

Июль: Стальные нервы

7 июля 2004

www.alfabank.ru

Москва

Тема: На сильном рынке стали рекомендуем Северсталь

- Инвесторы на рынке акций продолжают пребывать в состоянии тревожного ожидания из-за противоречивых событий и заявлений в отношении дела о неуплате налогов компанией Юкос.** В этой ситуации балом правят российские трейдеры-спекулянты, что уже привело к росту волатильности рынка. С начала года индекс РТС в небольшом минусе (-1,3%), но по сравнению с пиком рынка (12 апреля) падение намного заметнее (-28%). От исхода дела Юкоса во многом будет зависеть и настрой рынка, и степень рискованности инвестиций в Россию до конца текущего года.
- Рынок облигаций пострадал меньше: макроэкономическая ситуация продолжает улучшаться.** Среди негативных факторов следует отметить рост доходностей облигаций на большинстве развивающихся рынков, выжидательная позиция S&P и Fitch, затягивающих присвоение инвестиционного рейтинга России и резко выросшее предложение облигаций в результате секьюритизации Германией части ее долговых требований к России в рамках Парижского клуба. Кроме того, зарубежные рынки, по-видимому, приготовились впасть в долгую летнюю «спячку»: надежды на подъем экономики США пока не получают достаточного подтверждения, сохранение высоких темпов экономического роста в КНР также под вопросом, процентные ставки и цены на нефть растут.
- На мировом рынке стали цены выросли с начала года более чем на 40%; мы прогнозируем некоторое снижение цен во втором полугодии.** Экспортные цены на горячекатаную и холоднокатаную сталь, произведенную в СНГ, выросли с начала года на 72% и 41%, соответственно. Мы полагаем, что пик цен на сталь пройден, а с учетом ожидающегося замедления роста китайского импорта можно прогнозировать некоторое снижение мировой цены во второй половине 2004 г. Т.о., наш последний прогноз по средней экспортной цене на холоднокатаную сталь по итогам 2004 г. – \$450/т, на горячекатаную сталь – \$375/т, что соответственно на 21% и 20% ниже аналогичных цен на текущую дату.
- Во 2-м кв. 2004 г. средняя норма операционной рентабельности у российских металлургических предприятий достигнет 35%.** Учитывая выросшие цены на мировом и внутреннем рынке стали, мы ожидаем, что финансовые показатели в отчетах российских предприятий черной металлургии за 2-й кв. 2004 г. улучшатся. По нашим оценкам, во 2-м кв. 2004 г. средний уровень нормы операционной рентабельности достигнет 35% по сравнению с 29% в 1-м кв. 2004 г. Главной нашей рекомендацией по акциям предприятий российской черной металлургии остается Северсталь.

Портфельные рекомендации*

Суворенные облигации	Особенно «длинные». Спреды по доходности относительно Казначайских обязательств США неоправданно высоки.
Корпоративные облигации	Особенно с длинным сроком погашения и первоклассных эмитентов, в т.ч. МТС-2010 по цене 9,8%, Сибнефть-2009 – 10%, Газпром-2010 – 7,8% и Газпром-2013 – 9,2%
Газпром внутр. Северсталь	Потенциал роста 61%. Стратегическая бумага на 2004 г. Потенциал роста 59%. Меньше зависит от конъюнктуры китайского рынка, чем Норильский Никель.
МРК	Динамично развивающаяся отрасль. Уралсвязьинформ (потенциал роста 30%), ЮТК (56%), Сибиртелеком (47%), ВолгаТелеком (14%)
МТС	Потенциал 24%. Компания динамично развивается.
ВымпелКом	Потенциал 33%. Компания динамично развивается.
Сбербанк	Потенциал роста до DCF-цены небольшой (13%), но больше других банков выигрывает от роста экономики и восстановления цен долговых бумаг.
Мегионнефтегаз	Хорошая возможность «сыграть» на консолидации активов во «втором эшелоне».
Трубные заводы	У акций ЧТПЗ и Выксунского метзавода большой потенциал роста и хорошие прогнозы по финансовым показателям. После недавних заявлений Путина о необходимости ускорить строительство нефтепроводов рейтинги этих заводов могут вырасти.

Прим.: * временной горизонт – 3-6 месяцев

Последние публикации

Последние новости по Юкосу: Встречайте холодные новости с холодным сердцем	Мэтью Томас, Анна Бутенко	5 июля 2004 г.
Встреча Путина с ведущими бизнесменами на фоне нерешенных проблем	Krisch Uyfer	1 июля 2004 г.
МТС 2003 г. (US GAAP): Игра на консолидации	Андрей Богданов, Светлана Суханова	28 июня 2004 г.
МТС в 1кв2004: сильные результаты подтверждают рекомендацию ПОКУПАТЬ	Андрей Богданов, Светлана Суханова	21 июня 2004 г.
Банковский сектор: ЦБ «разруливает» ситуацию	Наталья Орлова	9 июня 2004 г.
G-8: в центре внимания энергетическая стратегия России	Наталья Орлова	9 июня 2004 г.
Норильский Никель: слишком большие затраты снижают рентабельность	Максим Матвеев, CFA	4 июня 2004 г.
ВымпелКом в 1кв04: смешанные результаты, скорее «в плюсе»	Андрей Богданов, Светлана Суханова	1 июня 2004 г.
ОМЗ продает активы с 30%-ной скидкой	Максим Матвеев, CFA	24 мая 2004 г.

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

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ

research@alfabank.ru

(7 095) 795-3676

Заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

СОДЕРЖАНИЕ:

Комментарии по рынку	3
На сильном рынке стали рекомендуем Северсталь	11
В январе-мае 2004 г. КНР обеспечила 60% общемирового роста производства стали	11
В 1-м кв. 2004 г. металлурги получили на 50% больше выручки, чем в 1-м кв. 2003 г.	13
Во 2-м кв. 2004 г. средняя норма операционной рентабельности достигнет 35%.....	15
В 2004 г. средний дисконт по коэффициенту EV/EBITDA относительно развивающихся рынков составляет 41%.....	15
Динамика и оценка акций	19
Графики.....	22
Календарь событий.....	24
Экономика и политика.....	25
Новости компаний и отраслей.....	27
Нефть и газ	27
Энергетика	36
Телекомы	38
Металлургия.....	45
Машиностроение	48
Пищевая промышленность и розничная торговля	51
Банковский сектор	54
Рынок облигаций	56
Индекс РТС: следя нисходящей тенденции.....	60



Комментарии по рынку

Кристофер Уифер, (7095) 103-7322

Появляются Силовики

Год назад, 2 июля 2003 г., арест Платона Лебедева привнес в инвестиционную ситуацию новую динамику, т.е. вероятность «схватки» между большим бизнесом и правительством. Он также породил в языке делового и инвестиционного сообщества России новое слово: «силовики» – люди с опытом работы в спецслужбах, ныне доминирующие в руководстве страны, которым Путин, в основном, доверил работу по достижению главных целей его президентства. Сейчас вопросы, занимающие инвесторов, сводятся к тому, каковы эти цели, и как изменится уровень риска по акциям, когда Путин и его близкие советники из *Нового политбюро* применят механизмы достижения этих целей.

За 4 года нефтяного бума правительство смогло установить полный контроль над страной

Прежде всего, правительство использует благоприятные условия, столь резко изменившие финансовое состояние экономики (а с тем и настрой фондового рынка России), чтобы не только оплачивать гигантский рейтинг популярности Путина, но и вновь претендовать на видное место в мировой политике. За прошедшие четыре года правительство подчинило, отеснило или включило в свой состав различные группы, при Ельцине боровшиеся за власть в Кремле, и в итоге контролирует сегодня все командные высоты в России.

Пока что, несмотря на всю риторику, в деле реформ прогресс мал

Однако, несмотря на всю сильную риторику Путина и его министров о необходимости реформ, сравнительно небольшой прогресс виден в создании механизмов, нужных для достижения этих целей. Даже реформы, считающиеся важными для инвестиционного климата (реформа естественных монополий, реформа банковского сектора и рационализация административной системы) идут медленнее, чем можно предположить, судя по высказываниям официальных лиц. Хотя Путин продолжает настаивать на ускоренном проведении этих реформ, в действительности они по-прежнему тормозятся. Вместо реформ инвесторы видят, что правительство занимает позицию (почти непреодолимой) силы для наступления на одну из самых успешных компаний и, по-видимому, намеревается лишить ее владельцев их собственности. Возможно, это делается не для того, чтобы обанкротить Юкос, но последствия для инвестиционного климата могут быть печальны.

