ный 3-д	0,215	-4	-37	0,4	0,19	1,5	102	13,2	10,4	4,4	4,3	0,34	58	ПОКУПАТЬ
Иркут	0,46	-6	-35	0,865	0,46	2,2	404	27,0	6,3	8,9	5,2	0,8	74	ПОКУПАТЬ
Калина	16,25	-10	-20	20,4	16,25	5,8	136	9,6	8,5	7,0	6,0	24,4	50	ПОКУПАТЬ

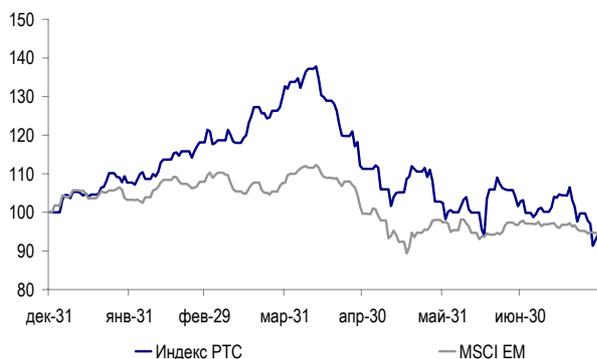
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 10. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 30 июля 2004г.

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.	760	-18	25	1025	348	339,2	0	36,2	0	пересм.	Н/Д	ПЕРЕСМОТР
Сургутнефтегаз прив.	0,400	-11	2	0,499	0,250	57,2	40	0,0032	0	0,46	15	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,545	-9	-8	0,820	0,520	30,8	49	0,0335	0	0,93	71	ДЕРЖАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,210	-9	-20	0,339	0,203	43,4	12	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,250	-8	-13	1,790	1,100	25,8	30	0,1089	0	1,60	28	ДЕРЖАТЬ

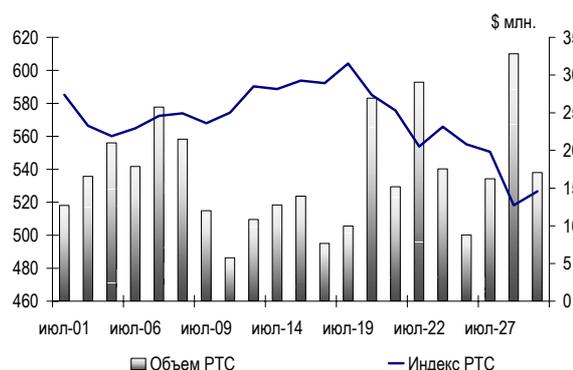
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Графики

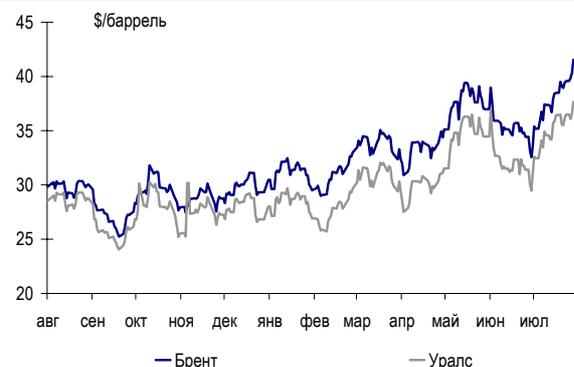
Илл. 11. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года


Источники: РТС, Рейтер

- Индекс РТС упал в июле на 9,7% при среднем объёме торгов \$16,8 млн

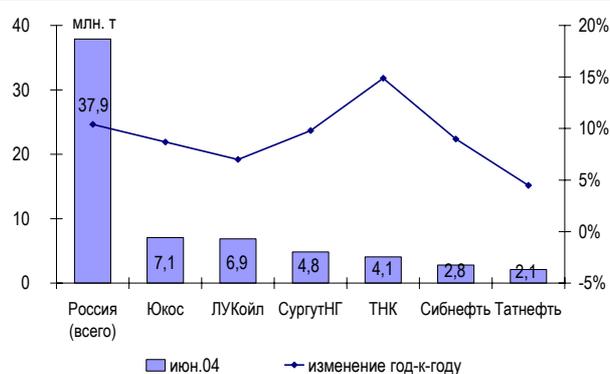
Илл. 12. Динамика РТС, с начала месяца


Источник: РТС

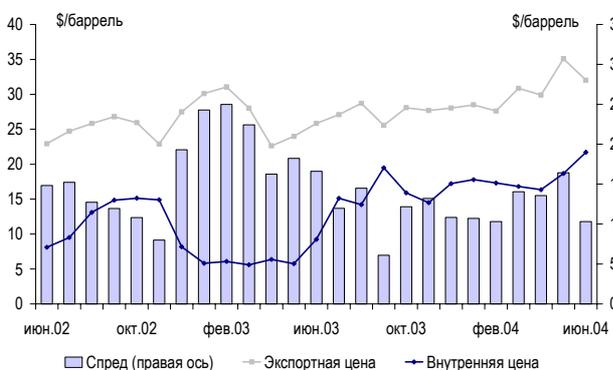
Илл. 13. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.


Источник: Блумберг

- Цена нефти Brent побила исторический максимум (+25% за месяц), обеспокоенность объёмом продажи нефти Юкосом подстегнула рынок
- ТНК лидирует по темпам роста производства: +15% год-к-году в июне против 10% по России

Илл. 14. Добыча нефти компаниями, июнь 2004 г.


Источник: Министерство энергетики

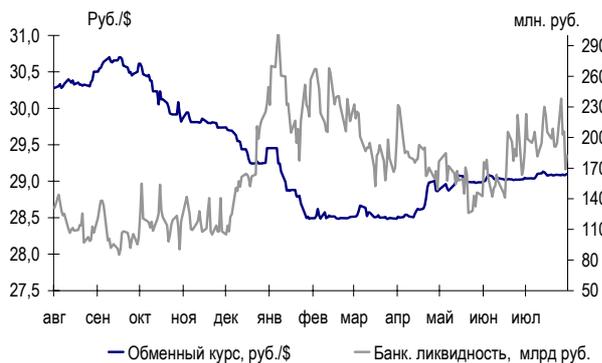
Илл. 15. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2004 гг.


Источник: Министерство энергетики

- Внутренняя цена нефти выросла в июле на 3% из-за продолжающегося дефицита
- Цена никеля сократилась в июле на 7,5%; меди – выросла на 6%

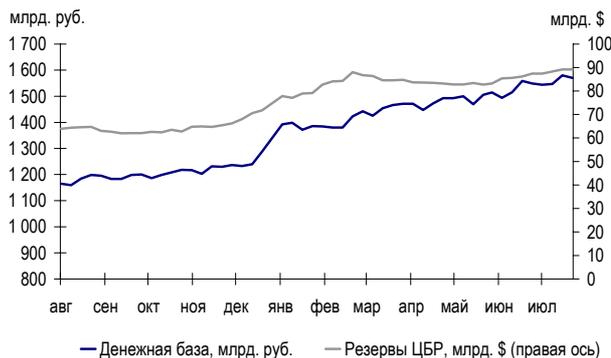
Илл. 16. Цены на медь и никель, последние 12 мес.


Источник: Блумберг

Илл. 17. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев


Источник: ЦБР

- Курс рубля остался неизменным при падающей ликвидности
- Аккумуляция резервов остаётся основным методом ЦБР поддерживать банковский рынок

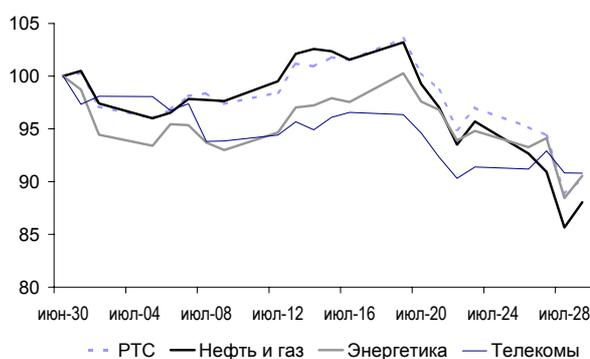
Илл. 18. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев


Источник: ЦБР

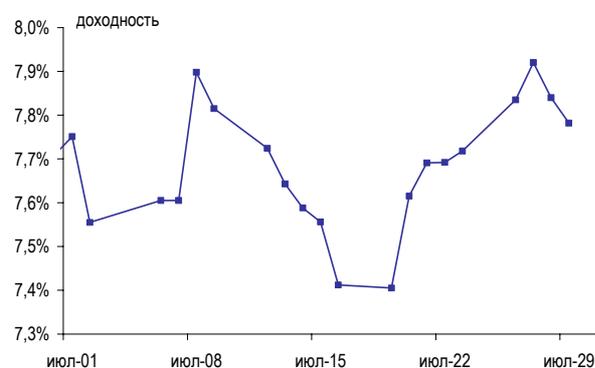
Илл. 19. Банковский сектор, дек. 2003 г. – май 2004 г.


Источник: ЦБР

- Темп роста кредитования замедляется, с 3% в начале года до 0,8% в мае
- Снова негативные новости по Юкосу подавили другие отрасли

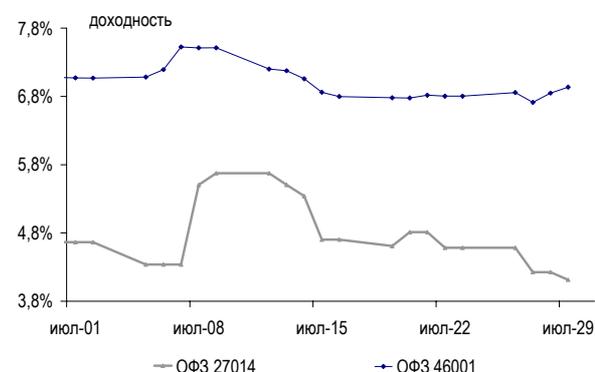
Илл. 20. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 21. Динамика Евро-30, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Российские валютные бумаги были высоковолатильными в июле из-за внутренних новостей и неопределённости политики повышения ставки ФРС
- Рынок ГКО-ОФЗ был неликвиден из-за летнего периода и низкой заинтересованности инвесторов в ОФЗ

Илл. 22. Динамика ОФЗ 27013–46001, с начала месяца


Источник: Рейтер

Экономика и политика

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

В мае объем кредитов клиентам возрос всего на 0,8% по сравнению с 3% среднемесячного роста в предыдущие месяцы

В ближайшие месяцы центр внимания в экономике переместится на кредитную деятельность в банковском секторе. В настоящее время агрегированные данные, полученные из списка ЦБ РФ 30 самых крупных банков, показывают, что среднемесячный рост объема кредитования корпоративных клиентов составил в мае всего лишь 0,8% по сравнению с 3% за прошедший период текущего года. При этом объем средств, привлеченных на рынке межбанковских кредитов, только в мае снизился на \$1,2 млрд, отражая проблемы с ликвидностью в малых и средних банках.

Илл. 23. Основные банковские данные, декабрь 2003 – май 2004, \$ млрд

	декабрь	январь	февраль	март	апрель	май
Денежные средства	2,4	2,3	2,0	2,0	2,2	2,1
Депозиты в ЦБ РФ	12,4	15,1	14,5	12,0	9,5	9,1
Ценные бумаги купленные	23,6	25,1	27,2	26,1	28,0	27,6
Кредиты клиентам	57,1	58,3	58,9	61,5	63,5	64,0
Средства клиентов	69,7	73,6	75,8	77,9	81,4	81,7
Розничные депозиты	42,6	45,0	46,4	47,9	48,6	49,3
Облигации выпущенные	13,3	13,5	13,4	13,8	13,5	12,1

Источники: ЦБ РФ, оценка Альфа-Банка

Банковский кризис окажет скромное влияние на темпы роста

Недавно появившаяся нестабильность в банковском секторе России оказалась больше внутренним вопросом, чем крупным экономическим событием. При 18% в составе валового национального продукта кредитов российских банков и 11% розничных депозитов неразбериха на рынке межбанковских кредитов не будет иметь никаких серьезных последствий для экономического роста. Некоторое замедление темпов роста в строительном секторе и других зависящих от заимствований областях, может повлиять в июле-августе на общие данные роста, но поскольку государственные банки полны ликвидных средств, мы полагаем, что они сумеют уравнивать снижение объема кредитов в частных банках.

Илл. 24. 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

Илл. 25. Основные события

Дата	Событие
2 июля	<p>Объем сделки по монетизации части долга РФ перед Германией составил \$6,1 млрд В рамках монетизации части долга РФ перед Германией были размещены три выпуска облигаций общим объемом \$6,1 млрд евро или около 5 млрд евро. Размещение производилось по номиналу. Новым долговым обязательствам присвоен рейтинг BB+ по методике S&P (соответствует суверенному рейтингу РФ) и Ba2 по методике Moody's (на две ступени ниже рейтинга РФ).</p> <p>Суммарный объем облигаций составил \$6,1 млрд (или 5 млрд евро) вместо ранее ожидавшихся \$1,8-3,6 млрд. Более высокий размер выпуска был легко абсорбирован рынком, так как 1) после встречи ФРС США ситуация на долговых рынках существенно улучшилась, 2) новые инструменты встретили высокий интерес со стороны инвесторов (по некоторым оценкам, спрос достигал \$24 млрд) из-за привлекательной премии ко вторичному рынку.</p>
13 июля	<p>Экспортная пошлина на нефтепродукты будет установлена на уровне 65% от пошлины на нефть. Государственная комиссия по защитным мерам во внешней торговле и таможенно-тарифной политике приняла решение установить экспортную пошлину на нефтепродукты на два месяца, начиная с 1 августа на уровне \$45,4/т. Это составит только 65% от пошлины на сырую нефть, которая вступит в силу с того же момента. Напомним, что, начиная с 1 августа, вступает в силу новый механизм для нефтяных экспортных пошлин, по которому ставки процент взимания увеличивается при уровнях цен на нефть выше \$20/барр. При текущих высоких ценах это означает, что экспортные пошлины на нефть поднимутся на 68% до \$69,9/т, начиная с 1 августа. До настоящего времени пошлины на нефтепродукты устанавливались по ставке в 90 от нефтяных – что означало бы новую пошлину на нефтепродукты в \$62,9/т. Однако нефтяным компаниям удалось убедить власти, что столь высокие пошлины на нефтепродукты сделали бы экспорт нефтепродуктов экономически необоснованными.</p>
26 июля	<p>Новый закон о недрах может быть дискриминирующим для иностранных инвесторов, отменяет принцип «двух ключей» и сохраняет систему лицензирования.</p> <p>Министерство природных ресурсов (МПР) проведет заседание рабочей группы по разработке новой редакции закона о недрах. Коммерсант опубликовал обзор рабочей версии разрабатываемого документа. Основные принципы последнего включают:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Наибольшее беспокойство вызывает пункт (слухи о нем будоражили внимание на протяжении последних нескольких недель), по которому пользователями недр могут быть только юридические и физические лица, зарегистрированные в РФ. Законодатели рассматривают это условие в надежде, что оно защитит правительство от уклонения недропользователей от уплаты налогов. Это должно будет существенно усложнить вход иностранных инвесторов в страну, так как им придется регистрировать в России дочернюю компанию при желании участия в аукционе на право пользования участком недр. • В отличие от предыдущих предложений МЭРТ, МПР предлагает, чтобы сохранилось административное регулирование недр вместо перехода к гражданско-правовой форме регулирования отношений. • Лицензии все еще будут распределяться через аукционы, на которых победителем будет считаться участник, предложивший максимальную цену. Однако правительство оставит за собой право принимать решения по судьбе крупных месторождений (свыше 730 млн барр. нефти и/или более 100 млрд куб газа) • Позитивным моментом является то, что законодатели пытаются стимулировать разведку новых запасов через предложение возможности получения для первооткрывателей так называемой «сквозной лицензии», которая дает ее держателю право сразу на разведку и добычу. Кроме того, предусматривается возможность вторичного рынка лицензий, что должно повысить эффективность разработки запасов в России • Проект также предусматривает отмену принципа «двух ключей», которая давала равные права центру и регионам в вопросах недропользования. Данная система была достаточно неэффективной и медленной.