Текущие события могут повлиять на инвестиционную ситуацию либо благоприятно, либо весьма негативно

В ближайшие недели расследование МНС по делу Юкоса обещает выльиться в масштабный пересмотр налоговых схем, которые несколько лет назад использовались добывающими компаниями. Т.о., дело против Юкоса – показательное дело, которое станет прецедентом для налоговых претензий к другим компаниям. Вскоре документ Счетной палаты о проверке сделок приватизации эпохи Ельцина ляжет на стол правительства, и это, по ряду признаков, подстегнет требования о пересмотре изначальных стоимостных оценок с целью востребовать возможные «недоплаты». Эти два события чреваты возможностью конфликта между бизнесом и правительством, и если они будут решены в агрессивном ключе, то способны значительно ухудшить инвестиционный климат России и ее реноме в мировом сообществе.

Фондовые инвесторы по-прежнему верят в Путина

Тем не менее, причина, по которой фондовый рынок не рухнул и сохраняет надежду – это вера в то, что Путин привержен целям, которые он последовательно ставил перед страной и ее экономикой в период первого срока. Для достижения этих целей Путин, видимо, следует по пути, успешно пройденному такими странами, как Чили, Сингапур и – в последнее время – Китай. Для этих стран характерна сильная центральная власть, сумевшая выстроить доверительные отношения с бизнесом и инвесторами, уменьшив негативное влияние монополий, вымести вон «кумовской капитализм». Самое важное, власти смогли привлечь в эти страны крупные инвестиции из зарубежных и отечественных источников.

**Опасная балансировка**

Завершение унаследованных от эры Ельцина проблем каким-либо крайне негативным способом привело бы, как минимум, к отсрочке инвестиций в экономику и к риску вступления России на путь, уже пройденный Индонезией и Филиппинами. В последние четыре года Путин настойчиво давал понять, что стремится избежать развития России по этому пути. Однако он хочет разрешить унаследованные им проблемы (приватизационных нарушений, ухода от налогов) так, чтобы, с одной стороны, соответствовать ожиданиям избирателей и, с другой стороны, сохранить доверие инвесторов и международные позиции России.

Путин соблюдает четкий порядок действий, которые, в свою очередь, имеют приоритеты

Путин преследует свои цели весьма методично. В первый период президентства главной его целью было создание мощнойластной платформы, с которой он мог уже продвигать реформы, добиваться расширенного роста экономики и бороться с бедностью. Ради этих целей он должен располагать поддержкой со стороны российского бизнеса и при этом сохранить мандат народного доверия. Создается впечатление, что для достижения главных экономических целей он соблюдает четкий порядок действий: сначала установить прочную власть Кремля, затем решить проблемы, унаследованные от эпохи Ельцина, и, в конце концов, выстроить партнерские отношения с инвесторами и лидерами бизнеса.

Лишь теперь Путин контролирует страну полностью

Несмотря на впечатление, сложившееся после 2000 г., Путин и его *Новое политбюро* не были достаточно сильны, чтобы сразу вести борьбу на многих фронтах. Проведение реформ, которые могли бы столкнуться с противодействием бюрократов и своеобразных лоббистских групп, должно было начаться после восстановления могущества Кремля как единственного центра власти в стране. Это сегодня обеспечено. Теперь на авансцену вышли экономические приоритеты, и дела против Юкоса и Менатеп должны обеспечить правительству сотрудничество со стороны большого бизнеса.

Впереди – бурные недели

Хотя ближайшие недели или месяцы могут стать для фондового рынка бурными, завершение основных коллизий (Юкос, пересмотр налоговых и приватизационных дел) самым негативным для рынка способом просто несовместимо со всем тем, о чем Путин говорил в последние четыре года.

Год сильных потрясений

В прошлом году фондовый рынок пережил ряд новых исторических максимумов и глубоких коррекций, а инвесторы пытались истолковать последствия часто противоречивых событий и сигналов, поступавших из Кремля. Не считая тех событий случайными, мы находим подтверждения тому, что среди Силовиков сформировалась группа (мы называем ее «*Новое политбюро*»), решительно вытеснившая ельцинскую «семью» из высшейластной иерархии. Эти люди во главе с Путиным следуют обширному плану, выросшему из тех убеждений, что сложились у нового президента и его советников к моменту прихода во власть 31 декабря 1999 г. Без решения задач, поставленных этим планом, мечты «*Нового политбюро*» о модернизации России и наведении порядка не переживут президентства Путина.

События последних 12 месяцев были не случайностью, а частью плана нового «Политбюро»

Он спешит воспользоваться благоприятными, но зыбкими финансовыми условиями, сложившимися для России за четыре года высоких доходов в добывающих отраслях. Путин хочет использовать эту «финансовую платформу» для ускорения роста (и увеличения инвестиций) в отраслях, ориентированных на внутреннее потребление. Для этого придется пойти на определенные риски, выдержать неприятие со стороны тех, кто относится к его главным целям без энтузиазма. Об этом говорят дела против Юкоса и Менатеп, основной смысл которых – обеспечить себе максимальную лояльность со стороны собственников других компаний, а также поддержку в лице чиновников.

Путин торопится использовать хорошие финансовые показатели России и стабилизированную политическую ситуацию для быстрейшего осуществления основных экономических задач



**Будучи первым
российским
политиком-
реалистом, Путин
осознает, что исход
следующих выборов,
скорее всего, будет
зависеть от
благосостояния
граждан**

**Нет такой цели
увеличить размер
активов в
собственности или
управлении
государства – есть
цель заручиться
полной поддержкой со
стороны частного
сектора**

**Путин не хочет
рисковать
вступлением в ВТО**

**Главной задачей
первого
президентского срока
Путина была
централизация
 власти, второго –
укрепление экономики.
Сформирован новый
«ближний круг»
преданных президенту
людей**

**В центр власти
приходят новые люди,
кого-то из
старожилов из него
убирают**

**Эра олигархов
завершилась
революцией**

Не разделяя озабоченности инвестиционного сообщества и мировой прессы, российские опросы общественного мнения показывают гигантскую народную поддержку усилиям президента по изменению структуры факторов экономического роста и более равномерному распределению богатств среди населения. Эта поддержка, которая гораздо важнее поддержки его бывших коллег по спецслужбам, является реальной силой Путина и оправдывает любые методы, используемые им для достижения своих целей. Путин – первый в истории России/СССР руководитель – приверженец *реальной политики*. Он быстро оценил преимущества, которые имеет политик, целующий детей, посещающий регионы, летающий на истребителях и являющийся олицетворением современной России на международной арене. Он также понимает (как президент США Клинтон понимал в 1992 г.), что следующие выборы можно будет выиграть или проиграть – в зависимости от экономического положения страны, и от соответствия ожиданиям избирателей. Если ему удастся продолжить диверсификацию факторов роста экономики и курс на перераспределение доходов, то его политический имидж и основные идеи только укрепятся.

Путин не хочет, чтобы государство стало более крупным, чем сейчас, собственником/менеджером активов, за исключением, может быть, большей роли государства в нефтяном секторе (см. раздел ниже). Повторная национализация или конфискация активов не соответствует объявленной программе уменьшения власти монополий, борьбы с коррупцией и бюрократизмом и особенно создания конкурентоспособной промышленной основы. Опыт советского управления и явные проблемы все еще государственных предприятий на фоне эффективности частного бизнеса не оставляют на этот счет сомнений. Вместо этого Путин хочет сохранить полный государственный контроль над «инфраструктурой» (например, газо- и нефтепроводы), при обеспечении активной поддержки целям правительства со стороны предпринимательского сообщества.

Одна из этих целей – в том, чтобы Россия заняла достойное место среди ведущих стран мира. Для Путина важно членство России в ВТО и группе G8. Он знает, что любая организованная политическая кампания против крупного бизнеса в России поставит это членство под угрозу и даже может привести к отзыву приглашений в эти организации.

Главной задачей первого президентского срока Путина было обеспечение прочной централизованной власти и гарантий, что «Новое политбюро» заполнит большинство руководящих постов *Силовиками*, (т.е. людьми с опытом работы в спецслужбах), которых считают менее коррумпированными и более свободными от влияния финансово-промышленных группировок. Главной задачей второго президентского срока является продвижение экономической программы, и чтобы достичь успеха, Путин кооптировал в «Новое политбюро» верных соратников – профессионалов в области права и экономики. Их задача – следить за применением механизмов, критически важных для успеха основного плана в ходе ближайших четырех лет.

За последний год дела против ЮКОСа и Менатеп и постоянные слухи об угрозах в адрес других компаний нередко вселяли в инвесторов чувство удивления и беспокойства. Кооптация свежих сил в «Новое политбюро» уже породила ряд спекуляций на тему борьбы за власть в коридорах правительства, и это, вероятно, добавит рынку чувство неуверенности. Оно лишь растет по мере того, как министры, имеющие благоприятное реноме в глазах инвесторов, вытесняются из «ближнего круга», где решено твердо следовать установленному курсу.

Мы вступаем в период, когда проблемы «ельцинского наследия», в конце концов, начинают подвергаться пересмотру, а с инвесторами и компаниями, обогатившихся за счет государства, взыскивается некоторая финансовая компенсация. В этих условиях рынки акций и облигаций, скорее всего, останутся нервозными и волатильными. Недавно заместитель премьер-

министра сделал строгое предупреждение, заметив, что «этим летом многим будет не до отдыха на Гаваях... Им придется вместо солнечных очков покупать свежие газеты». Потрясения, связанные с закатом эры олигархов, еще не кончились.

Илл. 1. Структура власти при Путине



Источник: Альфа-Банк

Краткие выводы

Сильная стартовая позиция

Значительная поддержка при высоком уровне ожиданий

Вероятно, контроль над инвестиционными проектами нефтяных компаний будет ужесточен

Итог пересмотра налоговых дел может внезапно пополнить федеральный бюджет на сумму \$20 млрд

Пересмотр сделок приватизации может дать, как минимум, еще \$10 млрд

- Путин создал сильную властную опору и пользуется благами значительной финансовой «платформы», с которой он начнет осуществлять главную фазу реструктуризации экономики.
- Идеи Путина (и его окружения в «Новом политбюро») о более приверженной порядку и модернизированной России пользуются поддержкой 80% населения. Уровень поддержки в большой мере основан на ожидании роста уровня жизни и сокращения разрыва между богатейшей и беднейшей частями населения. Сейчас этот разрыв составляет 15 раз, тогда как исторический опыт говорит о том, что уже десятикратный разрыв ведет, в конечном счете, к социальной фрустрации и политической дестабилизации. Отсюда – попытка Путина как можно скорее, до следующих выборов, продемонстрировать результаты.
- Чтобы обеспечить выполнение программы развития отечественной экономики, не отказываясь от ее дальнейшей интернационализации, правительство Путина, вероятно, установит жесткий контроль над главным стратегическим ресурсом страны – ее нефтяными потоками. При этом нельзя исключить создание крупной государственной нефтяной компании, но мы прогнозируем, как минимум, усиление контроля над инвестициями нефтяных компаний путем изменения лицензионных условий.
- Возможно, завершение процесса пересмотра налоговых и приватизационных дел приведет к неожиданно крупному пополнению федерального бюджета. Какая это будет сумма, трудно оценить даже приблизительно, но один лишь Юкос, видимо, вынужден будет заплатить порядка \$6-8 млрд. Хотя маловероятно, что налоговые претензии к другим добывающим компаниям будут столь же велики, общая сумма может достичь \$20 млрд.

Столь же трудно даже грубо оценить, сколько может дать пересмотр приватизационных сделок 1990-х гг., но глава Счетной палаты недавно заявил, что (по результатам его ведомственной проверки) выходит, что Сибнефть продана на \$1,5 млрд дешевле, чем нужно.

**Из этой «копилки»
можно оплатить
стимулы роста в
других отраслях**

**Иностранным фирмам
дадут доступ к новым
месторождениям – с
тем, чтобы заполнить
новые экспортные
нефтепроводы**

**Ускоренное развитие
экономики
предполагает
повышенный уровень
риска и сохранение
волатильности рынка**

**Ориентироваться на
Чили, при том избегая
повторения ошибок
Индонезии**

**Догнать Португалию
можно и к 2015 г., но
перегнать ее удастся
не раньше 2027 г. или
даже 2040 г.**

**Необходимость
 положить конец
 неопределенности и
 привлечь капитал**

Общая сумма, могущая быть восстремованной по итогам проверок, легко добавит \$30 млрд в бюджетную копилку, из которой можно будет оплатить стимулы роста в других отраслях.

5. Весьма вероятно, что иностранные нефтяные компании получат возможность существенного участия в разработке новых месторождений нефти. Месторождения призваны наполнить экспортные нефтепроводы, что будут введены в эксплуатацию, скорее всего, в конце 2007 г. До того же момента ожидается трехлетний период (отсчет которого начнется в конце текущего года) без значительного роста добычи нефти. Это позволит сосредоточить максимум усилий на создании механизмов, обеспечивающих рост в других отраслях экономики, а также запаси большие финансовые средства, которые могут потребоваться для оплаты этих механизмов.
6. Хотя новыми «паролями» в игре могут стать «диверсификация» и «конкурентоспособность», ее названием точно будет «скоростная экономика». Ускорение экономики означает повышение рисков и усиление роли государства, что неизбежно породит изменчивость восприятия рисков инвестиционным сообществом. А это – наряду с сохранением динамики сравнительно небольшой доли акций в обращении (всего около 28%, или \$60 млрд) должно будет и впредь обеспечить в РТС (как индексе развивающегося рынка) высокий показатель «бета».
7. *Новое политбюро* отдает предпочтение экономической модели, успешно примененной в Чили, Сингапуре и Китае, и явно надеется избежать ошибок, совершенных такими странами, как Индонезия и Филиппины.
8. Удвоение ВВП к 2010 г. вполне возможно, если средняя экспортная цена нефти Urals будет выше \$22 за баррель. Выйти на текущий уровень Португалии по объему ВВП на душу населения можно к 2015 г., но перегнать ее по тому же показателю удастся не раньше 2027 г. или даже 2040 г.

Риски

В общем, Путину требуется положить конец чувству неопределенности, которое – если не пройдет или надолго задержится в период его второго президентства, может затормозить или даже провалить инвестиционные проекты, а также расстроить финансовые планы как предпринимателей, так и потребителей. Путину следует улучшить общий инвестиционный климат, привлекающий не только стратегических инвесторов (например, в лице иностранных нефтяных компаний), но и капиталовложения в обрабатывающую промышленность и сектор услуг.

Инвестиционные риски, в основе которых лежит потенциальный крах экономической модели (либо рост опасений такого краха), можно разделить на две простые категории: краткосрочные и долгосрочные:

Краткосрочные:

1. Пересмотр приватизационных сделок (см. материал от 10 июля) и последующие попытки заставить всех тех, кто на них нажился, «доплатить» за недооцененные активы
2. Условия урегулирования налоговых претензий к Юкосу, особенно если они подорвут способность компаний эффективно действовать и развиваться, или если будут ущемлены права меньшинства



3. Исход дела против Менатеп, особенно если суд примет решение о конфискации имеющихся у компании акций Юкоса с целью отобрать у Менатепа счета многочисленных инвесторов, находящихся у nominalных держателей, что приведет к резкому снижению стоимости Юкоса (из-за попыток передать контрольный пакет государству или из-за негативных последствий затягивающегося судебного процесса)
4. Отмена «двойного рынка» акций Газпрома на неопределенное время отложена.
5. Рост спекулятивных инвестиций в активы, такие как недвижимость, негативно влияющий на затратную базу российской промышленности и вызывающий риск дестабилизации экономики.
6. Министр экономики Греф может быть отнесен на «обочину» и даже уйти в отставку. Поскольку он – один из «дружественно настроенных к инвестору» министров в правительстве Путина с первого его срока, это может иметь негативные краткосрочные последствия. Положение другого «дружественно настроенного к инвестору» лица – министра финансов Кудрина – также представляется все более шатким, что чревато его исключением из «Ближнего круга».
7. Пересмотр лицензионных условий в нефтянке способен повредить ее инвестиционному климату, если правительство попытается таким способом переключить инвестиции с усиленной добычи нефти на ее разведку, т.е. на несколько лет выправить (вызывавший в последние годы беспокойство) перекос в пользу финансирования добычи.
8. Рост нестабильности или потеря доверия к банковскому сектору. Это уменьшит объем ликвидности, доступной отечественным инвесторам и трейдерам.
9. Рост терроризма, особенно крупный теракт в одном из главных городов.
10. Внешний шок: резкое падение цен на нефть, прекращение роста экономики Китая, откат рынка акций (глобального или развивающихся рынков).

Долгосрочные

Риски связаны с явным противоречием между заявленными целями в заданных временных рамках

При всей трудности задач, времени на их решение у Нового политбюро мало

Риск игры на обострение

Крупной долгосрочной проблемой экономики является снижение численности рабочей силы

Долгосрочные риски связаны скорее с явными несоответствиями между заявленными правительством целями снижения нефтяной зависимости при сохранении темпов роста ВВП в 7,0%, при сдерживании реального повышения курса рубля в пределах 7% и снижении уровня инфляции до 3%.