Источник: оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей

Илл. 26. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
В течение месяца	Татнефть	Отчётность за 2003 г. по US GAAP
В течение месяца	Северсталь	Отчётность за 2003 г. по МСФО
3 августа	Северсталь	Результаты 1П04 по РСБУ
до 9 августа	Северсталь-Ресурс	Северсталь-Груп выкупит акции миноритариев Северсталь-Ресурс по \$7-8 за акцию
9 августа	ОМЗ	Второе ежегодное собрание акционеров
24 августа	ОМЗ	Внеочередное собрание акционеров изберёт совет директоров

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Нефть и газ

Метью Томас (44 20) 7382-4184

Анна Бутенко (7 095) 795-3745

Рынок опять внимательно следил за “делом Юкоса” в июле, который, вероятно, стал самым мрачным для компании месяцем, когда мы видели, как ее акции по спирали опустились вниз до цен ниже уровня 3-летней давности. Главным толчком послужила сокрушающая новость о потенциальной продаже главного актива Юкоса — его добывающей дочерней компании Юганскнефтегаз. Затем появилось предупреждение компании о возможной остановке производства, озаботившее международное сообщество. И, наконец, мы видели назначение Игоря Сечина, давнего соратника Путина, который считается непреклонным сторонником «разрешения» кризиса Юкоса через полную распродажу его активов, на пост председателя совета директоров Роснефти. Это развенчало надежды последних оптимистов на рынке и укрепило ожидания распродажи активов Юкоса, самым вероятным бенефициаром которых может стать Роснефть. Что же касается других компаний нефтяного сектора:

ЛУКОЙЛ

В отличие от Юкоса у ЛУКОЙЛа в прошлом месяце дела шли как нельзя лучше. Ситуация с Юкосом, очевидно, была недостаточной, чтобы отпугнуть покупателей, потенциально заинтересованных в приобретении российских нефтегазовых активов. Визит главы ConocoPhillips и его официальные переговоры с президентом Путиным усилили слухи о предполагаемом приобретении этой компанией доли в 7,59% акций ЛУКОЙЛа, которая будет продаваться государством на аукционе в сентябре. Согласно официальным представителям государства, продажа пакета запланирована через открытый аукцион единым лотом.

Мы уже выражали в прошлом наше мнение о том, что если многочисленные международные нефтяные компании (включая ConocoPhillips) концептуально и заинтересованы в инвестициях в российские нефтяные компании, время для такой сделки — особенно для приобретения миноритарного пакета — сейчас не самое подходящее. Однако если мы не правы, и ConocoPhillips действительно приобретет долю государства в ЛУКОЙЛе, то мы полагаем, что в качестве предварительного условия были получены очень твердые гарантии непосредственно от Кремля относительно курса развития сектора — курса, который вряд ли включает чрезвычайный исход дела Юкоса.

Газпром

В середине месяца Газпром опубликовал годовую отчетность за 2003, которая оказалась разочаровывающей. Несмотря на обещания сократить расходы, операционные затраты значительно возросли (+31% год-в-год), при этом основные вызывающие беспокойство статьи расходов, оста-

лись теми же самыми: расходы на персонал (+67% год-в-год), резервы (+127%) и прочие статьи (такие как социальные расходы, которые увеличились на 83% год-в-год). Другим неприятным событием стало увеличение чистого долга примерно на 9% кв-в-кв в связи с заметным сокращением денежных средств.

Что касается положительных для компании событий, то она успешно разместила в конце месяца 15,5-летние еврооблигации объемом в \$1,25 млрд. Особенность этого инструмента — обеспечение экспортной выручкой компании — позволила Газпрому получить инвестиционные рейтинги от двух агентств и разместить выпуск с доходностью к погашению в 7,2%, что значительно ниже уровня доходности других торгуемых в настоящее время облигаций компании. Другим положительным сюрпризом в июле стало объявление о том, что Газпром, наконец, намеревается избавиться от своего сомнительного посредника EuralTransGas при поставках туркменского газа на Украину, и взамен создает СП с Raiffeisen с равным участием, чтобы уже с 2005 начать эти поставки. Отношения Газпрома с EuralTransGas вызывали много критики в прошлом году, и факт окончания этих отношений, конечно, обнадеживает. Однако все же остается неясным, зачем Газпрому вообще нужен партнер для этих поставок.

Сибнефть

Когда Сибнефть, наконец, признала, что запланированный рост добычи на этот год в размере 20% был нереалистичным, и снизила его до 12%, нам пришлось уменьшить нашу справедливую стоимость акции до \$3,36/шт., сохранив нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ. Финансовая отчетность компании за 2003 по US GAAP не принесла больших неожиданностей, и в любом случае влияние данных 6-7-месячной давности имеет, скорее всего, ограниченный характер, особенно на рынке, которого не очень волнуют в настоящее время финансовые показатели. Единственный показатель, который вызывает некоторую озабоченность сегодня, это резкий скачок в общих и административных расходах, который компания приписывает росту своего розничного бизнеса и консолидации некоторых дочерних компаний. Кроме того, компания создала важный прецедент, продлив три из своих лицензий на срок свыше 35 лет, что должно снизить опасения о сложностях, с которыми могут столкнуться российские нефтяные компании при получении аналогичных продлений.

Газпром

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн \$	26 722	30 292	29 812	30 400
ЕБИТДА, млн \$	10 626	13 683	13 212	11 941
Чистая прибыль, млн \$	5 186	6 819	6 661	5 882
P/E	9,2	7,0	7,2	8,1
EV/ЕБИТДА	5,7	4,4	4,6	5,0
Капитализация, млн \$	47 853			
EV, млн \$	60 144			
Добыча, млрд куб. м	3 457			
Запасы, млрд куб. м	104 009			
Количество акций, млн	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%) • Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке (2004П экспорт 140 млрд куб. м)
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Низкие цены на газ на внутреннем рынке (\$23 за тыс. куб. м) • Двойной рынок торговли акциями компании
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Новые проекты строительства экспортных газопроводов (рост экспорта до 175-200 куб. м) • Постепенный рост внутренних цен на газ • Возможность снятия ограничения торговли акциями в 2004 г.
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Правительство является держателем 38% акций компании • Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 29. Основные события

Дата	Событие
5 июля	Е.ON и Газпром ищут возможности для совместной работы в российском энергетическом секторе, включая Мосэнерго и ОГК. Германский газовый и энергетический концерн E.ON и Газпром (концерну E.ON принадлежит 6,4% в Газпроме) при поддержке политических лидеров Германии и России подписали меморандум о взаимопонимании, который предполагает реализацию совместных проектов в различных секторах, включая российский энергетический сектор. По официальному заявлению компаний, стороны будут рассматривать проекты в генерации, включая реструктуризацию Мосэнерго, создание оптовых ОГК, а также реализацию совместных проектов по строительству новых мощностей. Мы приветствуем эту новость, так как она демонстрирует неизменно возрастающий интерес к российскому энергетическому сектору со стороны иностранных стратегических инвесторов, появление которых установит новые ориентиры в оценке российских энергетических активов.
12 июля	Газпром опубликовал результаты за 2003 по МСБУ, которые были несколько слабее наших прогнозов. Выручка компании выросла на 34% год-к-году до \$26,722 млн и превысила наши ожидания на 4%, чему способствовали высокие цены на газ и возросшие объемы. Тем не менее, операционные затраты (+ 14% год-к-году не смотря на планы компании по снижению издержек) превысили наш прогноз на 15%. Наиболее заметным стал рост затрат на персонал, данные затраты в 4Кв03 почти удвоились кв-к-кв, и значительно превысили наши оценки. EBITDA таким образом оказалась на 10% ниже наших ожиданий, + 65% г-к-г до \$10626 млн. Прибыль до налогообложения была на 7% ниже нашего прогноза на уровне \$7725 млн. Чистая прибыль составила \$5186 млн, что на 9,5% ниже наших ожиданий и почти на 12% ниже консенсуса, хотя цифра, скорректированная на отложенные налоги реально превысила наш прогноз из-за низкой (17,9%) текущей эффективной ставки налога. Другим негативным моментом стал рост чистого долга почти на 9% кв-к-кв из-за заметного снижения денежных средств и их эквивалентов наряду с ростом долгов. Чистый долг на конец 2003 составлял \$12,291 млрд, против \$11,666 млрд на конец 2002. Хотя результаты и ниже наших ожиданий, на наш взгляд, расхождение не достаточно значительно для изменения оценки акций. Мы продолжим следить за появлением информации по либерализации рынка акций компании, что на наш взгляд, является значительно более существенным фактором влияющим на динамику акций.
14 июля	Газпром планирует в ближайшем будущем разместить обеспеченные экспортной выручкой еврооблигации на сумму как минимум \$1 млрд сроком на 15,5 лет. Компания сейчас проводит road-show в Европе и США, которое, как планируется, завершится на следующей неделе. Это первый такой инструмент, который выпускается компанией, и, он уже получил предварительный инвестиционный рейтинг от двух рейтинговых агентств, в виду обеспечения экспортной выручкой (что на две позиции выше, чем рейтинг компании). Общие новые заимствования компании в этом году как ожидается, превысят \$5 млрд. Тем не менее, компания намеревается сократить общее долговое бремя, используя новые долгосрочные кредиты для замещения краткосрочных. Отдельной новостью, менеджмент компании в ходе конференции еще раз подтвердил, что планирует сократить затраты на \$690 млн (20 млрд руб.) в 2005 и на \$520 млн (15 млрд руб.) в 2006, при том, что из этих затрат примерно 40% являются операционными. Тем не менее, несмотря на даже более значительные планы по сокращению затрат в предыдущий год, компания не смогла сократить затраты (по МСБУ операционные затраты даже выросли на 14% год-к-году в 2003 IAS), и, возможно, и в этом году не сможет сократить затраты на планируемые \$1 млрд, обиняя внешние факторы, такие, как рост цен на металлы.
15 июля	Газпром намерен обсудить возможность переоценки своей базы основных средств на следующей встрече совета директоров 23 июля. Согласно источнику газеты, компания намерена провести переоценку в следующем году, что может привести к росту амортизации примерно на \$2,44 млрд (71 млрд руб.), или примерно 75% амортизационных отчислений прошлого года. Это, в свою очередь, приведет к снижению чистой прибыли компании за год, которая, согласно текущему плану Газпрома должна составить \$4,6 млрд (134 млрд руб.) – РСБУ. Рост амортизации в результате переоценки активов не может быть более использован для снижения налогооблагаемой базы, поэтому минимизация налогов вряд ли могла стать причиной такого шага. Наиболее разумное объяснение среди мнений некоторых чиновников, приведенных в статье, это желание компании получить более высокое увеличение внутренних тарифов (на данный момент потолок на следующий год установлен на 20%) и использовать низкую чистую прибыль в качестве аргумента. Однако эта тактика кажется слишком прозрачной, чтобы не быть замеченной правительством. Компания может также просто добиваться более сильного состояния баланса, учитывая все еще большой размер задолженности. Если переоценка активов действительно будет предпринята, возможным эффектом станет снижение дивидендных выплат, для расчета которых используется чистая прибыль.
23 июля	Газпром разместил еврооблигации объемом \$1,25 млрд на 15,5 лет с доходностью к погашению 7,201%. Это первые евробонды российской корпорации с инвестиционным рейтингом, что позволило компании привлечь средства на очень выгодных условиях. Инвестиционный рейтинг был присвоен выпуску двумя рейтинговыми агентствами (S&P и Fitch) в виду того, что данные инструменты обеспечены экспортной выручкой компании (до этого такое обеспечение не предоставлялось). Спрос на выпуск достиг \$4 млрд, что превысило размер планируемого предложения в четыре раза. Обращающиеся на данный момент среднесрочные бумаги компании торгуются с доходностью к погашению 8,7%-8,8%. Новый выпуск облигаций позволит Газпрому рефинансировать краткосрочные более дорогие заимствования. Финансирование соответствует плану заимствований компании на 2004, по которому планируется привлечь новые заимствования на \$5 млрд.
26 июля	Минфин рассматривает возможность увеличения налогов на добычу нефти и газа с тем, чтобы компенсировать потери бюджета в размере \$1,4 млрд в 2005 г. Министерство финансов предлагает увеличить налог на добычу как для газа, так и для нефти, при том что наибольший рост налога ляжет на производителей газа. Такая мера рассматривается в виду того, что государство ожидает недополучить около \$1,4 млрд в бюджет (41 млрд руб.) в связи с изменением формы взимания НДС при продажах газа на Украину и в Белоруссию. Минфин предлагает увеличение налога на добычу газа на 32% до 141 руб. за тыс. куб м и на 4,8% до 419 руб. за т нефти. Принимая во внимание наши прогнозы добычи углеводородов в следующем году, это означает примерно \$315 млн дополнительного налогового бремени для производителей нефти и \$630 млн дополнительных налогов для Газпрома. Газпром, в свою очередь, в качестве ответа на это требует дополнительного увеличения внутренних тарифов на газ на 5% для следующего года (текущий потолок для роста тарифов на газ в 2005 году установлен на уровне 20%). Другой возможный вариант рассматриваемый монополистом – перенаправление около 10 млрд куб м газа с внутреннего рынка на экспорт.
29 июля	Газпром наконец-то, собрался прекратить отношения со своим сомнительным партнёром EuralTransGas, который обеспечивал поставки туркменского газа через газопроводы Газпрома на Украину. За последний год это сотрудничество вызвало большое количество критики, так как Газпром недополучил миллионы долларов прибыли, которую он мог получить, поставляя газ самостоятельно. Более того, EuralTransGas стал отнимать часть рынка Газпрома в Германии, Польше и Словакии, куда компания также начала поставлять газ. Газпром сообщил, что компания теперь объединяет усилия с Raiffeisen Investment AG и создаёт СП на условиях 50/50, которое будет зарегистрировано в Швейцарии. СП, RosUkrEnergy будет поставлять 44 млрд куб. м. туркменского газа на Украину, начиная со следующего года, и намерена увеличить поставки до 60 млрд куб. м с 2007 г. Контракт на поставку и транзит газа через Украину был подписан председателем правления Газпрома Алексеем Миллером и Юрием Бойко, главой Нафтогаза Украины. Соглашение будет иметь силу до 2028 г. Хотя довольно странно, что Газпрому вообще необходим партнёр для таких поставок, быть 50% партнёром известной компании лучше, чем выполнять функцию трубы для малоизвестного венгерского трейдера. Это решение должно принести компании дополнительно \$400-500 млн прибыли, начиная со следующего года, и определён будет приветствоваться инвестиционным сообществом.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 30. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн \$	22 299	24 256	22 991	17 075
EBITDA, млн \$	4 377	4 431	3 818	3 966
Чистая прибыль, млн \$	3 701	2 749	2 229	2 307
P/E	6,1	8,2	10,1	9,8
EV/EBITDA	5,7	5,6	6,5	6,3
Капитализация, млн \$	22 497			
EV, млн \$	24 871			
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. 31. 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 темпы роста добычи (2-3%)

Возможности

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

Угрозы

- Возможно, что большие капвложения (\$2,1 млрд в 2002 г. и \$2,6 млрд в 2003) не принесут ожидаемых результатов
- Зависимость от внутреннего рынка нефти (10-15% нефти продается в России)

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 32. Основные события

Дата	Событие
16 июля	По словам главы МЭРТ Германа Грефа, правительство должно подписать постановление о продаже 7,59% ЛУКОЙла в ближайшие дни. Он сказал, что уже передал проект постановления в правительство. Ранее в этом месяце Греф сказал, что правительство ожидало, что аукцион пройдет в ЗКв04, затем он сказал, что пакет будет продан одним лотом. Обсуждения об исходе сконцентрировались вокруг двух возможностей: выкуп пакета менеджментом или зарубежным стратегическим инвестором, в частности Сопосо. Наиболее важен для рынка сигнал, который подаёт это размещение. Если менеджмент купит весь пакет, тогда рынок в лучшем случае воспримет сделку «нейтральной», в худшем – «негативной». Если стратегический инвестор купит пакет (что мы считаем маловероятным до разрешения дела Юкоса), тогда рынок определён воспримет сделку позитивно (цена будет иметь второстепенную роль). По нашему мнению, выражение уверенности иностранным стратегическим игроком, скорее всего, заставит серьёзно рассмотреть возможность того, что Юкос, даже если его постигнет бесславный конец, будет «огорожен» от рынка.
22 июля	РФФИ объявил, что намерен продать 7,59% ЛУКОЙла в середине сентября. Продажа будет проведена в виде аукциона, а пакет будет продан единым лотом. Такой метод продажи гарантирует, что потенциальный покупатель будет стратегическим инвестором – и наиболее очевидная кандидатура, которая находится в умах последние несколько месяцев, это СопосоPhillips. Более того, это предположение получило подтверждение, когда Президент Путин встретился с руководителем Сопосо Джеймсом Мулва, на встрече также присутствовал гендиректор ЛУКОЙла Вагит Алекпёров. В течение встречи Путин сказал, что он хотел бы видеть, что сотрудничество и деловые связи между Россией и США в ТЭК развиваются более активно.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 33. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн \$	6 717	7 828	7 731	7 578
EBITDA, млн \$	2 337	2 837	2 662	2 525
Чистая прибыль, млн \$	2 278	1 962	1 582	1 399
P/E	5,1	5,9	7,3	8,3
EV/EBITDA	5,6	4,6	4,9	5,2
Капитализация, млн \$	11 616			
EV, млн \$	13 101			
Добыча, млн бнэ	242			
Запасы, млн бнэ	4 789			
Количество акций, млн	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 34. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Высокая прибыльность
- Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)
- Доступ на Московский розничный рынок путем 38% доли в Московском НПЗ