Очевидная трудность достижения этих целей не раз подчеркивалась представителями МЭРТ и Центрального Банка. Ответом Кремля стало постепенное изъятие у этих ведомств полномочий по планированию и ведению экономической политики – в пользу усиления роли специальных комитетов (учрежденных для анализа механизмов удвоения ВВП и продвижения реформ), подчиняющихся напрямую премьер-министру. Однако без решения этих задач главная цель *Нового политбюро* – к следующим выборам резко снизить уровень бедности в стране – достигнута не будет.

Реальной угрозой долгосрочному инвестиционному сценарию являются все более опасные механизмы, с помощью которых *Новое политбюро* может попытаться добиться успеха, или еще большее вмешательство государства в инвестиционные планы большого бизнеса.

Другой крупной долгосрочной проблемой является снижение численности населения, в целом, и рабочей силы, в частности. Если эта тенденция сохранится, то воспрепятствует долгосрочному росту экономики. При



этом значительная часть рабочей силы сосредоточена «не в том месте», или не обладает нужной квалификацией.

«Противоядие»

Но противоядия есть

У правительства в запасе – потенциальные «хорошие новости»: ряд мер, которые можно предпринять (либо объявить), если (или когда) возникнет необходимость противопоставить их «плохим новостям», нервирующим инвесторов или деловое сообщество. В числе этих мер:

1. Разрешение торговать акциями Газпрома на МИСЕХ;
2. Объявление четкого графика и механизма отмены «двойного рынка» акций Газпрома;
3. Согласие на принцип амнистии в отношении ухода от налогов, приватизационных сделок и, возможно, бегства капиталов – как только текущие проверки будут завершены;
4. «Снятие возражений» против покупки пакета акций Сибнефти иностранной нефтяной компанией, особенно если это станет частью более широкой сделки, которая позволит конвертировать оставшиеся у акционеров бумаги Юкоса в бумаги его конкурента;
5. Подтверждение планов допуска (или поощрения) иностранных нефтяных компаний к разработке потенциальных запасов нефти (в Восточной Сибири, на Дальнем Востоке, Арктическом шельфе).

Рекомендации по портфелю

Стратегический портфель имеет прогнозный горизонт от 3 до 12 месяцев

Данные нами основные портфельные рекомендации перечислены в нашем Стратегическом портфеле. В нем отражена наша оценка тренда фондовых цен за прогнозный период свыше 12 месяцев. Оценка частично основана на прогнозируемом тренде выручки (каким он представляется из расчетов «справедливой цены» по методу DCF – «дисконтированного денежного потока»), частично – на рисках и возможностях, вытекающих из ожидаемой стратегии правительства.

Текущий перечень (подробнее см. ниже) включает:

1. Суверенные еврооблигации (особенно с большими сроками погашения);
2. Ряд корпоративных еврооблигаций (Газпром, МТС, Сибнефть);
3. Внутренние акции Газпрома;
4. Сбербанк;
5. МТС;
6. ВымпелКом;
7. Ряд региональных компаний связи (Уралсвязьинформ, Сибирь Телеком, ЮТК, Волга Телеком);
8. Северсталь;
9. ОМЗ;
10. Трубные заводы (Выксунский и Челябинский);
11. Нефтяные компании второго эшелона, особенно Мегионнефтегаз.

В нашем портфеле с прошлого июля нет нефтяных компаний; в другие портфели мы включили только ЛУКОЙЛ

В портфеле с середины 2003 г. нет нефтяных компаний – из-за опасений, порожденных расследованиями дела Юкос-Менатеп, и роста оценочного риска, вызванного как неопределенностью налогового и лицензионного режимов, так и неясной перспективой развития нефтепроводов. Впрочем, для портфелей, ориентированных на РТС или MSCI Russia, мы включили из нефтяных компаний **ЛУКОЙЛ** (благодаря ее лучшей производственной



и географической диверсификации, относительно низкой стоимостной оценке и меньшей подверженности риску пересмотра ее налоговой и приватизационной истории).

Об акциях крупных нефтяных компаний

По завершении дела Юкоса и пересмотра приватизационных сделок мы сможем увеличить пропорцию нефтяных компаний

Угроза введения обременительного налогового режима частично ослабла

Часть тревожных факторов, заставивших нас исключить нефтяные акции из Стратегического портфеля, должна в ближайшее время разрешиться. В зависимости от того, каким образом это произойдет, мы в ближайшие месяцы пересмотрим наше решение. Особый интерес вызывают у нас общие последствия дела Юкоса (т.е. насколько оно коснется других добывающих компаний) и пересмотр приватизационных сделок 1990-х гг.

Особая озабоченность, которую мы в середине 2003 г. испытывали в связи с возможным введением обременительного налогового режима нефтяной отрасли, хотя не исчезла полностью, но сильно уменьшилась – благодаря высоким нефтяным доходам, позволившим резко увеличить резервы ЦБР и стабилизационный фонд.



На сильном рынке стали рекомендуем Северсталь

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

В январе-мае 2004 г. КНР обеспечила 60% общемирового роста производства стали

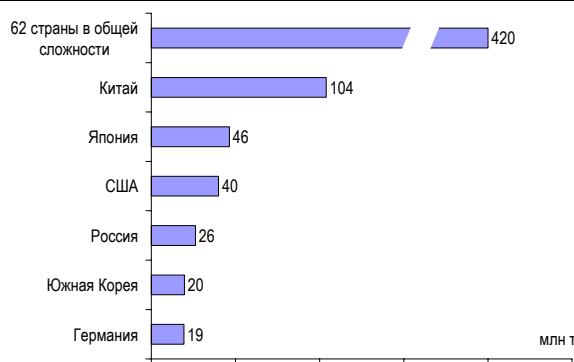
С января по конец мая текущего года мировое производство стали выросло на 8,2%

По данным IISI, с января по май 2004 г. общемировое производство стали выросло по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 8,2% до 419 млн т. По оценкам *Metal Bulletin*, экспортная цена горячекатаного плоского проката, произведенного в Западной Европе подскочила с начала текущего года на 87% до \$570/т, цена на такую же сталь, импортируемую в США – на 83% до \$603/т, а импортируемую в Китай – на 14% до \$440/т (достигнув пикового значения в апреле – \$490/т, цена затем скорректировалась вниз на 10%). Стремительное ралли поддерживалось стабильным ростом китайского импорта и одновременным замедлением темпов роста производства стали в самом Китае; продолжающийся рост экономики США, а, значит, и спроса на сталь, низким уровнем складских запасов стальной продукции и дефицитом сырья.

Китайский рынок стали по-прежнему играет большую роль

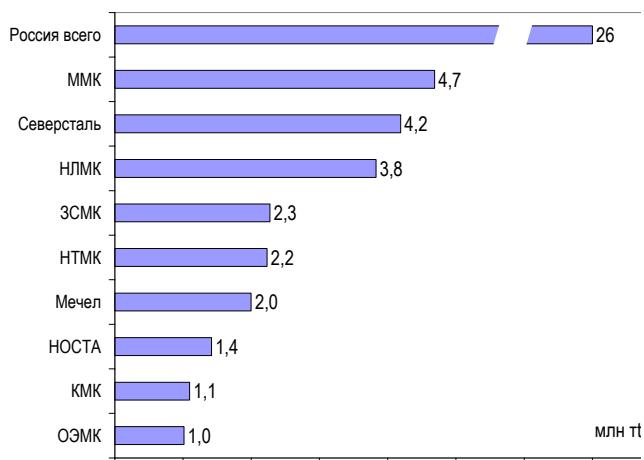
За первые пять месяцев текущего года производство стали в КНР выросло по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 23%, причем в настоящее время эта страна обеспечивает почти 60% общемирового роста сталелитейной промышленности. Однако, несмотря на такой динамичный рост объема производства, чистый китайский импорт за первые четыре месяца текущего года увеличился на 13% до примерно 11 млн. т. С учетом значительной доли Китая на мировом рынке стали (25% мирового производства) и статуса этой страны как крупного импортера российской стальной продукции (около 23% российского экспорта), тенденции на китайском рынке стали по-прежнему являются одним из важных факторов, определяющих перспективы предприятий российской сталелитейной промышленности.

Илл. 2. Выпуск стали основными странами-производителями в январе-мае 2004 г.



Источники: IISI, Госкомстат

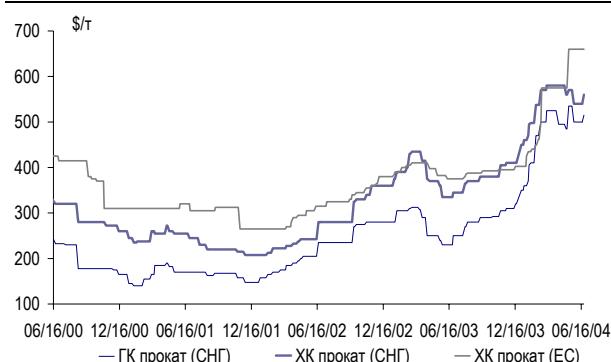
Илл. 3. Выпуск стали в России в январе-мае 2004 г.