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. 35. Основные события

Дата	Событие
5 июля	<p>Видимо, собственники Сибнефти подали новый иск в попытке восстановить контроль над компанией. 15% акций Сибнефти, принадлежащих Юкос, арестованы Арбитражным Судом Чукотки. Хотя пока еще не известно, кто инициировал иск, повлекший за собой арест, наиболее вероятно, что это была компания, аффилированная с основными акционерами Сибнефти. Акционеры Сибнефти уже успешно вернули через суд 57% акций компании, когда суд аннулировал выпуск Юкосом 464 млн акций, которые были использованы в обмене на акции Сибнефти при слиянии.</p> <p>15% акций в Сибнефти Юкос получил в обмен на 10% своих акций (которые он изначально выкупил у акционеров). Если владельцы Сибнефти вернут 15% акций компании, Юкос останется с миноритарным (20%) пакетом в Сибнефти, что существенно ослабит его позиции и значительно уменьшит шансы возврата \$3 млрд, изначально заплаченных за данный пакет.</p>
14 июля	<p>Сибнефть может понизить план роста добычи на этот год до 12% с ранее планировавшихся 20%. В прошлом году компания также не смогла достичь запланированного уровня, увеличив добычу на 19% против планировавшихся 23%. На данный момент мы уже использовали более консервативный прогноз темпа роста добычи компании в 17% год-к-году, нежели чем изначальный план компании. Однако всё равно это существенно выше вероятного нового ориентира. Пару месяцев назад компания подтверждала свои амбициозные планы на 2004 г., несмотря на скромный рост в 11% год-к-году в первые месяцы года, пообещав, что рост ускорится в оставшуюся часть года.</p> <p>Значительная корректировка планов, скорее всего связана с неудачей в слиянии с Юкосом, которое изначально заставило компанию скорректировать свои производственные планы и приостановить производство на некоторых из объектов. Вдобавок, возможно, что сложный процесс разделения компаний отвлекает менеджмент от текущей операционной деятельности и ведет к ухудшению производственной деятельности. Снижение плана до 12% понизит наш прогноз чистой прибыли компании на 2004 г. на \$57 млн</p>
15 июля	<p>Сибнефть выпустила пресс-релиз, корректирующий ранее озвученную статистику экспорта за 5M04. Согласно новым скорректированным цифрам, объемы экспорта сырой нефти фактически остались в 5M04 на уровне предыдущего года (против падения на 13%, на основе предыдущих данных). На основе дополнительных данных, предоставленных за июнь, экспорт в 1P04 вырос год-к-году на 1,4% до 6,49 млн т (0,26 млн б/с). По итогам года компания намерена сохранить долю экспорта на уровне предыдущего года (40%), что в точности совпадает с предпосылкой, заложенной в нашей модели.</p>
16 июля	<p>Сибнефть опубликует результаты за 2003 по US GAAP, мы ожидаем удвоения чистой прибыли. Сибнефть опубликует результаты за 2003 по US GAAP. Мы ожидаем значительного роста выручки компании на годовой основе – на 46% до \$6,962 млрд – как в результате значительного роста производства (+19%), так и сильных цен и роста операций по перепродаже. Рост EBITDA ожидается на 42% до \$2,552 млрд мы полагаем, что чистая прибыль удвоится до \$2,357 млрд – благодаря прибыли в размере \$389 млн, от продажи пакетов в ОНАКО и Оренбургнефти, а также прибавлением интереса компании в прибылях Славнефти. Доля в прибылях Славнефти будет интересной статьей, так как компания больше не выпускает отдельную отчетность по МСБУ. Публикация ожидается в районе полудня, после чего компания проведет телефонную конференцию.</p> <p>Кроме того, компания опубликовала результаты по запасам, аудированные Miller and Lents. По стандартам SPE нефтегазовые резервы компании выросли на 1,3% до 4779 млн б.н.э., в то время как резервы газа увеличились на 9,1% до 156 млн б.н.э. Таким образом, компания смогла заместить базу запасов на 127%.</p>
19 июля	<p>Сибнефть опубликовала отчетность за 2003 г. по US GAAP. Результаты в целом совпали с нашими ожиданиями (немного ниже), и также совпали с консенсусом. Отчетность показала, что выручка выросла на 40,6% до 6,717 млрд в связи с высоким объемом добычи и высокими цен на нефть, а также роста перепродаж. Это кажется ниже нашего прогноза, но в действительности компания изменила методику отчетности и выручка за 2003 г. показана за минусом акцизов. Если вычесть эти налоги из нашего прогноза, мы получим цифру, в точности совпадающую с показанной в отчетности (всего на 0,8% выше). Это также означает, что в сравнимых терминах рост был ещё больше год-к-году и составил примерно 48% (если исходить из размера уплаченных в 2002 г. компанией акцизов). Компания порадовала нас значительным снижением долгового бремени – суммарный долг снизился на 28,9% до \$1589 млн, тогда как чистый долг снизился на 8,1% до \$1485 млн, что на 12% ниже ожидавшегося нами. Чистый денежный поток компании (денежный поток от основной деятельности за минусом потока от финансовой деятельности) вырос более чем в четыре раза до \$1471 млн</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 36. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн \$	7 474	8 176	7 857	8 310
EBITDA, млн \$	2 887	2 987	2 531	2 704
Чистая прибыль, млн \$	1 757	1 701	1 300	1 331
P/E	13,8	15,4	20,1	19,7
EV/EBITDA	4,2	4,0	4,8	4,5
Капитализация, млн \$	27 017			
EV*, млн \$	12 082			
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. 37. 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 Кинеша 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. 38. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн \$	4 950	5 202	4 788	4 595
EBITDA, млн \$	920	863	774	850
Чистая прибыль, млн \$	504	416	320	386
P/E	4,6	5,6	7,3	6,0
EV/EBITDA	3,5	3,7	4,2	3,8
Капитализация, млн \$	2 401			
EV, млн \$	3 224			
Добыча, млн бнэ	184			
Запасы, млн бнэ	6 211			
Количество акций, млн	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 39. 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. 40. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн \$	15 459	17 278	16 529	16 618
EBITDA, млн \$	5 507	5 905	4 870	4 810
Чистая прибыль, млн \$	4 528	4 327	3 457	3 425
P/E	1,2	1,3	1,7	1,7
EV/EBITDA	2,7	2,4	2,8	2,8
Капитализация, млн \$	8 165			
EV, млн \$	16 365			
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. 41. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Высокая прибыльность
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

Слабые стороны

- Следствие в отношении высшего менеджмента и основных акционеров
- 42,1% акций компании арестованы
- Рост добычи ограничен недостаточной экспортной мощностью

Возможности

- Разрешение конфликта с властями

Угрозы

- Неопределённое будущее арестованных акций
- Неблагоприятные условия в переговорах с Сибнефтью
- Возможность налоговых пеней и штрафов за использование схем минимизации налогов

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 42. Основные события

Дата	Событие
1 июля	МНС требует от Юкоса заплатить новые \$3,4 млрд за неуплаченные уже в 2001 году налоги. По сообщениям, все счета Юкоса в банках арестованы, и очевидно, что выбирается жесткая тактика как раз тогда, когда рынок начал ожидать, что события могут развиваться в более мягком направлении. Данный шаг вновь возвращает настроения неминуемого, вынужденного банкротства компании.
5 июля	Агентство Reuters сообщило, что экспортные поставки Юкоса могут быть заморожены уже с 10 июля. Компания опубликовала формальное опровержение, заявляющее, что экспортные пошлины были уплачены вперёд до конца июля. Таким образом, самое раннее, когда банкротство или другое финансовое давление может подорвать экспортные операции, – это август. Во-вторых, ожидается, что компания опубликует отчётность за 2003 г. по US GAAP, и, что довольно странно для крупной, мирового класса, компании, они мало на что повлияют. Мы ожидаем, что чистая прибыль в 2003 г. составила \$4528 млн. Более важным событием станет телеконференция, на которой будет председательствовать финансовый директор компании Брюс Мизамор, и которая пройдёт в 17:00 МСК. Она, по-видимому, скорее сконцентрируется на текущей платёжеспособности компании, чем на результатах 6-9 месячной давности. В-третьих, компания также отметила, что хотя она получила формальное уведомление о дефолте от Societe General S.A., координирующего банка по кредиту на сумму \$1 млрд, немедленный платёж не был потребован. По всей видимости, по другому крупному долгосрочному кредиту (\$1,6 млрд) тоже скоро получит уведомление о дефолте.

Илл. 43. Основные события

Дата	Событие
5 июля	Ходорковский предложил свой пакет в ЮКОСе правительству РФ — Financial Times. Михаил Ходорковский предложил свой пакет в ЮКОСе в рамках предложения Юкоса в «целом» урегулировать претензии государства к компании. В то время как информация невозможно подтвердить, данное сообщение должно рассматриваться как правдоподобное, принимая во внимание а) общую логику со стороны подследственного, которому угрожает длительное тюремное заключение б) неизбежность банкротства Юкоса в случае, если урегулирование не будет достигнуто 3) правительство вряд ли откажется от пакета Ходорковского, если он был бы предложен (единственный вопрос – что может быть потребовано взамен...и, похоже, варианты становятся все менее и менее требовательными). Мы призываем не делать ошибок – это не панацея – в этой истории остается возможность передачи акций от основных акционеров группы Менатеп государству, что может позволить компании избежать продажи активов или сильно размывающей эмиссии акций. Как мы уже подчеркивали, при текущей цене акций, возможная собственность госуслуг, даже при условии большинства голосов, является исходом, создающим стоимость, при условии, что Юкос не станет центром затрат в рамках Роснефти (на наш взгляд, это крайне маловероятно).
5 июля	Возможно, наиболее критичная неделя для Юкоса стала также чрезвычайно комичной. С \$3,4 млрд штрафов, подлежащих немедленной уплате, компания отчаянно играет с правительством в «кошки-мышки», используя реестры акций дочерних компаний. В то же время, по сообщению «Интерфакса», Юкос в конце прошлой недели предложил «урегулирование», по которому он заплатит \$8 млрд штрафов в течение трёх лет. На данный момент Юкос подтвердил, что предложение было сделано, но не озвучил условий. В то же время, правительство посыпало смешанные сигналы о перспективах сделки (самый свежий – министр финансов Алексей Кудрин отозвал решение – но сомнительно, что это последнее слово). Кажущаяся примирительная суть предложения сделанного на фоне попыток спрятать активы от приставов не приводит нас к чёткому исходу. Всё чаще появляются сообщения, что правительство ищет активы – поэтому цена акции зависит от факторов, которые мы подчеркивали: как эти активы будут оценены? При банкротстве это основной вопрос. Уголовные дела Лебедева и Ходорковского также будут возобновлены на этой неделе.
13 июля	Правление компании приняло решение в течение нескольких следующих дней постараться аккумулировать средства, необходимые для оплаты текущей задолженности по налогам в размере \$3,4 млрд При том что компания располагает денежными средствами в размере всего лишь \$1,3-1,4 млрд, а активы компании заморожены, и перспективы возврата \$3 млрд за 20% в Сибнефти неясны, очевидно, что на данный момент достаточных средств для оплаты данной суммы нет (если только она не получит помощь со стороны акционеров). Возможность, что Юкос может заплатить задолженность за 2000 год по налогам денежными средствами, не должна пройти незамеченной. Для тех, кто убежден, что единственной целью правительства является покупка активов, эта история не покажется важной и не изменит их точки зрения – наиболее циничные просто полагают, что правительство найдет доводы для достижения своей цели.
14 июля	Ходорковский попросил отставки Виктора Геращенко с поста председателя совета директоров Юкоса. Акционеры компании попросили его добровольно уйти в отставку ещё 5 июля, однако он отказался это сделать, поэтому группе Менатеп придется провести внеочередное собрание, чтобы переизбрать совет директоров. Официальной причиной был назван тот факт, что он не соответствовал ожиданиям акционеров в качестве посредника в диалоге с правительством. Более того, по заявлению Ходорковского, Геращенко в будущем даже может стать препятствием для такого диалога. Все причины кажутся разумными, однако, странно, что такое решение появилось, когда Геращенко пробыл на посту всего две недели. Вдобавок, принимая во внимание, что Геращенко – скорее аутсайдер на текущей политической арене, ещё более странно, что эти причины не были учтены заранее акционерами, которые его и назначили. Это на наш взгляд оставляет более разумное объяснение, что данный ход сделан Ходорковским, чтобы продемонстрировать свою лояльность властям, учитывая достаточно критичные высказывания Геращенко относительно действий властей.
21 июля	Министерство Юстиции заявило, что после завершения оценки приставы намерены передать акции Юганскнефтегаза (основного добывающего подразделения Юкоса). Специализированной организации, для последующей продажи. Согласно последовавшему заявлению Юкоса, возможно, что актив будет продан в конце месяца по абсурдной цене в \$1,75 млрд. Однако РФФИ (агентство, которое и будет заниматься продажей актива) возразил, что продажа сможет состояться не ранее, чем через месяц. Юганскнефтегаз – основа стоимости Юкоса, он добывает 61% от общей добычи компании и держит лицензии на 72% от общих запасов компании. В нормальных обстоятельствах, по нашему мнению, этот актив можно оценить в \$19-21 млрд, или несколько ниже, учитывая необходимость срочной продажи. Однако оценка в \$3,4 млрд, необходимые для погашения задолженности компании по налогам и штрафам (или даже меньше, учитывая обещание компании покрыть \$1,25-1.3 млрд из задолженности до конца месяца) – это просто смехотворно. Продажа данного актива – была бы смертельным ударом ЮКОСу и была бы реализацией наихудшего возможного сценария. Неужели этот разрушающий и циничный шаг действительно возможен? Нет, мы твердо уверены, что нет. Он не согласуется с любым взвешенным мнением о Путине или его целях, состоянии российского рынка или самими «преступлениями» компании и ее акционеров.
21 июля	Добывающая дочерняя компания Юкоса Самаранефтегаз получила кредит на сумму 2,9 млрд руб. (\$100 млн) от Yukos Capital. Наиболее очевидное заключение, которое сделают многие, это то, что компания пытается либо защитить себя в случае банкротства или продажи дочерних компаний, начав дочерние предприятия долгами от аффилированных структур. Это не самый лучший сигнал, который можно было послать властям, и он согласуется со словами Виктора Геращенко, всё ещё возглавляющего совет директоров компании, который обвинил ее акционеров в «лукавых попытках противодействовать исполнению законных решений». Однако в данных обстоятельствах, можно переусердствовать в чтении между строк – весьма вероятно, что данный кредит выдан всего лишь в обычном порядке работы компании. Если дочерняя компания действительно станет банкротом, мы не думаем, что этот кредит получит большой приоритет в очереди кредиторов, так как расстановка приоритетов по долгам будет в руках назначенного управляющего, а шансы назначения «дружественного» управляющего, достаточно малы. В любом случае, сумма в \$100 млн, не так велика, чтобы предоставить какую то весомую защиту.
22 июля	Еще одна плохая новость для Юкоса. Банковские счета аффилированных компаний на общую сумму \$200 млн были арестованы. Арест был произведен в свете уголовного дела против компаний, которые продавали нефть и нефтепродукты Юкоса по заниженным ценам, и теперь обвиняются в «хищении вверенного имущества». Это аналогично пунктам обвинения, по которым Юкос должен теперь \$3,4 млрд по налоговым платежам, однако, в отличие от последнего является уголовным делом. Замораживание денежных фондов, очевидно, добавляет ЮКОСу проблемы, и дополнительно затрудняет платежи по налоговым обязательствам. Тем временем Юкос провел пресс-конференцию, на которой топ-менеджеры говорили о текущей ситуации, с которой сталкивается компания. По их словам, компания может стать банкротом примерно в середине августа, так как у компании закончатся денежные средства и она не сможет финансировать нормальную производственную деятельность.