Источники: Металл Эксперт, Госкомстат

В то же время ослабление протекционистских мер, долгое время доминировавших в мировой сталелитейной промышленности, позволило российским производителям держать экспорт на довольно высоком уровне. С января по конец июля текущего года средние экспортные цены на горячекатаную сталь, произведенную в СНГ, достигли \$477/т, что на 73% выше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, на холод-

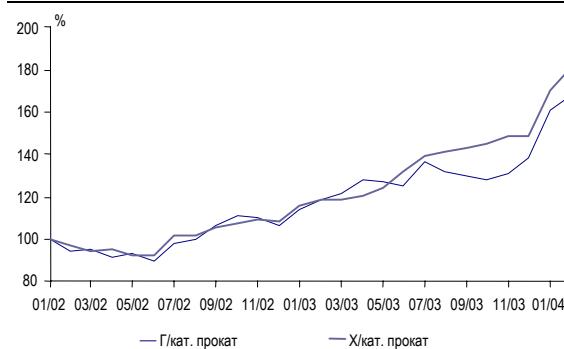
нокатаную сталь – \$544/т, + 42%, соответственно. Что касается внутренних цен, то они, как известно, следуют за динамикой экспортных цен.

Илл. 4. Динамика экспортной цены


Источник: Metal Bulletin

С начала года экспортная цена стали в СНГ выросла на 72% и 41%, соответственно

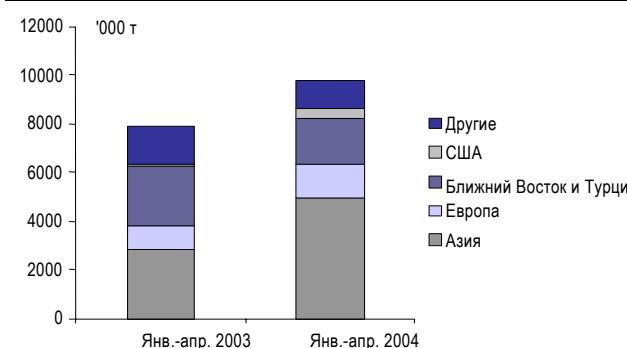
Для российской сталелитейной промышленности все большее значение играет экспорт

Илл. 5. Индекс внутренней цены


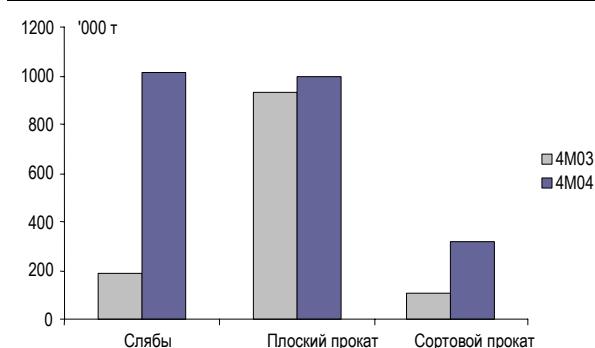
Источники: Северсталь, оценка Альфа-Банка

Экспортные цены на горячекатаную и холоднокатаную сталь, произведенную в СНГ, выросли с начала года на 72% и 41%, соответственно. Рост цен начался в начале года, когда горячекатаная и холоднокатаная сталь стоила соответственно \$350/т и \$450/т. Пик цены был достигнут в мае по горячекатаной стали (\$535/т) и в марте по холоднокатаной стали (\$580/т). Мы полагаем, что пик цен на сталь пройден, а с учетом ожидающегося замедления роста китайского импорта можно прогнозировать некоторое снижение мировых цен во второй половине 2004 г. Т.о., наш последний прогноз по средней экспортной цене на холоднокатаную сталь по итогам 2004 г. – \$450/т, на горячекатаную сталь – \$375/т, что соответственно на 21% и 20% ниже аналогичных цен на текущую дату. Однако даже с учетом возможного падения мы ожидаем, что в конце года цены будут достаточно высокими – на 34% и 18% (по горячекатаной и холоднокатаной стали, соответственно) выше, чем в конце прошлого года.

В России за первые пять месяцев года производство стали выросло только на 4,1% до 26 млн. т, что составляет около 3% общемирового прироста производства. Российский экспорт стального проката заметно вырос (+23%) – до уровня 10 млн. т, составив за период с января по апрель 2004 г. 59% общего объема производства по сравнению с 50% за аналогичный период прошлого года. Т.о., экспорт приобретает все большее значение для российской сталелитейной промышленности.

Илл. 6. Российский экспорт проката


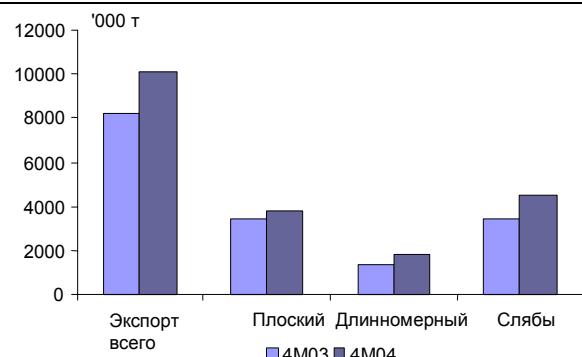
Источник: Metall Expert

Илл. 7. Экспорт проката из России в КНР


Источник: Металл Эксперт

**В структуре экспорта
растет доля слябов**

В структуре экспорта увеличилась доля слябов (45% по сравнению с 42% в аналогичном периоде прошлого года), а доля плоского проката снизилась (38% и 42%, соответственно). Объем импорта вырос на 84% до 768 тыс. т, а его доля по сравнению с аналогичным периодом прошлого года почти удвоилась, но, тем не менее, остается довольно низкой (10% общего объема производства). Поскольку 74% всего объема импорта приходится на плоский прокат, усиление конкуренции почувствуют в основном российские производители этой продукции – Северсталь, ММК и НЛМК.

Илл. 8. Структура российского экспорта в абсолютном выражении

Источник: Металл Эксперт
**По темпам роста
производства проката
лидировали Мечел,
НЛМК и ОЭМК**

Лидерами по темпам роста производства проката были Мечел (+16%), НЛМК (+9%) и ОЭМК (+6%). Соответственно, они больше всех выиграли от роста цен. Выпуск продукции на ЗСМК снизился на 7%. Это единственный меткомбинат, сокративший объем выпуска стального проката.

Илл. 9. Структура российского экспорта в %

Источник: Металл Эксперт
Илл. 10. Данные об объеме выпуска продукции

Компания	Сталь			Стальной прокат		
	Янв.-май 2003 тыс т	Янв.-май 2004 тыс т	Изменение %	Янв.-май 2003 тыс т	Янв.-май 2004 тыс т	Изменение %
"Большая тройка"	12 520	12 707	1,5	11 154	11 731	5,2
ММК	4 735	4 687	-1,0	4 109	4 232	3,0
Северсталь	4 069	4 191	3,0	3 607	3 751	4,0
НЛМК	3 717	3 828	3,0	3 438	3 748	9,0
"6 средних компаний"	9 773	10 032	2,6	8 317	8 540	2,7
ЗСМК	2 419	2 274	-6,0	2 167	2 016	-7,0
НТМК	2 300	2 231	-3,0	1 967	1 986	1,0
Мечел	1 737	1 998	15,0	1 343	1 558	16,0
НОСТА	1 363	1 418	4,0	1 010	1 051	4,0
КМК	998	1 098	10,0	943	990	5,0
ОЭМК	956	1 014	6,0	887	940	6,0

Источник: MetallExpert

**В 1-м кв. 2004 г. металлурги получили на 50%
больше выручки, чем в 1-м кв. 2003 г.**

**В 1-м кв. 2004 г. от
рыночной
конъюнктуры
выиграли больше
всего НЛМК, НТМК и
ЗСМК**

К сожалению, в отрасли нет ни одной компании, которая бы регулярно выпускала квартальные отчеты по МСФО, и поэтому нам приходится анализировать финансовое состояние компаний по данным РСБУ (последние, тем не менее, тоже полезны, т.к. дают общее представление о тенденциях). В 1-м кв. 2004 г. больше всего выиграли от конъюнктуры рынка НЛМК, а также входящие в состав Евразхолдинга НТМК и ЗСМК.