Илл. 44. Основные события (прод.)

Дата	Событие
28 июля	<p>Юкос может остановить добычу нефти с тем, чтобы выполнить требования судебных приставов. Был еще один черный день для Юкоса. Менеджмент заявил, что, компании придется остановить добычу нефти на всех месторождениях в удовлетворение предписания судебных приставов. Распоряжения судебных приставов, которые были отправлены трем основным добывающим компаниям Юкоса 21 июля, запрещают им «любые действия направленные на отчуждение или любое другое изменение статуса имущества». Юкос интерпретирует это так, что данное распоряжение относится и к нефти. Однако позднее судебные приставы позднее заявили, что такая интерпретация неверна. Похоже, что компания нагнетает обстановку, чтобы ускорить получение сколь-нибудь четкого обозначения позиции властей. Очевидно, что остановка добычи крупнейшей нефтяной компании страны, доля которой в российском производстве составляет 20%, нанесла бы серьезный урон для страны в целом. Таким образом, очевидно, что в интересах государства избежать какого-либо перебора в производстве нефти, и осуществить передачу активов компании так быстро, как это возможно.</p> <p>Тем временем, глава Минюста Юрий Чайка напомнил о планах властей продать основной актив компании Юганскнефтегаз, сообщив, что оценка должна быть осуществлена в ближайшее время.</p>
29 июля	<p>Судебные приставы прояснили свою позицию, после того, как ранее Юкос объявил о намерении приостановить добычу, следуя интерпретации распоряжения судебных приставов. Судебные приставы разъяснили, что приказ на запрет отчуждения или продажи собственности не относится к нефти, и потому компания не должна прерывать операционную деятельность. Это не является сюрпризом, так как сложно было представить, чтобы власти позволили бы остановить производство нефти крупнейшей российской нефтяной компании и допустить все последствия такой приостановки.</p> <p>В то же время, юристы Юкоса перешли в наступление и угрожают подать иск против МНС, если с компании не снимут претензии на 45 млрд руб. (\$1,55 млрд, не включая штрафы и пени) из предъявленных \$6,8 млрд налоговых претензий за 2000-2001. По их словам эта сумма является НДС, которые МНС вычислила на экспортные продажи компании, которые в реальности не облагаются НДС. В то время как смелость компании воодушевляет, шансы Юкоса выиграть это дело представляются сомнительными.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Энергетика

Виталий Зархин, (7 095) 788-0320

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

РАО ЕЭС

Илл. 45. Основные события

Дата	Событие
7 июля	<p>РАО «ЕЭС» рассчитывает, что ФСТ до августа определит уровни роста тарифов</p> <p>РАО «ЕЭС России» рассчитывает, что Федеральная служба по тарифам (ФСТ) до августа определит предельные уровни роста тарифов на электроэнергию в каждом субъекте Федерации, сообщил заместитель председателя правления энергохолдинга Яков Уринсон. «В настоящее время ФСТ завершает формирование тарифов и до начала августа должна их объявить», – сказал он.</p> <p>Я. Уринсон уточнил, что ФСТ должна установить тарифный коридор по каждому субъекту РФ, в частности предельные максимальные и минимальные уровни тарифов на электроэнергию.</p> <p>Я. Уринсон напомнил, что суть новой тарифной политики РАО «ЕЭС» заключается в отказе от затратного принципа тарифного регулирования, когда в энерготариф включаются все затраты энергокомпаний, и переходе к трехлетнему периоду регулирования. Он также напомнил, что новая система тарифообразования необходима для подготовки энергокомпаний холдинга к работе в условиях рынка.</p> <p>Уринсон добавил, что введение новой тарифной политики не скажется на прибыльности в целом по холдингу. «Новая тарифная политика, я уверен, будет реализована без качественных потерь для холдинга, то есть без снижения инвестиционной активности, дивидендных выплат и капитализации», – подчеркнул замглавы РАО «ЕЭС».</p>
8 июля	<p>Е.ON и «Газпром» совместно будут рассматривать проекты в электроэнергетике, включая «Мосэнерго» и ОГК</p> <p>Главы немецкой энергетической компании Е.ON и ОАО «Газпром» в присутствии президента России Владимира Путина и канцлера Германии Герхарда Шредера подписали меморандум о взаимопонимании, содержащий договоренность о дальнейшем углублении успешного сотрудничества в сфере стратегических проектов. К числу совместных проектов, в том числе, относятся проекты, связанные с реструктуризацией «Мосэнерго», созданием на базе РАО «ЕЭС» оптовых генерирующих компаний, созданием новых генерирующих мощностей в России и в Европе.</p> <p>Пока совместное сотрудничество будет идти на уровне объединения и обмена активов, а не на уровне инвестиций в денежной форме. Под каждый конкретный проект будет определяться организационно-правовая форма и объем участия каждой из сторон.</p>
13 июля	<p>РАО «ЕЭС России» предоставит \$25 млн на три года в кредит РКС по ставке ниже рыночной</p> <p>По сообщению «Ведомостей», Российские Коммунальные Системы (РКС, дочерняя компания РАО «ЕЭС России», СУАла, Интерросса и других, РАО «ЕЭС России» принадлежит 25%) попросили предоставить \$25 млн в рублях на три года в кредит, обеспеченный выручкой. РКС задействована в нескольких проектах ЖКХ в различных регионах, и была вынуждена обратиться в РАО «ЕЭС России», так как коммерческие банки не желают предоставлять финансирование убыточному коммунальному сектору. По сообщению газеты, РАО «ЕЭС России» готово предоставить такое финансирование под 6% годовых, что ниже уровня инфляции (8-10%) и значительно ниже текущих банковских ставок кредитования промышленности (12-16%).</p> <p>Тогда как инвестиции РАО «ЕЭС России» в на данный момент неприбыльный ЖКХ может быть объяснено желанием получить доступ к конечным потребителям и их тарифам, что создаст дополнительную стоимость при поставках энергии, мы, тем не менее, не видим причин, по которым компания должна субсидировать неприбыльный бизнес по ставкам процента ниже рыночных.</p>

Илл. 46. Основные события

Дата	Событие
20 июля	<p>Фрадков подписал новый план реформирования электроэнергетики на 2004-2005 годы Премьер-министр РФ Михаил Фрадков подписал план реформирования электроэнергетики на 2004-2005 годы, сообщил журналистам пресс-секретарь премьера Александр Жаров. «План изменился незначительно по сравнению с ранее утвержденным вариантом», – сказал А.Жаров. По его словам, были изменены некоторые сроки и министерства, ответственные за подготовку ряда документов. Как сообщил прессе представитель Минэкономразвития РФ, которое было основным разработчиком проекта этого документа, согласно утвержденному плану внесение в правительство подавляющего числа нормативных документов по электроэнергетике переносится на срок от одного квартала до трех, однако срок разработки правил работы оптового энергорынка в России остается прежним – III квартал 2005 года. В пояснительной записке к проекту говорилось, что перенос сроков подготовки нормативных документов по реформе вызван изменениями структуры федеральных органов исполнительной власти. По этой же причине в документе изменен состав исполнителей по подготовке нормативных документов: основным исполнителем стало Минпромэнерго, тогда как ранее им было Минэкономразвития. Эти изменения не стали неожиданностью, так как Минпромэнерго находится под руководством Виктора Христенко, который ранее возглавлял правительственную комиссию по реформе энергетического сектора.</p>
20 июля	<p>РАО ЕЭС опубликовала сильные результаты по IAS, EBITDA рентабельность возросла до 21% Выручка выросла на 22% до \$19,3 млрд главным образом из-за роста на 3,3% поставок электроэнергии до 605 ТВтч наряду с ростом тарифов на электро- и теплоэнергию на 13-15% и усилением рубля. Тарифы холдинга на электроэнергию и теплоэнергию подпрыгнули до \$24/МВтч и \$8,5/Гкал. Рост затрат составил только 13% и 9% в рублевом измерении против уровня инфляции 12%. Менеджмент РАО ЕЭС достиг достаточно хороших результатов в сокращении затрат, принимая во внимание тот факт, что основные категории затрат – топливо и покупаемая энергия – практически не контролируются компанией из-за сосуществования тарифов на газ и электричество. Рост затрат на топливо составил 21%, и по информации компании стоимость тонны условного топлива возросла на 18%, в то время как потребление топлива возросло на 1,5%. Сокращение затрат в 2003 г. привело к сильному росту операционной и EBITDA рентабельности. Операционная прибыль компании подпрыгнула на впечатляющие 262% в долларовом выражении, в то время как рост EBITDA составил 44%, и EBITDA рентабельность увеличилась до 21%, по сравнению с менее чем 18% в прошлом году. РАО ЕЭС сохранит рентабельность на уровне 2003 г. Несмотря на опережающий рост тарифов на газ, РАО ЕЭС намерено сохранять такую же рентабельность в будущем. Мы думаем, это возможно, если, как мы уже упоминали, РАО ЕЭС будет более сфокусированной на контроле затрат.</p>
27 июля	<p>ФСТ намерена устранить перекрёстное субсидирование в течение 2-4 лет; мы полагаем, что этот план излишне оптимистичен Федеральная служба по тарифам (ФСТ) намерена устранить практику перекрёстного субсидирования в российской энергетике в течение 2-4 лет. По словам председателя ФСТ Сергея Новикова, общая сумма перекрёстных субсидий по тарифам на энергию для промышленных потребителей и населения превышает \$2 млрд и эта проблема должна быть разрешена в несколько этапов. По нашей грубой оценке, потребление домохозяйствами в России приносит предприятиям энергетики \$1,5-2 млрд выручки, что подразумевает повышение тарифов на энергию для физических лиц не менее чем на 100% (до \$40-45/МВт-ч) за этот период. По нашему мнению, этот план слишком оптимистичен, так как резкое повышение тарифа до уровня \$40/МВт-ч может привести либо к неплатежам со стороны домохозяйств, либо банальным крахам энергии с их стороны. Поэтому, по нашему мнению, перед существенным повышением тарифов для домохозяйств должно быть разработано несколько схем, таких как адресная помощь неплатёжеспособным потребителям и другие.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Ленэнерго

Илл. 47. Основные события

Дата	Событие
2 июля	<p>Fortum увеличивает долю в Ленэнерго до 31% Финская Fortum покупает дополнительные акции Ленэнерго, увеличивая, таким образом, пакет в компании до 30,7% с 21%. По информации Fortum, общие инвестиции в компанию составят €150 млн (\$180 млн), подразумевая оценку компании около \$200/КВт, что на 50% выше текущей оценки российских энергетических компаний. Мы считаем, что данная новость позитивна для российского энергетического сектора в целом, так как отражает интерес к региональным энергетическим компаниям со стороны иностранных стратегических инвесторов. В частности, мы полагаем, что данная новость также позитивна для Колэнерго, которая вместе с Ленэнерго в будущем войдет в отдельную ТГК. Тем не менее, мы не думаем, что сделка напрямую связана с потенциальным интересом со стороны международных энергокомпаний к любому тендеру по ОГК. На наш взгляд, иностранные инвесторы несколько озабочены смешанной структурой ОГК, по которой хорошие станции будут перемешены с плохими, газовые с угольными и т.д. Поэтому, на наш взгляд, международные энергокомпании, которые ищут точку входа на российский энергетический рынок, прежде всего, будут инвестировать средства в конкретные станции (проекты) или в ТГК.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Телекомы

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

Голден Телеком во 2Кв04: норма EBITDA выросла на 31% за счёт синергии от приобретения Combellga

5 августа Голден Телеком (ГТ) опубликовал результаты за 2Кв04, основные показатели которых показаны ниже:

Илл. 48. Финансовые результаты Голден Телекома за 2Кв04, \$ млн

	2Кв04	1Кв04	Изменение %
Выручка	138,8	133,2	4,2
Операционная прибыль	25,2	21,1	19,4
EBITDA	43,5	38,5	13,0
Чистая прибыль	16,9	14,7	15,0
<i>Н. EBITDA</i>	<i>31,3</i>	<i>28,9</i>	
<i>Чистая прибыль</i>	<i>12,2</i>	<i>11,0</i>	

Источники: данные компании, оценки Альфа-Банка

Результаты оказались соответствующими нашим прогнозам, за исключением немного более высокой EBITDA. Основное направление «Бизнес- и корпоративные услуги» продемонстрировало квартальный рост на 8% совместно с некоторым улучшением нормы операционной прибыли (23,7% против 22,5% в 1Кв04).

Норма EBITDA на консолидированном уровне выросла с 28,9% в 1Кв04 до 31,3%. Это объясняется синергией от приобретения Combellga и прекращения предоставления некоторых малоприбыльных оптовых услуг (хотя это привело к квартальному снижению выручки на 2% в сегменте «Услуги оператора и транспорта» по сравнению с органическим ростом на 4,2% в предыдущем квартале). Ситуация во 2Кв04 прямо противоположна ситуации 1Кв04, когда направление «Бизнес- и корпоративные услуги» продемонстрировало падение на 3,4%. Принимая во внимание, что этот сегмент приносит 57% от общей выручки ГТ, по нашему мнению, восстановление его органического роста более важно, поэтому результаты 2Кв04 улучшились относительно 1Кв04 (также при более высокой прибыльности).

ГТ также продолжает реализовывать стратегию региональной экспансии, он объявил о подписании соглашения о покупке 100% Hudson Telecom – компании, зарегистрированной в Delaware и владеющей крупным альтернативным оператором в Ростове-на-Дону и ростовской области (под именем ЦТС) за \$45 млн. У ЦТС примерно 500 тыс. доступных номеров и на данный момент она обслуживает 100 тыс. абонентов проводной связи (25% местного рынка проводной связи), 45.6 тыс. абонентов интернет по модему и предоставляет подключение 105,000 абонентам сотовых сетей. Мы оцениваем выручку и EBITDA компании в 2004 г. в размере \$24,5 млн и \$12 млн, соответственно, поэтому ГТ платит за компанию по EV/EBITDA за 2004П = 1,9 и EV/EBITDA = 3,9 (принимая долг равным \$1,3 млн), что не дешево, а, как нам кажется, скорее ближе к верхней планке интервала справедливой оценки. Однако, ГТ есть хорошие шансы улучшить прибыльность ЦТС (ожидаемая норма EBITDA за 2004П 49%, что уже неплохо) и выручку, путём включения его в деятельность собственного бизнеса в южной части России. ГТ может привлечь заёмные средства для финансирования этого приобретения (у него \$45,8 млн денежных средств на 30 июня 2004 г., согласно балансу).

ГТ также рассмотрит возможность заплатить дивиденды за 2Кв04, решение будет принято в течение третьего квартала. На сегодня мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акции ГТ и расчётную цену в \$36 за акцию.