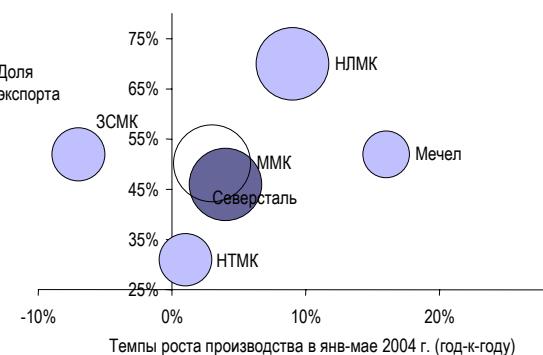
Последние два меткомбината сумели увеличить норму операционной рентабельности сразу на 9,6 и 10,3 п.п., соответственно (правда, отсчет у них идет от более низких, чем в среднем по отрасли показателей рентабельности). Эти предприятия в наибольшей степени использовали рыночную конъюнктуру и подняли цены на свою продукцию на 60% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Другие меткомбинаты, связанные долгосрочными контрактами с покупателями – Северсталь, ММК и Мечел – повысили цены в среднем лишь на 27% и, соответственно, в 1-м кв. 2004 г. не смогли показать такого же заметного улучшения показателей. Самые худшие результаты показал Мечел, у которого, несмотря на значительный рост объема производства, чистая прибыль снизилась на 52% по сравнению с 1-м кв. 2003 г. Причина сокращения прибыли – большие внереализационные, а также коммерческие и административные расходы.

Илл. 11. Финансовые показатели российских металлургических компаний за 1-й кв. 2003 г. – 1-й кв. 2004 г. по РСБУ

млн \$	Северсталь			НЛМК			ММК			НТМК			ЗСМК			Мечел		
	1Кв03	1Кв04	04/03	1Кв03	1Кв04	04/03	1Кв03	1Кв04	04/03	1Кв03	1Кв04	04/03	1Кв03	1Кв04	04/03	1Кв03	1Кв04	04/03
Выручка	609	787	29	546	849	55	643	860	34	232	387	66	222	363	64	185	278	50
Издержки	405	529	30	297	435	47	386	529	37	173	254	47	167	236	42	160	247	54
Валовая прибыль	203	258	27	249	413	66	257	331	29	59	133	124	55	126	130	25	31	27
Коммерч., ощехоз.	11	22	100	7	22	192	43	54	26	15	22	45	15	23	57	10	14	43
Расходы																		
Операционная	192	236	23	242	392	62	214	277	29	45	111	150	40	103	157	15	18	17
Прибыль до налого-	10	34	229	10	25	147	20	10	-49	6	8	30	3	5	68	3	11	209
обложения	182	202	11	232	367	58	195	267	37	38	103	170	37	99	164	12	7	-40
Налоги	46	48	4	55	89	62	45	64	40	10	26	160	10	25	164	3	3	-11
Чистая прибыль	136	154	14	177	278	57	149	203	36	28	77	174	28	73	163	8	4	-52
Стальной прокат, млн т	2.1	2.1	-0.1	2.1	2.2	5.1	2.4	2.4	1.9	1.0	1.0	-0.3	1.1	1.1	-1.6	0.6	0.8	24.9
Рентабельность , %																		
Валовая	33	33		46	49		40	38		26	34		25	35		13	11	
Операционная	32	30		44	46		33	32		19	29		18	28		8	6	
Доналоговая	30	26		42	43		30	31		16	27		17	27		6	2	
Чистая	22	20		32	33		23	24		12	20		13	20		4	1	
Цена, \$/т	286	370	29	266	393	48	270	354	31	230	384	67	196	326	66	285	344	20
Себестоимость ед. продукции, \$/т	190	249	31	144	202	40	162	218	35	171	252	47	147	212	44	247	305	23

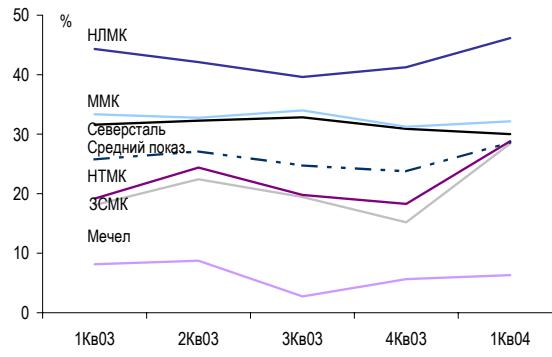
Источник: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Илл. 12. Темпы роста производства и доля экспорта



Источники: Госкомстат, оценка Альфа-Банка

Илл. 13. Динамика операционной рентабельности, РСБУ



Источники: отчеты компаний, СКРИН



Во 2-м кв. 2004 г. средняя норма операционной рентабельности достигнет 35%

Во 2-м кв. норма операционной рентабельности достигнет 35% по сравнению с 29% в 1-м кв. 2004 г.

Учитывая выросшие цены на мировом и внутреннем рынке стали, мы ожидаем, что финансовые показатели в отчетности российских предприятий черной металлургии улучшатся. По нашим оценкам, во 2-м кв. 2004 г. средний уровень нормы операционной рентабельности достигнет 35% по сравнение с 29% в 1-м кв. 2004 г. Мы ожидаем, что Северсталь и ММК существенное (в квартальном исчислении), чем другие компании, поднимут цены на продукцию из-за отставания по темпам роста цен в предыдущем квартале, и мы ожидаем, что норма операционной рентабельности Северстали увеличится с 30% в 1-м кв. 2004 г. до 38% во 2-м кв. 2004 г.

Однако с начала этого года СГ Мечел начала поставлять на экспорт те объемы кокса и угля, которые раньше в основном шли на ММК (доля СГ Мечел в поставках на ММК составляла около 10% по коксу и 40% по углю), и мы полагаем, что издержки ММК выросли выше среднего. Более того, степень обеспеченности собственными источниками сырья у ММК одна из самых низких в отрасли. Мы полагаем, что в силу этих двух причин операционная рентабельность у ММК во 2-м кв. 2004 г. повысится на 5 п.п. по сравнению с 8 п.п. у Северстали. В любом случае мы ожидаем хороших отчетов по РСБУ за 2-й кв. 2004 г. у всех компаний, кроме Мечела.

Илл. 14. Финансовые показатели российских металлургических компаний за 1-й кв. 2004 г. по РСБУ

	Северсталь		НЛМК		ММК		НТМК		ЗСМК		Мечел				
	1П03	1П04Е	04/03	1П03	1П04Е	04/03	1П03	1П04Е	04/03	1П03	1П04Е	04/03	1П03	1П04Е	04/03
Выручка	1 248	1 837	47	1 166	1 898	63	1 359	1 979	46	497	1 032	108	488	872	79
Издержки	828	1 149	39	646	931	44	824	1 157	40	358	623	74	357	531	49
Валовая прибыль	420	688	64	520	967	86	534	822	54	140	410	194	131	341	54
Коммерч., общехоз. расходы	22	51	133	17	48	187	85	124	46	31	58	89	31	56	79
Операционная прибыль	399	637	60	503	918	83	449	697	55	109	352	223	100	285	186
Прочие расходы	18	79	334	27	56	110	39	23	-41	6	22	289	1	11	654
Прибыль до налогообложения	380	558	47	476	862	81	410	674	64	103	330	219	98	274	179
Налоги	85	132	54	112	210	88	102	161	57	26	84	226	28	70	154
Чистая прибыль	295	426	44	365	653	79	308	514	67	78	246	217	71	204	189
Рентабельность, %															
Валовая	34	37		45	51		39	42		28	40		27	39	14
Операционная	32	35		43	48		33	35		22	34		20	33	8
Доналоговая	30	30		41	45		30	34		21	32		20	31	6
Чистая	24	23		31	34		23	26		16	24		14	23	4

Источник: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

В 2004 г. средний дисконт по коэффициенту EV/EBITDA относительно развивающихся рынков составляет 41%

Растет интерес со стороны инвесторов к российским предприятиям черной металлургии

Высокий уровень цен на внутреннем и мировом рынках (и, соответственно улучшение финансовых показателей меткомбинатов) стал причиной роста интереса к российским предприятиям черной металлургии со стороны участников рынка. Объем торгов по акциям наиболее ликвидных



металлургических компаний (Северсталь, Мечел и НТМК) вырос с января по май текущего года в 8-20 раз по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Совокупный объем торгов в РТС вырос с \$3,3 млн в январе-мае 2003 г. до \$37 млн в аналогичном периоде нынешнего года.

Илл. 15. Данные о торгах по акциям металлургических компаний в РТС

Компания	Тикер	Макс. цена	Мин. цена	Последняя	Изменение	Объем	Объем	Изменение
		за посл. 52 недели	за посл. 52 недели	цена	с начала года	торгов в янв.-мае 2003	торгов в янв.-мае 2004	в объеме
Северсталь	CHMF	200	69,2	159,5	31	2,47	19,38	685
Мечел	MECH	186	38,2	125	44	0,39	7,46	1,832
НЛМК	NLMK	0,952	0,33	0,8	128	0	5,65	H/3
НТМК	NTMK	0,795	0,1395	0,62	15	0,44	3,94	790
ОЭМК	OAMK	57	25	38	33	0	0,18	H/3
ЗСМК	ZSMK	65	12,55	60	88	0	0,02	H/3
Всего						3,3	36,64	790

Источники: Bloomberg, РТС

Однако из-за относительно небольшой доли акций в свободном обращении (рыночная капитализация всех акций отрасли составляет \$15 млрд, свободно обращающихся акций – ориентировочно \$890 млн) объем торгов остается низким. Довольно существенный среднемесячный объем торгов в январе – мае 2004 г. только у Северстали – выше \$2 млн (\$3,8 млн). Акции, стоящие во главе списка рекомендуемых нами бумаг – Северсталь, НТМК и Мечел – выросли с начала года на 31%, 15% и 44%, соответственно.

Как видно из Илл. 16, акции российских сталелитейных компаний торгуются с дисконтами 36% и 41% относительно развивающихся рынков по расчетным на 2004 г. коэффициентам EV/Выручка и EV/EBITDA, соответственно. Однако, как мы уже отмечали, объемы торгов по акциям этих компаний – за исключением Северстали – очень небольшие. При этом даже у Северстали за первые пять месяцев текущего года совокупный объем торгов составил \$19 млн.

Главной нашей рекомендацией по акциям предприятий российской черной металлургии остается Северсталь. Исходя из коэффициента EV/EBITDA за 2004 г., ее акции торгуются с 46%-ным дисконтом относительно аналогичных компаний на развивающихся рынках, а прогнозируемая норма EBITDA по итогам 2004 г. (27%) в целом соответствует величине этого показателя у сталелитейных предприятий развивающихся рынков. Расчеты по нашей модели DCF показывают, что акции Северстали должны оцениваться в \$250 за штуку, что соответствует значительному (61%) потенциалу роста относительно текущей цены. Что касается менее ликвидных бумаг, мы рекомендуем прежде всего Мечел и НТМК: по моделям DCF стоимость этих акций составляет \$250 (потенциал роста 106%) и \$1,0 (65%), соответственно. Ликвидность этих акций выше средней: акции Мечела на втором месте по объему торгов за период с января по конец мая 2004 г. (\$7,5 млн), НТМК – на четвертом (\$3,9 млн). По нашим оценкам, значительный потенциал роста имеется также в акциях ЗСМК и ММК (42% и 38%, соответственно). Однако акции ММК не торгуются ни на одной из площадок, а бумаги ЗСМК – одни из самых малоликвидных в отрасли. Низкая ликвидность делает эти бумаги менее привлекательными.

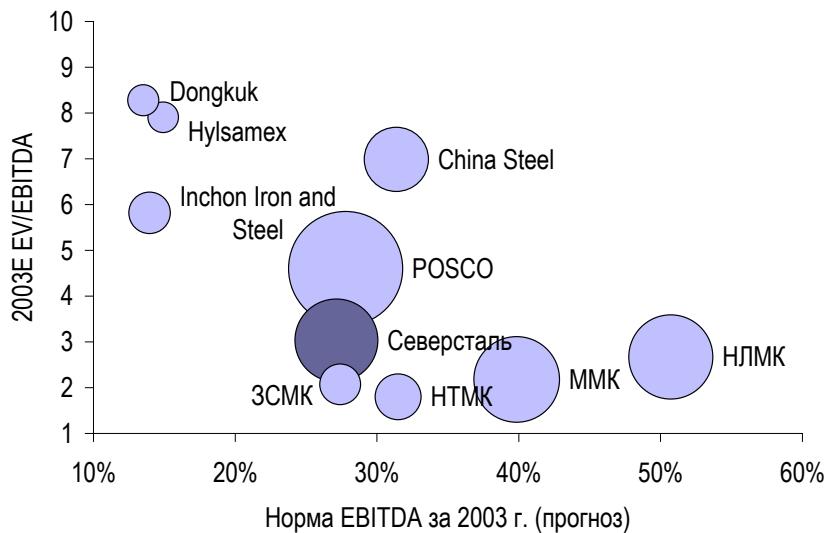
Основная рекомендуемая нами для покупки бумага – Северсталь

Илл. 16. Сравнительная оценка стоимости российских металлургических компаний

Рын. кап- ция	млн \$	P/E				EV/Sales				EV/ EBITDA			
		2002	2003П	2004П	2005П	2002	2003П	2004П	2005П	2002	2003П	2004П	2005П
<i>Российские производите- ли</i>													
Северсталь (МСФО)	3 438	18,2	6,8	4,1	4,3	1,58	1,15	0,65	0,67	7,0	3,8	2,4	2,5
ММК (МСФО)	3 667	26,7	4,9	3,1	3,5	1,67	1,13	0,87	0,86	7,4	3,5	2,2	2,4
НЛМК (МСФО)	4 855	14,3	7,5	4,9	5,3	2,36	1,73	1,34	1,34	6,1	3,8	2,6	2,8
ЗСМК (МСФО)	767	H/3	6,7	3,8	4,7	1,05	0,71	0,57	0,56	11,7	3,4	2,1	2,4
НТМК (МСФО)	793	20,6	4,3	2,1	2,6	0,97	0,73	0,54	0,53	6,6	2,9	1,7	2,0
Мечел (РСБУ)	384	20,4	14,8	5,9	8,4	0,81	0,58	0,44	0,44	9,5	7,3	3,7	4,5
ОЭМК (РСБУ)	183	H/3	16,2	2,7	1,8	1,53	1,16	0,88	0,90	8,9	7,1	3,7	3,8
<i>Средний показатель</i>	<i>20,0</i>	<i>8,7</i>	<i>3,8</i>	<i>4,4</i>	<i>1,42</i>	<i>1,03</i>	<i>0,76</i>	<i>0,76</i>	<i>0,76</i>	<i>8,2</i>	<i>4,5</i>	<i>2,6</i>	<i>2,9</i>
<i>Развивающиеся рынки</i>													
POSCO	11 731	11,4	6,2	6,0	6,4	1,09	0,88	0,89	0,88	4,5	3,2	4,6	5,1
Iscor	2 701	3,2	6,8	5,7	7,5	1,15	0,85	H/Д	H/Д	7,7	3,4	H/Д	H/Д
Inchon Iron and Steel	808	5,7	3,5	3,3	3,5	0,67	0,59	0,54	0,56	5,1	3,8	4,0	4,2
Hylsamex S.A.	749	H/3	H/3	H/3	11,3	1,55	1,36	1,14	1,08	10,6	9,0	5,0	5,2
Gerdau	3 204	13,7	9,6	6,1	5,3	1,74	1,19	0,99	0,93	7,5	6,0	4,6	4,2
China Steel	8 897	17,3	8,0	7,0	8,0	2,55	1,96	1,89	2,08	8,1	5,1	4,8	5,0
CSN	3 367	H/3	10,4	6,9	6,5	3,02	2,24	1,82	1,71	7,6	5,6	4,2	4,1
CST	1 475	34,9	5,3	5,5	6,6	2,28	1,74	1,44	1,42	6,2	4,9	3,6	3,9
Dongkuk Steel Mill	526	10,1	3,6	5,7	H/Д	0,75	0,61	0,71	0,72	7,3	4,5	4,6	5,1
<i>Средний показатель</i>	<i>13,7</i>	<i>6,7</i>	<i>5,8</i>	<i>6,9</i>	<i>1,64</i>	<i>1,27</i>	<i>1,18</i>	<i>1,17</i>	<i>1,17</i>	<i>7,2</i>	<i>5,0</i>	<i>4,4</i>	<i>4,6</i>
<i>Развитые рынки</i>													
Arcelor	8 831	H/Д	25,3	7,2	6,6	0,51	0,48	0,45	0,44	6,8	6,7	4,3	4,1
Corus Group	3 139	H/3	H/3	H/3	0,2	0,39	0,35	0,32	0,32	H/3	9,3	5,7	4,7
USX-U.S. Steel Group	3 881	55,2	H/3	8,6	8,6	0,79	0,59	0,46	0,47	14,7	29,6	H/3	H/3
Nucor	5 987	36,5	94,8	8,1	11,5	1,40	1,07	0,69	0,77	11,2	14,4	4,5	5,9
SSAB Svenskt Stal AB	1 694	22,3	14,3	9,3	10,0	0,83	0,80	0,74	0,72	7,4	6,0	4,9	5,1
Thyssen Krupp	8 521	32,4	13,5	10,8	8,9	0,31	0,32	0,30	0,29	4,1	4,5	4,1	3,8
Acerinox	3 714	16,4	24,0	15,2	10,7	1,52	1,31	1,11	1,07	9,4	12,6	8,2	6,6
<i>Развивающиеся рынки</i>	<i>32,6</i>	<i>34,4</i>	<i>9,8</i>	<i>8,1</i>	<i>0,82</i>	<i>0,70</i>	<i>0,58</i>	<i>0,58</i>	<i>0,58</i>	<i>8,9</i>	<i>11,9</i>	<i>5,3</i>	<i>5,0</i>
<i>Среднероссийский пока- затель/Развивающиеся рынки, %</i>	<i>46</i>	<i>31</i>	<i>-34</i>	<i>-37</i>	<i>-13</i>	<i>-19</i>	<i>-36</i>	<i>-35</i>	<i>14</i>	<i>-10</i>	<i>-41</i>	<i>-37</i>	
<i>Среднероссийский пока- затель/Развитые рынки, %</i>	<i>-38</i>	<i>-75</i>	<i>-61</i>	<i>-46</i>	<i>73</i>	<i>46</i>	<i>30</i>	<i>30</i>	<i>-8</i>	<i>-62</i>	<i>-50</i>	<i>-42</i>	
Северсталь МСФО/Развивающиеся рынки, %	32	2	-30	-38	-4	-10	-44	-43	-2	-25	-46	-46	
Северсталь МСФО/Развитые рынки, %	-44	-80	-59	-47	93	63	12	15	-21	-68	-54	-50	