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 49. 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	16,5	10,4	8,4	6,9
EV/EBITDA	7,5	5,0	4,1	3,4
Капитализация, млн \$	912			
EV, млн \$	860			
Кол-во акций, млн	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 50. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Самый большой альтернативный оператор в России Сильные балансовые показатели
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Относительно низкая ликвидность Ограниченная транспортная инфраструктура
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Приобретения альтернативных операторов Дальнейшая экспансия в регионы Либерализация рынка дальней связи
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Увеличение платежей Ростелекому за аренду каналов связи

Источники: оценки Альфа-Банка

МТС

Илл. 51. 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	22,3	12,1	9,9	8,6
EV/EBITDA	8,6	6,1	5,1	4,5
Капитализация, млн \$	11 530			
EV, млн \$	11 532			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн	100			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 52. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Прочное финансовое положение Наибольшая (37%) доля рынка в России Лицензии покрывают практически всю территорию России (87 регионов из 89)
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Относительно небольшое количество акций в свободном обращении
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Повышение эффективности после завершения реструктуризации Включение в индекс MSCI
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Введение Резерва универсального обслуживания Падение доли рынка в Московской ЛЗ

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 53. Основные события

Дата	Событие
5 июля	МТС подтвердила, что договорилась о привлечении синдицированного кредита на сумму \$500 млн , который будет получен в конце июля. Кредит от HSBC, ING Group и Raiffeisen, а также ABN Amro в качестве организатора, будет выдан на три года. Полученные средства будут направлены на погашение облигаций стоимостью \$300 млн в декабре и бридж-финансирования на сумму \$200 млн, срок которого истекает в августе (он был использован в мае, чтобы погасить \$300 млн по облигациям с плавающим купоном, остальные \$100 млн были привлечены из собственных средств).
16 июля	МТС приобрела 74% Уздунробиты, основного оператора мобильной связи Узбекистана, за \$121 млн (с возможностью купить оставшиеся акции за \$37,7 млн). Чистый долг Уздунробиты составляет \$12 млн, что подразумевает EV \$176 млн Лицензия GSM Уздунробиты покрывает всю территорию страны (население 25,5 млн) Узбекистан – относительно бедная страна по сравнению с регионами, где МТС уже ведёт деятельность. ВВП на человека составляет примерно \$380 против примерно \$3000 в России, \$850 на Украине и \$1440 в Беларуси. Рынок мобильной связи Узбекистана (и рынок связи в целом) находится всё ещё в зачаточном состоянии. Уровень проникновения мобильной связи в стране равен примерно 1,5%, тогда как проникновение проводной связи составляет 7,5%. Мобильные телефоны всё ещё воспринимаются предметом роскоши, а не массового потребления. ARPU Уздунробиты в 2003 г. составила \$23. Сеть компании покрывает примерно 70% населения страны. По сообщению МТС, инвестиционные потребности всё ещё ограничиваются только усовершенствованиями, а не расширением сети.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 54. 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	636	696
P/E	20,0	8,9	7,4	6,7
EV/EBITDA	8,4	4,6	3,7	3,3
Капитализация, млн \$	4 684			
EV, млн \$	5 133			
Число абонентов, '000	5 155			
Кол-во акций, млн	54			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 55. 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. 56. Основные события

Дата	Событие
5 июля	Мобильный рост в июне: сезонно сильный, но затронутый нехваткой номерной емкости. ACM Consulting опубликовала обзор месячных трендов мобильной связи. То, что касается трендов на мобильном рынке, рост мобильной базы в июне был ускорен сезонными эффектами: проникновение в России выросло на 1,8 п.п. до 34,1%, или 49,5 млн абонентов мобильной связи. Проникновение в Москве достигло 79%, +1,7 п.п. Данные за июнь нельзя напрямую сравнивать с предыдущим периодом ввиду ряда разовых исключительных факторов: Как МТС, так и ВымпелКом завершили приобретения на Дальнем Востоке и начали консолидацию баз абонентов, что привело к росту чистых и Из-за широко обсуждаемой проблемы номерной емкости в Москве, ВымпелКому пришлось сократить период отсечения для федеральных новой конференции по итогам 1Кв04, это было все же достаточно неожиданно. ВымпелКом предупредил, что пока ситуация с номерной емкостью не решена, компания продолжит ускоренное освобождение не используемой номерной емкости. МТС более консервативна по этому вопросу, и период отсечения компании составляет для контрактных абонентов 2 месяца и для пре-пейдных абонентов 6 месяцев (около 70% московской абонентской базы).
14 июля	Премьер-министр Михаил Фрадков утвердил «Правила распределения и использования нумерации сети», что фактически убрало единственную проблему для ВымпелКома, мешавшую получить номерную ёмкость. ВымпелКому не хватало номерной ёмкости и ему пришлось сократить период отключения в Московской лицензионной зоне (МЛЗ) по федеральным номерам со стандартных шести месяцев до пяти. Это привело к отключению 200 тыс. дополнительных абонентов, сверх обычной величины оттока, что нивелировало эффект роста в июне. В свою очередь, это вызвало искусственный отток абонентов ВымпелКома и быстрому падению доли рынка в основной части МЛЗ. Теперь она равна доле МТС 46%. Компания также опубликовала предупреждение инвестиционному сообществу о таком неблагоприятном влиянии нехватки номерной ёмкости на выручку и долю рынка, а также подверженности компании судебным разбирательствам (из-за отклонения от оговоренного в договорах периода отключения).

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 57. 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	4,5	4,1
Капитализация, млн \$	1 037			
EV, млн \$	1 150			
Используется линий, '000	4 128			
Кол-во акций, млн	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 58. 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

Ростелеком

Илл. 59. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн \$	1 039	1 219	1 296	1 358
EBITDA, млн \$	385	457	410	407
Чистая прибыль, млн \$	41	98	104	117
P/E	43,0	43,0	43,0	43,0
EV/EBITDA	4,6	3,9	4,3	4,3
Капитализация, млн \$	1 612			
EV, млн \$	1 761			
Кол-во акций, млн	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 60. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста в услугах дальней связи, по меньшей мере, до 2006 г.
- Владеет магистральной сетью на всей территории России

Слабые стороны

- Бизнес не диверсифицирован
- Работает в конкурентной среде при наличии социальных барьеров

Возможности

- Изменение системы взаиморасчетов за международную связь с региональными операторами
- Выход на рынок транзита трафика Европа-Азия

Угрозы

- Либерализация рынка дальней связи
- Значительное снижение тарифов на дальнюю связь одновременно с ростом затрат

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 61. Основные события

Дата	Событие
1 июля	Ростелеком опубликовал отчётность за 2003 г. по МСБУ , которая оказалась довольно позитивной. Наиболее положительными были два фактора: - Рост выручки за год, который превысил рост операционных издержек (12,6% против 10,9%) и - Положительная чистая прибыль (\$40,6 млн), которая оказалась даже на 9% выше, чем в 2002 г., несмотря на опасения рынка, что выделен Тем не менее, на чистую прибыль повлияли \$70 млн разового убытка от прекращения консолидации РТК-Лизинг начиная с 1 декабря; иначе чистая прибыль составила бы примерно \$110 млн. Выделение РТК-Лизинг позитивно для Ростелекома, так как оно сократило консолидированный долг Ростелекома на \$51,7 млн (превышение долга РТК-Лизинг перед третьими лицами над кредиторской задолженностью Ростелекома перед РТК-Лизинг по состоянию на 1 декабря) и прекратило консолидацию расходов РТК-Лизинг третьим лицам.
5 июля	Ростелеком объявил о назначении нового финансового директора Алексея Гайдука . Он сменил на посту Владимира Андросика, который покинул компанию, чтобы стать советником генерального директора Связьинвеста. На новой должности г-н Андросик будет курировать вопросы взаимоотношений Ростелекома и МРК. Алексей Гайдук – экс Председатель Правления Русского Индустриального Банка, одного из основных расчетных банков Ростелекома, и аффилированного лица Телекоминвеста.

Источник: оценки Альфа-Банка

Металлургия

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

Цена акции Норильского никеля сегодня больше зависит от трендов внутреннего фондового рынка, чем от международных рынков металлов

За внушительным в течение июня ростом цен на никель на 26% в июле последовала 7,5%-ая корректировка. Индекс цен РТС снизился в июле на 9%, а цены на акции Норильского никеля снизились еще больше (на 13%). Однако мы полагаем, что сегодня цены на акции Норильского никеля во многом больше зависят от трендов внутреннего фондового рынка (неблагоприятных в связи с делом Юкоса), чем от цен на международных рынках металлов.

Что касается последних событий, то июль был спокойным месяцем для Норильского никеля. Недельная забастовка на Stillwater Mining Company – дочерней компании в США по производству МПГ, не отразилась на Норильском никеле, главным образом, благодаря очень небольшой доли Stillwater Mining Company в доходах компании от продаж (всего лишь 5,5% на конец 2004) и относительно быстрому разрешению спора. Мы полагаем, что август также будет спокойным для Норильского никеля, и не ожидаем, что в этом месяце реализуется какой-либо из катализаторов компании. Мы сохраняем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Группа Северсталь выкупит до 9 августа акции миноритарных акционеров Северсталь-ресурса по цене \$7-8

Группа Северсталь будет покупать до 9 августа акции меньшинства, принадлежащие Северсталь-ресурсу по цене \$7-8 за акцию, оценивая компанию на уровне \$154-177 млн, или всего лишь около 0,3 EV/S и 2.0 EV/EBITDA. Конечной целью Группы является объединение Северсталь-ресурса с Северсталью. Мы полагаем, что консолидация активов Северсталь-ресурса с активами Северстали будет выгодной для акционеров Северстали, хотя и за счет миноритарных акционеров Северсталь-ресурса. Кроме того, после консолидации Группа станет более прозрачной.

Мы ожидаем, что Северсталь опубликует свою финансовую отчетность по МСФО за 2003 в августе-сентябре, что станет для компании главным краткосрочным катализатором.

Илл. 62. Данные по ценам на металлы, июль 2004

	Цена	Изм. с начала месяца	Самая низкая цена за 52 недели	Самая высокая цена за 52 недели	Изм. с начала года	Ср. цена на текущий момент	2004П, Альфа	Разн. Альфа/УТД
	\$	%	\$	\$	%	\$	\$	%
Алюминий, \$/т	1680	-2,1	1377	1832	5,7	1671	1650	-1
Медь, \$/т	2875	6,3	1726	3170	24,0	2764	2750	0
Никель, \$/т	14215	-7,5	9005	17750	-14,3	13831	14000	1
Платина, \$/унц	816	3,3	676	945	0,2	845	750	-11
Палладий, \$/унц	217	0,9	170	338	11,9	246	250	2
Золото, \$/унц	389	-1,3	346	431	-6,3	401	400	0

Источники: Bloomberg, оценки Альфа-Банка

Норильский Никель

Илл. 63. 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	12,5	6,3	7,2	7,5
EV/EBITDA	5,3	3,6	4,0	4,2
Капитализация, млн \$	10 781			
EV, млн \$	10 401			
Кол-во акций, млн	214			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 64. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Диверсифицированная экспортная выручка
- Высокая ликвидность по сравнению с другими компаниями этого сектора

Слабые стороны

- Низкий технологический уровень по сравнению с западными компаниями
- Социальные расходы превышают 100 млн долл. в год

Возможности

- Реализация обновленной программы модернизации
- Разработка новых проектов по производству металлов (золото и др.)

Угрозы

- Пересмотр итогов приватизации и реструктуризации
- Рост налогового бремени

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 65. Основные события

Дата	Событие
12 июля	Stillwater Mining (Дочерняя американская МПГ компания Норильского Никеля) объявила о том, что предварительное трудовое соглашение, достигнутое ранее, было не утверждено голосованием профсоюза. По словам председателя Stillwater и ее генерального директора Франка Мак Аллистера «компания удивлена результатами голосования так как группа от профсоюза, назначенная для участия в переговорах, рекомендовала проголосовать за договор». Тем не менее, теперь объявлена забастовка, и почти 1000 рабочих компании начали забастовку. Stillwater Mining произвела 450000 унций палладия и 134000 унций платины в 2003 году, что составляет соответственно около 7% и 2% от мировых поставок палладия и платины, соответственно. Принимая во внимание значительные запасы палладия у Норильского Никеля (которые мы на конец 2003 года оцениваем на уровне 605,000 унций), мы не ожидаем существенного эффекта от забастовки на мировой рынок МПГ. Мы ожидаем, что выручка Stillwater составит \$354 млн в 2004П, или только 5,5% от ожидаемой нами выручки Норильского Никеля на 2004П. Кроме того, мы полагаем, что конфликт скоро будет улажен.

Илл. 66. Основные события

Дата	Событие
27 июля	<p>Норильский Никель может передать часть своих золотых активов компании Gold Fields (Норильскому Никелю на настоящий момент принадлежит 20% в Gold Fields, и Норильский Никель является крупнейшим акционером компании) взамен на более крупный пакет в компании. Представители Gold Fields уже изучили золотодобывающие активы, и в настоящее время продолжаются переговоры о сотрудничестве в рамках специальной рабочей группы. По словам директора по связям с инвесторами Норильского Никеля Дмитрия Усанова, одним из важных факторов, которые окажут влияние на переговоры с Gold Fields, является аукцион на Сухой Лог.</p> <p>На настоящий момент Норильскому Никелю принадлежит 100% в Полюсе, 51% в руднике имени Матросова, 66% в Лензолоте, и мы оцениваем ресурсы этих компаний на уровне 39 млн унций золота. Эти активы были куплены компанией в 2П02-2003 на общую сумму \$435 млн. Мы оцениваем стоимость этих активов в диапазоне \$1,7-2,0 млрд, и, в результате передачи этих активов компании, пакет Норильского Никеля в Gold Fields мог бы возрасти до 42-44%. Мы полагаем, что Норильский Никель заинтересован в контрольном пакете в Gold Fields. Тем не менее, принимая во внимание текущую рыночную капитализацию Gold Fields на уровне \$4,6 млрд и то, что для получения контроля в компании Норильский Никель должен вложить в компанию активы стоимостью \$2,7 млрд, компания может не получить контроля в Gold Fields на обмен на активы без лицензии на Сухой Лог. В целом, мы не полагаем, что такая сделка может быть осуществлена скоро в виду сложности ситуации.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 67. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн \$	3 136	5 491	5 397	5 936
EBITDA, млн \$	947	1 491	1 438	1 502
Чистая прибыль, млн \$	504	849	803	846
P/E	Н/З	3,6	3,8	3,6
EV/EBITDA	3,4	2,1	2,2	2,1
Капитализация, млн \$	3035			
EV, млн \$	3193			
Производство, млн тонн	8			
Кол-во акций, млн	22			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 68. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Прочное финансовое положение, норма EBITDA (МСБУ) в 2003Е г. – 34% • Профессиональная команда руководства
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Приходится отвлекать финансовые и управленческие ресурсы для обеспечения бесперебойных поставок сырья • Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Приобретение активов за рубежом позволит увеличить мощности и укрепить позиции на внешних рынках • \$180 млн СП с Arcelor по производству оцинкованной стали
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении – около 8%

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 69. Основные события

Дата	Событие
21 июля	<p>Группа Северсталь будет выкупать акции миноритарных акционеров Северсталь-Ресурс в июле и августе. По сообщениям прессы, акции будут выкупаться до 10 августа, и ожидается, что примерно 6% акций будет выкуплено. По нашей оценке, на данный момент группе Северсталь принадлежит около 85% акций Северсталь-Ресурс. Группа Северсталь ожидает, что консолидация Северсталь-Ресурс с Северсталью займет как минимум 1 год.</p> <p>По информации «Ведомостей», акции будут выкупаться по цене \$7-8 за акцию, оценивая Северсталь-Ресурс на уровне \$154-177млн, или на уровне EV/S равном 0,3 и EV/EBITDA – 2,0. (Выручка Северсталь-Ресурса составила около \$500 млн в 2002 году и мы оцениваем ее примерно на уровне \$635 млн в 2003). Мы ожидаем, что консолидация Северсталь-Ресурса с Северсталью будет позитивна для акционеров Северстали, хотя и за счет миноритарных акционеров Северсталь-Ресурса.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Машиностроение

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

После прекращения сделки по слиянию компаний ОМЗ-СМ на сцене энергетического машиностроения нет главного игрока

В июле рынок внимательно следил за слиянием компаний ОМЗ и Силовые машины (СМ). Интеррос, владеющий контрольным пакетом акций СМ, решил сменить партнера на германский концерн Siemens.

Вот краткое изложение «Реквиема по слиянию» (см. также Основные события):

- Годовое общее собрание акционеров ОМЗ было назначено на 30 июня, но не состоялось из-за отсутствия кворума. Каха Бендукидзе был назначен на должность руководителя Министерства экономики Грузии и ушел из руководства ОМЗ, сохранив за собой пакет акций компании. Оказалось, что в собрании не участвовали акции, принадлежащие Бендукидзе, и АДР. Ни один из представителей ОМЗ не мог быть избран в совет директоров компании, так как список кандидатов был закрыт до изменений в руководстве.
- Siemens объявил о своем предложении купить долю Интеррос в СМ (71%). Siemens прежде всего заинтересован в СМ, а не в объединенных ОМЗ-СМ. Теперь складывается впечатление, что Бендукидзе знал о предложении заранее и предпринял защитные меры. Siemens обратился в ФАС (Федеральную антимонопольную службу), чтобы получить разрешение на приобретение пакета акций.
- Отношение государства к этой сделке неясно. По сообщениям, правительство не заинтересовано в приобретении компанией Siemens контрольного пакета акций в сливающихся ОМЗ-СМ, т.к. ОМЗ производит оборудование для АЭС, что относится к вопросам национальной безопасности.
- Интеррос пытается достичь два взаимоисключающих варианта. Компания явно заинтересована в работе с Siemens, но официально объявила о желании обменять свои акции на акции ОМЗ. В то же время Интеррос развернул сделку по взаимному обмену акциями (ОМЗ имела 11% акций СМ, а Интеррос – 14% акций ОМЗ).
- Наконец, Siemens и Интеррос нашли решение, удовлетворяющее правительство РФ: они создадут СП с равным участием (50/50) для управления долей Интеррос. Вариант ОМЗ был вычеркнут из списка.

Что будет дальше?

- Менеджмент СМ уйдет из ОМЗ, но компания не может утвердить нового руководителя, пока не будет избран новый совет директоров.
- ОМЗ предпримет еще одну попытку провести ежегодное собрание 9 августа, на котором компания должна избрать совет директоров из старого списка кандидатов. Избранные директора предложат тогда новый список кандидатов в совет, чтобы включить в него представителей ОМЗ.
- Ожидается, что «новый» совет будет избран 24 августа. Совет состоит из семи мест, и четыре из них необходимо отдать независимым директорам.

Приобретения/продажи и ОМЗ: стабильная выручка, падение прибыли

Мы пересмотрели финансовую модель ОМЗ, чтобы:

- 1) перейти к отчетности по МСФО;
- 2) отразить продажу ОМЗ-МНП;
- 3) отразить приобретение двух предприятий Skoda.

Продажа в апреле сегментов судостроения и производства оборудования для нефтяной промышленности сократила книгу заказов ОМЗ практически вдвое: на ОМЗ-МНП приходилось 39% из \$803 млн заказов и они принесли компании 34% от суммарной выручки в 2003 г. (\$220 млн) Тем не менее, книга заказов должна восстановиться благодаря заказам со стороны ОМЗ-МНП. Сумма, которую новые владельцы (несколько менеджеров ОМЗ) должны выплатить несколькими частями, составляет \$50 млн

В июне ОМЗ приобрели два чешских предприятия: Skoda JS (оборудование для АЭС) и Skoda Steel (литьё и ковка) – за \$41 млн Эти приобретения усилят основные направления бизнеса ОМЗ, а именно производство оборудования для АЭС и спецсталей. В 2003 г. суммарная выручка этих заводов составила \$214 млн

В результате этих приобретений/продаж, выручка ОМЗ должна остаться на том же уровне (мы ожидаем рост на 12% год-к-году из-за органического роста дивизионов NPPEQ и MINEQ, а также из-за эффекта от консолидации). Мы также ожидаем, что прибыльность снизится (по нашему прогнозу, норма EBITDA в 2004П составит 9%, в 2005П – 8%, что ниже 10%, показанных в 2003 г.)

На основе новой модели DCF, ОМЗ может быть оценено в \$189 млн, или по \$5,3 на акцию. Поэтому мы снижаем расчётную цену акции компании до \$5,3 и присваиваем рейтинг ДЕРЖАТЬ.

Объем производства автомобилей в России увеличился в 1П04 на 15%

Российские автопроизводители опубликовали в июле данные об объеме производства за 1П04. Они показывают, что в первом квартале в России было произведено 672 тыс. единиц (увеличение на 15% год-к-году). Частично этот всплеск достигнут благодаря низкой базе отсчёта, т.к. в начале 2003 г. на рынке наблюдался низкий спрос на продукцию местного производства из-за переполнения рынка импортной продукцией в ожидании повышения тарифов на импорт. Однако в 1П04 на спрос повлиял рост экономики в целом: ВВП России увеличился на 7,4% год-к-году, а промышленное производство тоже возросло на 7,4% год-к-году.

Илл. 70. Российская автомобильная промышленность в 1П04

	1П04 в тыс.	Изменение год-к-году
АвтоВаз	342,2	+9%
ГМ-АвтоВАЗ	24,0	+42 раз
ГАЗ		
легковые автомобили	34,6	+44%
грузовые автомобили и минивэны	79,8	+16%
Иж-Авто	53,7	+19%
КАМАЗ		
легковые автомобили	20,0	+7%
грузовые автомобили	13,6	+32%
Урал	3,5	-2%
ПАЗ	5,7	+12%
УАЗ	36,1	-2%
Автотор	6,4	+71%
ВСЕГО	672,1	+15%
Легковые автомобили	534,5	+17%
Грузовые автомобили	101,2	+12%
Автобусы	36,4	+3%

Источники: АСМ-Холдинг, отчеты компаний

Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн \$	546	612	690	703
EBITDA, млн \$	57	57	54	50
Чистая прибыль, млн \$	25	-83	19	19
P/E	8.1	-2.4	10.8	10.7
EV/EBITDA	6.1	6.0	6.5	6.9
Капитализация, млн \$	201			
EV, млн \$	347			
Кол-во акций, млн	35			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 72. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Низкая рентабельность (норма чистой прибыли в 2003 – 4%)
- Стоимость компании подорвана неудачным слиянием с Сильными Машинами

Возможности

- Развитие основного бизнеса в результате реструктуризации, инвестиции в 2003-2008 гг. – 210 млн долл.
- Приобретения усилят сегмент оборудования для АЭС

Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность
- Снижение цен на нефть ниже \$15 заставит нефтяные компании снизить капитальные затраты

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 73. Основные события

Дата	Событие
------	---------

1 июля	<p>На общем собрании акционеров ОМЗ не был набран кворум из-за отсутствия пакета г-на Бендукидзе</p> <p>Вчера ОМЗ попытались провести ежегодное собрание акционеров, однако оно было отменено, так как присутствовало слишком мало акционеров (40% от голосов). По сообщениям СМИ, в собрании не приняли участие пакет Кахи Бендукидзе (26% обыкновенных акций), бывшего гендиректора ОМЗ и акции, конвертированные в АДР (15% обыкновенных акций). «Коммерсант» цитирует пресс-службу ОМЗ, которая заявила, что причина отсутствия крупных пакетов была технической: список кандидатов в совет директоров был утверждён слишком давно, с тех пор один из независимых директоров принял решение отозвать свою кандидатуру, а г-н Бендукидзе был назначен министром экономики Грузии. Если бы для голосования был использован этот список независимые директора заняли бы малую часть мест в совете, что нарушает Кодекс корпоративного поведения компании.</p> <p>Представители Интерросса ожидают, что новое собрание акционеров ОМЗ будет возможным провести только в сентябре, что фактически замораживает слияние ОМЗ / СМ. Неопределённость в отношении будущего этого слияния существенно увеличивает риски инвестиций в акции ОМЗ.</p>
1 июля	<p>ОМЗ опубликовали свою отчётность за 2003 г. по МСФО. Ранее они составляли отчётность по US GAAP, однако, из-за слияния с Сильными Машинами (СМ) им пришлось переключиться на МСФО (наша модель основывалась на US GAAP, и мы пересматриваем её, чтобы изменить стандарт на МСФО).</p> <p>2003 г. стал удачным для ОМЗ в отношении выручки. Благодаря росту продаж оборудования для АЭС (бизнес-сегмент NPPEQ, выручка \$188 млн, рост на 71% год-к-году) и кораблей (сегмент SHIP, выручка \$150 млн, практически утроилась), выручка выросла в довольно быстром темпе на 26% до \$546 млн. Наши прогнозы были более консервативны: \$74 млн и \$73 млн для NPPEQ и SHIP дивизионов, соответственно.</p>
1 июля	<p>Представители Интерросса заявили, что пакеты, находившиеся в перекрёстном владении, вернулись к своим предыдущим владельцам. Напомним, что в марте 2004 г. СМ приобрели 14% акций ОМЗ у миноритарного акционера, а затем ОМЗ купили 11% акций СМ у компании, связанной с холдингом Интеррос. Размер уплаченных денежных средств не был раскрыт, однако мы считаем, что они составили \$50,6 млн за пакет акций ОМЗ и \$46,9 млн за акции СМ.</p> <p>Менеджмент ОМЗ не подтвердил отмену сделки, и мы видим две проблемы, препятствующие отмене. Во-первых, цены акций существенно снизились с того времени (ОМЗ с \$9,58 до \$7,0, СМ с \$0,059 до \$0,041), что вызывает вопрос: была ли отмена проведена без участия денежных средств? Во-вторых, маловероятно, что миноритарный акционер принял решение вернуть пакет акций, так что не понятно, кого Сильные Машины имели в виду под «предыдущими владельцами».</p> <p>В ожидании дальнейших деталей о сделке, мы сохраняем наш рейтинг ОМЗ под пересмотром.</p>
2 июля	<p>ОМЗ выберет новый совет директоров 24 августа.</p> <p>Совет директоров ОМЗ ещё 29 июня принял решение провести внеочередное собрание, чтобы избрать новых директоров. Это необходимо, так как ежегодное собрание акционеров 30 июня было признано несостоявшимся из-за отсутствия кворума. Внеочередное собрание было назначено на 24 августа.</p> <p>Газета цитирует одного из членов совета директоров ОМЗ, который подтвердил, что г-н Бендукидзе не принял участие в собрании, чтобы провести в совет своих представителей. Он не мог этого сделать на ежегодном собрании, так как уже не было возможности внести изменения в список кандидатов.</p> <p>Мы ожидаем, что в конце июля-начале августа ОМЗ снова проведут ежегодное собрание (со старым списком кандидатов). Выбранный совет будет действовать до внеочередного собрания 24 августа, когда пройдёт очередное голосование.</p>

Илл. 74. Основные события (прод.)

Дата	Событие
26 июля	<p>Финальная точка в дилемме Силовых Машин: Siemens выиграл</p> <p>По сообщению «Ведомостей», Интеррос нашёл способ передать свой пакет акций Силовых Машин (СМ) Siemens, в результате чего окончательно определил, что последний, а не ОМЗ, будет его будущим партнёром. Такое решение удовлетворит требованиям российского правительства.</p> <p>Интеррос создаст СП с Siemens, к которому перейдёт право управления Силовыми Машинами. Интеррос заплатит за 50% + 1 акцию СП 71% акций Силовых Машин. В свою очередь, Siemens оплатит оставшуюся часть капитала СП денежными средствами. На основе последней цены акции СМ \$0,049, этот пакет будет стоить примерно \$125 млн. Siemens уже принадлежит 4% Силовых Машин, но этот пакет не будет участвовать в СП. Соглашение также предусматривает, что Siemens вложит в Силовые Машины \$200 млн в ближайшие 3-5 лет.</p> <p>Мы видим два последствия:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Силовые Машины получают новый менеджмент. Хотя формально СМ останутся отдельным юридическим лицом, фактически они будут представлять интересы Siemens в России и помогут ему принять участие в модернизации активов ПАО «ЕЭС России». ЛМЗ (один из филиалов СМ) уже локализовал дизайн и производство турбины V94.2. • ОМЗ придётся развернуть сделку по продаже ОМЗ-МНП менеджменту. Стоимость ОМЗ была серьёзно подорвана разворотами политики Интерроса и должна быть восстановлена любой ценой.

Источник: оценки Альфа-Банка

Пищевая промышленность и розничная торговля

Александр Свинов, (7 095) 795-3745

Приобретение компаний Alfa Eсо доли в SUN Interbrew подчеркивает перспективность этой компании и отрасли

Alfa Eсо вышла на пивной рынок России через приобретение 15,8% голосующих акций SUN Interbrew, став самым крупным неосновным акционером компании. В свою очередь, основные партнеры SUN Capital и Interbrew S.A. решили увеличить свою долю голосующих акций до 75,5% (с имеющихся 68,5%) при сохранении *status-quo* (SUN и Interbrew имеют по 34,25%, что дает им равные права голоса). Мы полагаем, что эти действия подчеркивают дешевизну SUN Interbrew по сравнению с аналогичными компаниями отрасли, а также хорошую перспективу для роста этого сегмента.

Доля Балтики во 2Кв04 на рынке возросла до 22%; вероятно, это произошло за счет падения рентабельности?

Балтика – один из крупнейших конкурентов компании SUN, опубликовала предварительные результаты производственной деятельности, которые оказались выше наших прогнозов и ожиданий рынка: во 2Кв04 объем производства пива увеличился на 14% до 5,5 млн гектолитров, что в два раза превысило темпы роста в целом на этом рынке, где объем производства возрос всего лишь на 7%. Вследствие этого, доля компании на рынке поднялась до 22% (увеличившись с 20% в 4кв03). Мы приветствуем такую хорошую работу, но основным вопросом остается способ достижения роста объемов. Мы предполагаем, что компании пришлось пойти на снижение рентабельности в погоне за объемами. Публикация в августе-сентябре результатов за 1П04 должно внести ясность в этот вопрос.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 75. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн \$	825	938	1158	1307
ЕБИТДА, млн \$	84	80	101	132
Чистая прибыль, млн \$	36	21	30	46
P/E	16,5	28,0	19,9	12,8
EV/ЕБИТДА	7,8	8,3	6,5	5,0
Капитализация, млн \$	591			
EV, млн \$	663			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 76. 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

Илл. 77. Основные события

Дата Событие

21 июля Основные акционеры Вимм-Билль-Данн (Дубинин, Пластинин, Орлов и Якобашвили) снизили свою долю в компании в общей сумме на 4,5%, которые были конвертированы в форму ГДР. Точные доли этих акционеров в этом пакете и причины были не названы. Мы полагаем, что у основных акционеров нет намерения продавать акции, учитывая, что акции компании сейчас находятся на историческом минимуме. Мы не видим никаких причин для этого шага в ближайшем будущем и ожидаем, что ГДР будут использованы в будущем для выпуска облигаций (обеспечение) или для слияний. Мы сохраняем нейтральный прогноз по компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн \$	737	829	873	916
ЕБИТДА, млн \$	227	223	251	274
Чистая прибыль, млн \$	123	117	137	153
P/E	11,4	12,0	10,3	9,2
EV/ЕБИТДА	6,5	6,6	5,9	5,4
Капитализация, млн \$	1406			
EV, млн \$	1474			
Производство, млн гл	14			
Кол-во акций, млн	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 79. 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. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн \$	612	832	947	1025
EBITDA, млн \$	114	147	164	159
Чистая прибыль, млн \$	24	39	54	47
P/E	16,9	10,4	7,6	8,7
EV/EBITDA	5,7	4,5	4,0	4,1
Капитализация, млн \$	408			
EV, млн \$	656			
Производство, млн гл	13			
Кол-во акций, млн	109			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 81. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

Возможности

- 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. 82. 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	9,6	8,5	6,9	5,8
EV/EBITDA	7,0	6,0	4,6	3,9
Капитализация, млн \$	136			
EV, млн \$	161			
Кол-во акций, млн	8,4			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 83. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Высокая доля небрендированных 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

Роль Сбербанка на межбанковском рынке возрастет

Государственные банки пользуются сегодня нестабильностью банковского сектора в качестве оправдания для укрепления своих позиций. ЦБ РФ обязал Сбербанк – самую крупную банковскую организацию России (активы – \$54 млрд), выступить в роли некоего «маркет-мейкера» для восстановления межбанковского рынка. Сбербанк получит также выгоду от изъятия вкладов из частных банков, и предполагается, что это приведет к увеличению его доли на рынке розничных банковских услуг. Пока еще нет признаков новых розничных вливаний, но некоторые корпоративные клиенты переместили свои счета в Сбербанк.

ВТБ уже повышает свою роль в банковском секторе

Государственный Внешторгбанк (ВТБ) – второй по величине банк России, общая сумма активов которого составляет около \$10 млрд, получил недавно от ЦБ РФ кредит в \$700 млн на поддержание банковского сектора. Эти средства будут использованы для приобретения кредитных портфелей частных банков. Кроме того, ВТБ значительно расширит свое присутствие в банковском секторе в результате покупки Гута Банка, а также планов по приобретению других банковских активов.

\$2 млрд. снято со счетов частных банков

Часть розничных вкладов, изъятых из частных банков в течение двух первых недель июля, сумма которых составляет приблизительно

\$2 млрд, поступит в государственные банки. И Сбербанк, и ВТБ вероятно увеличат к концу года свои доли на рынке розничных депозитов.

Илл. 84. Основные события

Дата	Событие
1 июля	Правительство обсуждает реформу банковского сектора; называется 2007 г. в качестве крайнего срока, чтобы успокоить рынки. Правительство обсудило реформу банковского сектора, сконцентрировавшись на необходимости реструктуризации ЦБР. Основным сообщением для рынка стало то, что ЦБР не ожидает радикального изменения банковской среды до 2007 г. и не будет рассматривать возможность приватизации государственных банков до этого времени. Представители правительства снова заявили, что банковский сектор остаётся стабильным, несмотря на некоторые проблемы с определёнными банками. Тот факт, что реформа банковского сектора, предложенная ЦБР, содержит 2007 г. в качестве крайнего срока для рассмотрения приватизации государственных банков, является позитивным, так как это означает, что монетарные власти не ожидают существенных изменений в секторе. В то же время, мы продолжаем ожидать, что некоторые банки будут испытывать трудности после недавней нехватки ликвидности. Президент Путин на встрече с лидерами крупного бизнеса подтвердил, что ЦБР продолжит наблюдение за банковским сектором, чтобы подвигнуть банки работать более прозрачно. Мы будем следить за сектором, и сохраняем наше мнение, что текущие проблемы с доверием банкам будут позитивными для Сбербанка, что позволит ему увеличить долю на рынке.
5 июля	Проблемы Гуты заставили нас поднять расчётную цену Сбербанка до \$520, а рекомендацию до ПОКУПАТЬ Гута-банк объявил о приостановке платежей в московских и петербургских филиалах «по техническим причинам». Хотя это может как привести, так и не привести к «обрушению» банка, слухи о чём циркулировали уже давно. Текущая ситуация уже не «внутреннее» дело, ограниченное рынком межбанковского кредитования. Будет ли этого достаточно, чтобы сформировать полномасштабный кризис? На данный момент, мы полагаем, что ответ – «нет», так как у большинства крупных банков было достаточно времени, чтобы подготовиться к возможному бегству депозитов. Тем не менее, проблемы Гуты будут иметь значительные последствия. Гута – универсальный банк, имеющий крупную клиентскую базу и 18 млн корпоративных счетов. Он выпустил более 480 тыс. пластиковых карт и привлёк \$210 млн розничных депозитов. В отличие от предыдущих случаев Содбизнесбанка и КредитТраста, Гута на конец 1Кв04 была 22 в списке крупнейших по активам с \$1,1 млрд. Проблемы Гуты не только усилят кризис доверия между банками, но также подпитают нервозность частных клиентов. Возможное «падение» Гуты может привести к снижению цен на все финансовые активы России.
14 июля	ЦБР призывает Сбербанк поддержать рынок МБК, чтобы и дальше снизить проблему нехватки ликвидности. ЦБР предложил дополнительную меру по восстановлению ликвидности на рынке МБК, попросив Сбербанк предоставить излишнюю ликвидность остальному банковскому сообществу. Если Сбербанк заменит денежные власти на месте оператора рынка (market maker), это усилит позиции государственных банков и сделает приватизацию Сбербанка гораздо менее вероятной в долгосрочном периоде. Хотя банковский сектор в целом страдает от нехватки ликвидности, это потому, что она распределена неравномерно. Монополия Сбербанка в некоторых сегментах рынка означает, что он выиграл от недавних шагов ЦБ более других. Например, снижение ФОР неделю назад на \$4 млрд предоставило примерно \$2 млрд или половину первоначальной суммы самому Сбербанку. Таким образом, требование ЦБР, чтобы Сбербанк более активно участвовал на рынке МБК, является средством корректировки неравномерности распределения ликвидности.¶
28 июля	Чистая прибыль Сбербанка по IAS снизилась на 51% год-к-году, и составила только 37% от результата по РСБУ, что объясняется изменениями по портфелю ценных бумаг. Чистая прибыль Сбербанка на уровне \$473 млн оказалась более чем в два раза ниже наших ожиданий в размере \$1,1 млрд, и на 51% ниже чистой прибыли за прошлый год на уровне \$960 млн. Основным сюрпризом также стала огромная разница по сравнению с чистой прибылью по РСБУ в размере \$1265 млн. Главным объяснением столь плохого результата является падение выручки от инструментов с фиксированной доходностью на 24% год-к-году, в то время как аналогичная цифра по РСБУ выросла на 31% год-к-году. Это объясняется разницей в учёте продажи еврооблигаций. В 2003 Сбербанк продал российские еврооблигации 5-ой серии за \$586 млн, что привело к значительному росту выручки по РСБУ, и ударило по выручке по IAS. Принимая во внимание бухгалтерский характер данного падения выручки Сбербанка, результаты по IAS выглядят менее разочаровывающими, чем это кажется на первый взгляд, однако снижение Евро-05 приводит к тому, что мы меняем наши прогнозы выручки от инструментов с фиксированной доходностью на 2004, а также наш прогноз рентабельности от операций с инструментами с фиксированной доходностью.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сбербанк

Илл. 85. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	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	7,5	6,3	6,4	6,4
Капитализация, млн \$	7 450			
Кол-во об. акций, млн	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 86. 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 из 1329 отделений слишком дорога
- 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

Рынок облигаций

Валентина Крылова, (7 095) 795-3742

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

Объем сделки по монетизации части долга РФ перед Германией составил \$6,1 млрд

В рамках монетизации части долга РФ перед Германией были размещены три выпуска облигаций общим объемом \$6,1 млрд или около 5 млрд евро. Размещение производилось по номиналу. Новым долговым обязательствам присвоен рейтинг BB+ по методике S&P (соответствует суверенному рейтингу РФ) и Ba2 по методике Moody's (на две ступени ниже рейтинга РФ).

Суммарный объем облигаций Aries составил \$6,1 млрд (или 5 млрд евро) вместо ранее ожидавшихся \$1,8-3,6 млрд. Более высокий размер выпуска был легко абсорбирован рынком, так как 1) после встречи ФРС США ситуация на долговых рынках существенно улучшилась, 2) новые инструменты встретили высокий интерес со стороны инвесторов (по некоторым оценкам, спрос достигал \$24 млрд) из-за привлекательной премии ко вторичному рынку.

Существенный спред к суверенным еврооблигациям РФ объясняется тем, что новые облигации несут более высокие риски. Во-первых, в случае дефолта держатели облигаций смогут получить лишь 20% от номинала, гарантированные правительством Германии, на чем претензии инвесторов к Германии и РФ заканчиваются. Далее, сделка по реструктуризации долга будет заключаться между Германией и Россией.

Во-вторых, дефолт объявляется в случае невыплаты 50 млн евро в течение 60 календарных дней, либо как только общая сумма просроченных платежей достигнет 250 млн евро. При этом невыплатой считается любой просроченный платеж в рамках всего долга РФ перед Германией (в среднем 14 млрд евро), а не только по выпущенным облигациям. Таким образом, более высокая премия на аукционах выглядит оправданной.

Так, при размещении 10-летних Aries премия выпуска к доходности российской benchmark Россия-30 составила 185 б.п., к суверенной кривой – 250 б.п. (рассчитывается при помощи линейной интерполяции на основе дюрации). По 5-летнему выпуску Aries спред к кривой доходности европейских risk-free rate составил 436 б.п., что на 15 б.п. превышает спред по Газпрому-10, номинированному в евро.

Так как в условиях высоких нефтяных котировок риск дефолта по обязательствам РФ крайне низок, то спред между доходностями новых облигаций и суверенных выпусков будет сокращаться. Мы полагаем, что в ближайшие месяцы премия 10-летнего выпуска к Россия-30 снизится до 50-100 б.п. при условии высоких цен на нефть.

Илл. 87. Параметры облигаций, выпущенных в рамках монетаризации долга РФ перед Германией

	3-летний выпуск	5-летний выпуск	10-летний выпуск
Дата погашения	25 октября 2007	25 октября 2009	25 октября 2014
Объем выпуска	2 млрд евро	1 млрд евро	\$2,4355 млрд
Тип купона	с плавающей ставкой	с фиксированной ставкой	с фиксированной ставкой
Ставка купона **	6M EURIBOR + 325 б.п.	7,75%	9,6%
Частота выплат в год	2	1	2
Цена размещения	100	100	100
Доходность к погашению *	-	7,764%	9,604%
Дюрация, лет	-	4,3	6,6
Система расчетов	Actual/360	Actual/ Actual	30E/ 360

Прим.: * – доходность к погашению превышает купонную ставку из-за укороченного периода для первого купона

** – для 3-х летнего выпуска ставка первого купона рассчитывается как линейная интерполяция между 3M- EURIBOR и 6M EURIBOR плюс премия 325 б.п.

Источник: Deutsche Bank, Goldman Sachs

Российский долг демонстрировал в июле высокую волатильность, завершив месяц смешанным изменением цен

Волатильность цен на российском долговом рынке резко повысилась в июле на фоне как внутренних, так и международных событий. Следующие новости оказали самое большое влияние на цены облигаций:

1. Очень успешное размещение облигаций Agies в рамках монетизации долга РФ перед Германией встретило высокий интерес со стороны инвесторов. Результаты размещения спровоцировали в начале июля значительный рост цен на российские суверенные выпуски.
2. Угроза банковского кризиса в России вызвала тревогу у иностранных инвесторов, которые предпочли зафиксировать прибыль, опасаясь активной продажи облигаций российскими розничными банками, высвобождавшими средства для обслуживания своих клиентов. На этой волне российские суверенные выпуски подешевели на 1-3% 6-8 июля.
3. Снижение напряжения в российском банковском секторе и низкие показатели инфляции в США способствовали полному восстановлению российского долгового рынка и даже подъему в период между 9-19 июля до апрельского уровня (93,88% от номинала за Россия-30).
4. Заявление главы ФРС США Алана Гринспена вызвало вторую волну продаж облигаций. В частности, 20-22 июля российские суверенные выпуски потеряли 1-3%. Это снижение цены свело на нет предыдущий ценовой рост, поэтому к концу месяца изменение цен российских еврооблигаций было смешанным.

Илл. 88. Основные события

Дата	Событие
30 июня	Комитет по открытому рынку ФРС США повысил ставку на 25 б.п. до 1,25%. Однако комментарии главы ФРС были весьма благоприятны для долгового рынка. Гринспен сообщил, что "инфляция несколько возросла за последние месяцы, однако составляющей этого увеличения были временные факторы". Результаты встречи ФРС инициировали ценовое ралли на мировом рынке долга.
1 июля	Европейский ЦБ оставил базовую ставку без изменения на уровне 2%. Это решение ожидалось, поэтому не повлияло на рынок облигаций.
2 июля	В июне в экономике США было создано 112 тыс. новых рабочих мест. Так как эксперты ожидали увеличение на 250 тыс., эта новость положительно повлияла на долговой рынок и привела к повышению цен на облигации.
2 июля	Успешное размещение облигаций Agies в рамках монетизации долга РФ. Новые облигации встретили чрезвычайно высокий интерес со стороны инвесторов (по некоторым оценкам спрос достиг \$24 млрд при объеме выпуска в \$6,1 млрд) благодаря привлекательной премии на вторичном рынке. Успешное размещение еще больше повысило оптимизм, ставший результатом слабых макроэкономических показателей в США.
6 июля	ВымпелКом увеличил объем своих еврооблигаций с погашением в 2009 г. на \$200 млн до \$450 млн
6 июля	Внутренняя нестабильность в России спровоцировала активную фиксацию прибыли на российском долговом рынке. Опасения относительно дефолта российских банков и негативные новости в отношении ЮКОСа сформировали пессимистические настроения, которые затем были усилены комментариями рейтинговых агентств. В частности, S&P заявило, что, "такие вопросы как ситуация вокруг ЮКОСа, нестабильность в банковском секторе и неопределенность относительно валютного законодательства создают волатильную ситуацию". Инвесторы интерпретировали это заявление как признак того, что S&P не планирует в ближайшем будущем повысить рейтинг России, а Moody's даже заявило о возможном снижении долгосрочного рейтинга 18 банков.
12 июля	Спад напряжения в российском банковском секторе стимулировал высокий спрос на российские долговые обязательства, что способствовало восстановлению российского рынка.
14-16 июля	Показатели инфляции в США демонстрируют признаки замедления темпов ее роста. Такая динамика воодушевила инвесторов и поддержала восходящий ценовой тренд на долговом рынке.
16 июля	Внешторгбанк разместил \$300 млн в 3-летние долговые инструменты с плавающей ставкой. Ставка купона равна LIBOR+290 б.п.
20-21 июля	Заявление главы ФРС США. Алан Гринспен выразил свой оптимизм относительно экономики США. Он заявил, что экономика США вступила в фазу устойчивого роста, что способствовало некоторому повышению цен. Более того, по его мнению, "экономика подготовилась к более динамичной корректировке процентных ставок". Заявление Гринспена расценивается как повышение вероятности агрессивного повышения официальных ставок США.
21 июля	ЦБ Бразилии сохранил ставку Selic без изменения на уровне 16%. Это решение ожидалось и не повлияло на котировки облигаций.
23 июля	Газпром успешно разместил \$1,25 млрд в 15-летние еврооблигации с доходностью к погашению 7,2%. Облигации, вероятно, получат рейтинг BBB- по методике S&P и Fitch, т.к. они обеспечены экспортными контрактами. Этот факт привлек новых инвесторов, главным образом, долгосрочных и консервативных. В результате этого спрос превысил \$4 млрд. В результате, доходность нового выпуска оказалась на 52 б.п. ниже доходности Россия-30 и на 150-160 б.п. ниже прошлых выпусков Газпрома.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 89. Динамика валютных облигаций на 30 июня 2004г.

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению	Текущая доходность	Дюрация	Спред к безрисковой ставке
			%	%	%	кол-во лет	бп
Еврооблигации							
Евро-05	7/24/05	105,13	0,00	3,4	8,32	0,95	127,57
Евро-07	6/26/07	112,00	0,00	5,5	8,93	2,58	247,64
Евро-10	3/31/10	107,13	-0,23	5,9	7,70	3,19	271,88
Евро-18	7/24/18	125,00	-0,79	8,0	8,80	8,11	341,55
Евро-28	6/24/28	143,00	-1,72	8,5	8,92	9,85	375,49
Евро-30	3/31/30	91,06	-0,41	7,8	5,49	8,40	317,15
Облигации Минфина							
Минфин 5	5/14/08	87,88	0,29	6,7	3,41	3,60	336,96
Минфин 6	5/14/06	96,75	0,52	5,0	3,10	1,75	233,88
Минфин 7	5/14/11	75,88	0,66	7,7	3,95	6,09	357,91
Минфин 8	11/14/07	92,25	0,82	6,0	3,25	2,68	298,76
Муниципальные облигации							
Москва-04	10/25/04	101,25	-0,55	4,4	10,12	0,23	225,06
Москва-06	4/28/06	109,21	-0,76	5,2	10,03	1,64	266,44
Ниж. Новгород	4/3/05	100,00	0,00	8,6	8,75	0,20	715,70
Банковский сектор							
Альфа-Банк	11/19/05	101,50	-0,98	9,5	10,59	1,22	720,18
Внешторгбанк-08	12/11/08	99,04	0,42	7,1	6,94	3,80	366,99
Газпромбанк-05	10/4/05	105,22	-1,06	5,0	9,27	1,08	268,07
Газпромбанк-08	10/30/08	96,74	0,00	8,2	7,49	3,65	476,82
Зенит	6/12/06	100,65	0,00	8,9	9,19	1,73	624,20
МДМ-Банк	12/16/05	101,00	-0,98	9,9	10,64	1,29	761,60
НИКойл	3/19/07	96,38	-1,33	10,6	9,34	2,32	771,49
НОМОС-банк	2/13/07	95,00	-2,86	11,5	9,61	2,21	860,44
Петрокоммерц	2/9/07	98,25	-0,76	9,8	9,16	2,21	694,85
Русский стандарт-05	5/28/05	102,31	0,00	8,0	10,75	2,40	602,28
Сбербанк	10/24/06	98,40	-0,14	Н/Д	2,92	Н/Д	Н/Д
Уралсиб	7/6/06	96,74	0,00	10,8	9,17	1,80	813,16
Нефтегазовый сектор							
Газпром-07	4/25/07	106,59	0,48	6,4	8,56	2,43	351,39
Газпром-09	10/21/09	111,98	-1,05	7,7	9,38	4,11	407,74
Газпром-10	9/27/10	100,43	0,36	7,7	7,77	4,80	410,33
Газпром-13	3/1/13	103,66	0,74	9,0	9,29	5,85	492,88
Роснефть	11/20/06	113,27	-0,58	6,4	11,26	2,04	364,24
Сибнефть-07	2/13/07	103,68	-1,10	9,8	11,09	2,16	698,42
Сибнефть-09	1/15/09	101,50	-1,20	10,3	10,59	3,64	691,96
ТНК	11/6/07	109,36	-0,74	7,7	10,06	2,78	463,29
Телекоммуникационный сектор							
АФК Система-08	4/14/08	100,89	-0,11	9,9	10,16	3,08	677,50
АФК Система-11	1/28/11	96,70	-0,92	9,6	9,18	5,03	568,17
Вымпелком	4/26/05	103,97	-0,89	4,8	10,05	0,71	291,42
МТС-04	12/21/04	102,35	-0,63	4,7	10,70	0,38	302,16
МТС-08	1/30/08	103,92	0,63	8,4	9,38	3,05	527,11
МТС-10	10/14/10	94,70	0,22	9,5	8,84	4,79	568,88
Металлургический сектор							
Евразхолдинг-06	9/25/06	98,93	-0,33	9,4	8,97	1,94	667,64
ММК-05	2/18/05	101,82	-0,66	6,2	9,82	0,54	405,33
ММК-08	10/21/08	96,25	0,66	9,1	8,31	3,57	571,52
Северсталь-09	2/24/09	92,38	-1,23	10,8	9,34	3,68	736,69
Другие							
Алроса	5/6/08	98,43	0,86	8,6	8,25	3,25	537,70
Вимм-Билль-Данн	5/21/08	93,50	-0,16	10,6	9,09	3,25	737,38

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

Индекс РТС: тестируя долгосрочную линию тренда

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

Илл. 90. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1-31 июля			
		Краткосрочный	Долгосрочный								
РТС	ЗАКРЫВАТЬ ЛОНГ 575-600	Медвежий	Медвежий	R4	620.29	38.2% FiboR	S1	522.72	Линия тренда	OP	519.17
				R3	605.51	6-месячная MA	S2	518.15	Минимум 28.07.04	HI	606.88
				R2	571.66	Максимум 1997 г.	S3	499.85	38.2% FiboR	LO	518.15
				R1	568.19	7-недельная MA	S4	411.63	50.0% FiboR	CL	540.27

Источник: оценка Альфа-Банка

- В июле индекс РТС тестировал сильный уровень поддержки вблизи долгосрочной восходящей линии тренда, но не смог опуститься ниже него
- По этой причине, на рынке вероятен кратковременный отскок от уровня 518-540 вплоть до 6-месячной скользящей средней 605
- Однако на среднесрочном временном горизонте индекс РТС имеет хорошие шансы «прорвать» долгосрочную восходящую линию тренда (522) сверху вниз, что может вызвать глубокое падение к 323-411 после краткосрочной консолидации около 500.
- По этой причине мы советуем нашим инвесторам **ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** в диапазоне 575-600, используя ожидаемый «отскок» на рынке.

Илл. 91. Индекс РТС – Технические месячные характеристики, по состоянию на 3 августа 2004 г.



Wed Aug 04 2004 11:28:39

COG © 2004

Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

Классический технический анализ

В июле индекс РТС тестировал долгосрочную восходящую линию тренда

Долговременная техническая «картинка» на месячных графиках индекса РТС (см. Илл. 91) выглядит достаточно мрачно с точки зрения российских и иностранных игроков на повышение. Во-первых, текущее значение индекса РТС опять находится ниже максимума 1997 года (571,66), кото-

рый естественно, сейчас представляет собой сильный уровень сопротивления в настоящий момент. Во-вторых, 6-месячная скользящая средняя линия на Илл. 91 уже сформировала свой максимум и начала понижаться. Более того, в июле индекс даже тестировал мощный уровень поддержки, заданный долгосрочной восходящей линией тренда, но резво «отскочил» от него. В августе значение восходящей линии тренда равно 522, и мы не думаем, что индекс РТС будет способен «прорваться» ниже него сходу. Более вероятно, что начавшаяся краткосрочная техническая коррекция к повышению распространится вплоть до 6-месячной скользящей средней (605), откуда и возобновится падение. Если это произойдет, то индекс РТС завершит формирование правого плеча потенциальной модели перелома тенденции «голова и плечи».

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

В среднесрочном плане, индекс РТС имеет хорошие шансы «прорвать» восходящую линию тренда (522) на Илл. 91 сверху вниз. Отметим, что потенциальная «линия шеи» в этом случае будет проходить приблизительно на этом ценовом уровне. Если прорыв ниже этих линий тренда действительно произойдет, это может 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 (см. Илл. 91).

Краткосрочный тренд и циклы

Краткосрочный тренд на РТС все еще медвежий, но быстрая линия тренда уже растет

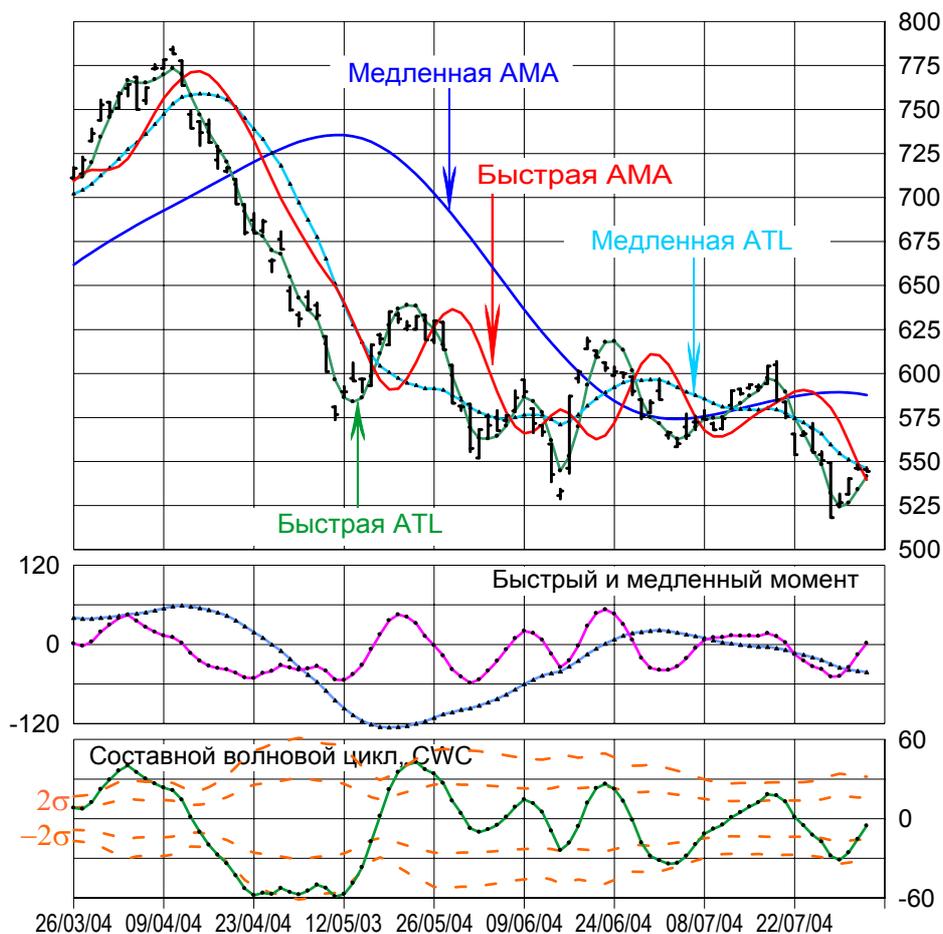
Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 92 продолжает плавно понижаться, хотя и демонстрирует видимое замедление темпа падения. Это указывает на то, что краткосрочный господствующий тренд на РТС все еще медвежий. В тоже время, быстрая адаптивная линия (ATL) тренда несколько дней назад миновала свое локальное «дно», и в настоящее время прогрессирует, вплотную приблизившись к медленной адаптивной линии тренда. Это указывает на начало, по крайней мере, технической коррекции в сторону повышения на российском рынке акций.

Быстрый момент достиг области положительных значений

Медленный момент в средней части Илл. 92 по-прежнему направлен вниз под небольшим углом, в то время как линия быстрого момента уже сформировала свой локальный минимум в области отрицательных значений и возобновила рост. Это тоже указывает на начало восстановления индекса РТС. По состоянию на 3 августа 2004 г. быстрый момент достиг нулевого уровня, что увеличивает шансы дальнейшего распространения технической коррекции к повышению на РТС в течение последующих нескольких дней.

Краткосрочный CWC возобновил рост от уровня минус два «сигма»

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 92 тоже прошел свою локальную «впадину» в сильно перепроданной области вблизи уровня минус два «сигма» и возобновил фазу роста в тандеме индикатором быстрого момента. Однако, на наш взгляд, более важным является то, что фаза роста краткосрочного CWC сопровождается сильной бычьей дивергенцией относительно быстрой адаптивной линией тренда на Илл. 92. Это значит, что происходящий на рынке РТС довольно слабый «отскок» вскоре может преобразоваться в новую краткосрочную восходящую тенденцию.

Илл. 92. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 3 августа 2004 г.


Источник: оценка Альфа-Банка

Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд на РТС остается медвежьим

Долгосрочный тренд на РТС остается нисходящим, так как медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 93 в настоящее время понижается, находясь ниже медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Быстрая адаптивная линия тренда (АТЛ) также скользит вниз вдоль медленной адаптивной линии тренда (АТЛ). К тому же, медленная адаптивная скользящая средняя линия (АМА) уже сформировала свою крупную вершину и начала нисходящее движение. Этот факт, безусловно, является долгосрочным медвежьим сигналом, и, на наш взгляд, не может радовать крупных портфельных инвесторов.

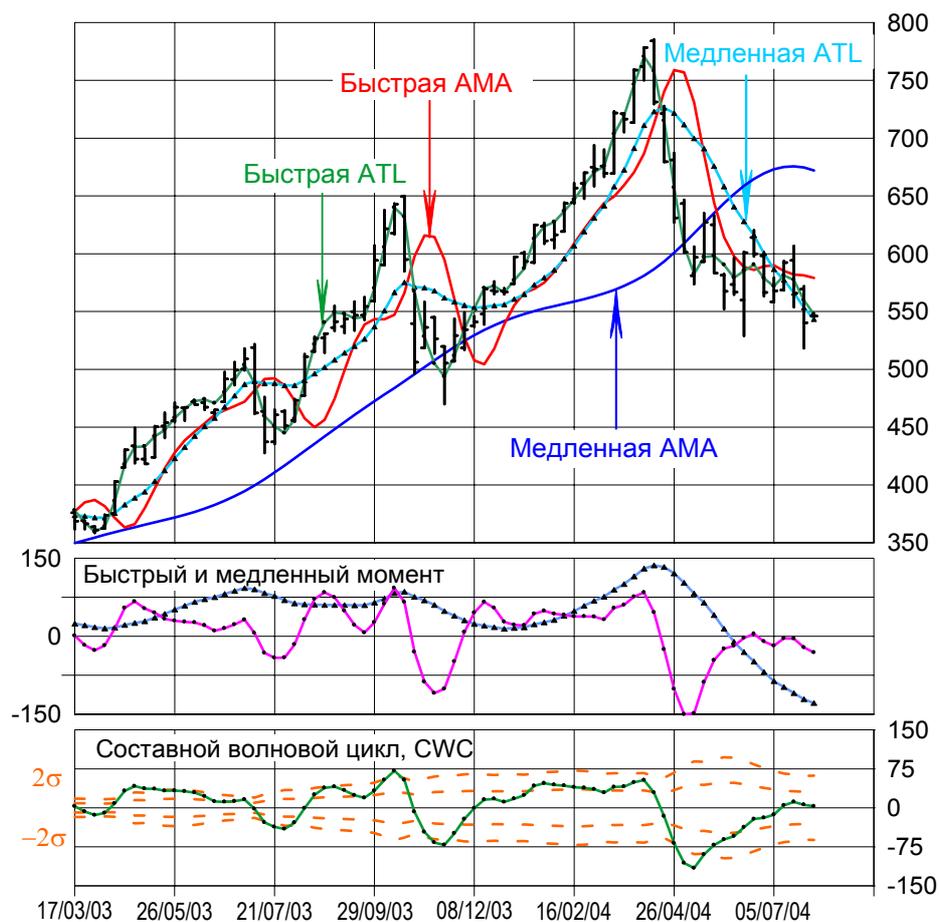
Индикатор медленного момента приближается к локальному минимуму

Индикатор медленного момента в средней части Илл. 93 продолжает понижаться в области отрицательных значений в тандеме с индикатором быстрого момента, которому так не удалось пробиться в желанную область положительных значений. Пока мы видим только одну потенциально бычьую предпосылку в средней части Илл. 93, а именно: линия медленного момента достигла очень большого отрицательного значения (около -150) и в настоящее время явно замедляет свое темп своего падения. Это может означать, что медленный момент уже приближается к своему локальному минимуму.

Долгосрочный CWC достиг нулевой отметки и консолидируется

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) уже достиг нулевой отметки и начал консолидироваться вблизи нее. Мы ожидаем, что он возобновит свой рост через несколько недель, и оцениваем потенциал роста за счет долгосрочного CWC в 75 базисных пунктов.

Илл. 93. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 2 августа 2004 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Уровни поддержки и сопротивления

Ключевой уровень поддержки на РТС равен 522

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС даны на Илл. 90 и Илл. 91. Ключевой уровень поддержки сейчас расположен вблизи 522. Другая важная область поддержки расположена вблизи 500. Сильный уровень сопротивления определяется 6-месячной скользящей средней линией, текущее значение которой равно 605.

Потенциал роста и падения

Учитывая состояние фондового рынка, мы делаем следующие выводы:

Кратковременный отскок на РТС вплоть до 605 вероятен от текущих ценовых уровней

1. Недельные графики на Илл. 93 указывают на то, что долгосрочная тенденция на РТС, определяемая нами по медленной адаптивной линии тренда (АТЛ), остается нисходящей, в то время как долгосрочный составной волновой цикл (СWC) сейчас консолидируется вблизи нулевого уровня.
2. Краткосрочный тренд на РТС тоже медвежий, но имеется, по крайней мере, две бычьих предпосылки. Первое, индекс РТС закрылся выше сильного уровня поддержки 540 после кратковременно падения до 518, что должно рассматриваться как потенциальная техническая модель «медвежья западня». Второе, наблюдается сильная бычья дивергенция краткосрочного составного волнового цикла (СWC) относительно быстрой адаптивной линии тренда на Илл. 92. Эти бычьи предпосылки могут привести к возвращению краткосрочной восходящей тенденции на РТС спустя довольно непродолжительное время.

Однако на среднесрочном горизонте вероятно прорыв ниже 522

Мы рекомендуем ЗАКРЫВАТЬ ЛОНГИ по 575-600

3. К тому же, в июле индекс РТС тестировал сильный уровень поддержки вблизи долгосрочной восходящей линии тренда, но не смог опуститься ниже его. Учитывая этот факт и упомянутые выше бычьи предпосылки, мы полагаем, что краткосрочный отскок вплоть до 6-месячной скользящей средней весьма вероятен от текущих ценовых уровней на РТС.
4. Однако долгосрочная техническая картинка на Илл. 91 выглядит далеко не оптимистично для «быков». Мы полагаем, что на среднесрочном временном горизонте индекс РТС имеет неплохие шансы успешно завершить крупную модель перелома тенденции на вершине «голова и плечи» и «прорваться» ниже текущего значения долгосрочной восходящей линии тренда 522. Такой прорыв, если он состоится, может послужить триггером для начала масштабного сброса российских акций, и вызвать глубокий «обвал» индекса РТС до 323-411 после непродолжительной консолидации вблизи 500.
5. По этой причине мы советуем нашим инвесторам ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ в диапазоне 575-600, используя ожидаемый «отскок» на рынке.

Эта страница специально оставлена пустой

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

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

Аналитический отдел

Телефон/Факс
Со-начальник аналитического отдела, Телекоммуникации
Со-начальник аналитического отдела, Нефтяная и газовая промышленность
Главный стратег
Нефтяная и газовая промышленность
Макроэкономика, банковский сектор
Энергетика
Телекоммуникации/Интернет
Металлургия, машиностроение

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

Метью Томас

Кристофер Уифер
Метью Томас, Анна Бутенко
Наталья Орлова
Виталий Зархин, Наталья Деветьярова
Андрей Богданов, Светлана Суханова
Максим Матвеев CFA, Павел Соколов,
Наталья Шевелёва,
Александр Свинов

Потребительские товары

Государственные ценные бумаги

Валентина Крылова, Екатерина Леонова,
Оксана Клыпина
Владимир Кравчук
Ангелика Генкель, к.э.н.

Технический анализ
Аналитическая поддержка российских клиентов
Переводчик

Ринат Гайнуллин

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам

(7 095) 795-3672, (7 095) 795-3673
Кирилл Суриков
Олег Мартыненко, Александр Насонов
Константин Шапшаров, Михаил Портной
Армен Петергов, Тамара Заречнева

Рынки капиталов/Структурированные продукты
Адрес

Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс
Продажи

(44 20) 7588-8500/(44 20) 7382-4170
Максим Шашенков, Стив Доунер,
Питер Бобрински
City Tower, 40 Basinghall Street
London, EC2V 5DE

Адрес

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

(212) 421-8564/1-866-999-ALFA/(212) 421-8633
Николас Бич
Майкл Каплан
540 Madison Avenue, 30th Floor
New York, NY 10022

© Альфа-Банк, 2004 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

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

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