Источники: Bloomberg, отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Илл. 17. Сравнение российских меткомбинатов с ведущими зарубежными металлургическими компаниями по EV/EBITDA и норме EBITDA



Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Илл. 18. Рекомендации по акциям металлургических компаний

	Цена обыкновенн. акции	Рын. кап-ция	Справедливая стоимость	Рейтинг Альфа- Банка	Потенциал роста
	\$	млн \$	\$		%
Северсталь	155,8	3,438	250	ПОКУПАТЬ	61
ММК	0,39	3,667	0,53	ПОКУПАТЬ	38
НЛМК	0,8	4,855	1,00	ПОКУПАТЬ	23
НТМК	0,61	793	1,00	ПОКУПАТЬ	65
ЗСМК	60,0	767	85	ПОКУПАТЬ	42
Мечел	121,5	384	250	ПОКУПАТЬ	106

Источники: РТС, оценка Альфа-Банка

Динамика и оценка акций

Илл. 19. Динамика АДР, с начала месяца, на 30 июня 2004г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена	Изменение за месяц	с начала года	За 52 недели	
							\$	\$
Нефть и Газ								
Газпром	114A, REG S	10 в 1	1.4	28.7	-4.0	10.8	39.7	17.0
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31.0	104.0	-6.2	11.5	133.0	55.3
Сибнефть	1	10 в 1	4.0	28.1	7.5	-0.5	38.0	19.5
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19.0	31.6	2.1	6.8	40.0	18.0
Татнефть	2	20 в 1	25.0	26.5	1.7	16.0	30.2	17.9
Юкос	1	4 в 1	20.0	31.6	5.3	-27.8	68.5	24.3
Энергетика								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	9.3	-14.0	68.2	12.3	4.0
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6.2	41.4	-19.0	-10.5	60.9	34.1
Мосэнерго	1	100 в 1	20.0	7.5	-9.6	15.4	9.3	5.3
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22.0	25.9	2.6	-4.1	35.5	21.4
Телекоммуникации								
ВымпелКом	3	3 в 4	40.0	96.8	4.9	31.6	109.2	39.5
Голден Телеком	3	1 в 1	14.0	28.0	8.8	0.4	37.5	21.7
MTC	3	20 в 1	22.0	123.4	5.1	49.0	141.2	50.6
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	12.8	-8.7	31.3	13.0	5.8
Волга Телеком	1	2 в 1	8.5	5.4	-6.6	10.0	6.1	3.0
Ростелеком	2	6 в 1	19.7	12.7	6.1	1.7	15.9	8.9
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	7.7	-3.8	5.0	7.7	3.5
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	3.4	-18.8	-30.0	5.3	2.7
Прочие сектора								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17.0	54.2	-2.5	-19.4	84.0	23.4
ОМЗ	144A, REG S	1 в 1	21.0	6.8	-9.1	-18.1	8.4	5.2
ГУМ	1	2 в 1	32.2	3.3	-7.7	-4.9	3.8	2.5
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25.0	14.0	-12.8	-17.7	22.8	13.8
Сан Интербрю В	144A, REG S	1 в 1	32.0	8.5	-13.6	9.4	8.5	3.6

Источники: Bloomberg, оценки Альфа-Банка

Илл. 20. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 30 июня 2004г.

Компания	Цена	Изменение	За 52 недели		ADV	MCap	P/E		EV/EBITDA		Расчетная	Потенциал	Рекомендация	
	\$	MTD	%	YTD	Макс.	Мин.	\$ млн.	\$ млн.	2003П	2004П	2003П	2004П	цена	роста
Нефть и Газ														
Газпром	2.093	-2	52	2.200	0.908	103.7	49,545	8.6	7.3	5.1	4.4	3.37	61	ПОКУПАТЬ
ЛУКойл	26.3	-5	8	33.15	16.85	5.3	21,712	5.9	7.9	5.4	5.4	32.7	24	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	2.85	10	2	3.78	1.975	0.1	13,513	5.7	6.9	6.0	5.4	3.56	25	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0.654	4	6	0.789	0.364	1.2	26,738	13.5	15.0	4.1	3.9	0.72	10	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1.317	4	15	1.490	0.884	0.0	2,963	5.7	6.9	4.1	4.4	1.55	18	ДЕРЖАТЬ
Юкос	7.95	5	-28	15.97	7.6	2.3	21,469	3.2	3.5	3.1	2.9	10.0	26	ДЕРЖАТЬ
Petrobras	27.5	6	-2	34.8	18.5	9.9	28,807	5.2	5.6	3.4	3.1			
PetroChina	0.5	-4	-19	0.6	0.3	52.1	81,167	9.6	8.8	5.0	4.4			
Sinopres	0.4	-3	-19	0.5	0.2	35.1	44,771	12.0	9.3	7.3	6.3			
Среднее								8.6	7.9	5.2	4.6			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0.195	-4	66	0.245	0.087	0.0	930	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0.915	0	28	0.900	0.440	0.0	701	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0.075	-9	9	0.092	0.055	0.3	2,120	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0.264	1	-9	0.354	0.217	8.7	10,835	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
MGTC	11.75	-13	-10	15.0	7.0	0.0	1,349	22.9	20.6	5.9	5.5	14.0	19	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	11.4	-5	-2	15.1	6.7	3.5	6,220	13.2	9.0	3.9	3.4			
Tele Norte Leste	9.6	-6	-13	13.3	7.0	3.6	4,106	H/3	H/3	5.7	5.2			
Среднее								18.1	14.8	4.8	4.3			
Ростелеком	2.13	5	1	2.640	1.500	0.4	1,844	29.4	20.1	3.8	3.6	2.50	23	ПОКУПАТЬ
Indosat	0.43	0	33	0.50	0.17	7.6	2,223	16.8	12.6	5.5	4.3			
Embratel	4.47	5	-2	5.24	1.74	4.2	1,016	H/3	H/3	3.4	3.2			
Среднее								23.1	16.4	4.5	3.7			
ВымпелКом	96.0	5	32	109.2	39.5	48.0	5,162	22.0	12.1	11.4	7.3	31.0	33.3	ПОКУПАТЬ
MTC	120.4	5	49	141.2	50.6	46.4	11,997	23.2	12.6	9.0	6.4	149.0	24	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	15.760	-21	17	24.260	8.550	3.8	1,265	12.0	9.7	4.8	4.1			
Mobilil	19.2	-16	-2	24.0	11.6	0.0	1,883	17.0	17.1	8.7	7.4			
Среднее								17.0	13.4	6.7	7.4			
Голден Телеком	27.95	9	0	37.5	21.7	5.8	942	17.0	12.4	8.0	5.1	36.0	29	ДЕРЖАТЬ
Netia	1.4	5	6	1.5	0.9	1.8	402	H/3	174.7	7.5	6.6			
Металлургия														
Норильский Никель	55.0	1	-19	81.1	26.1	1.7	11,765	12.5	6.7	5.3	3.9	91.0	65	ПОКУПАТЬ
Ampelias	38.5	-2	-18	60.6	33.8	1016.0	8,356	24.6	13.5	12.2	8.7			
Inco	35.0	15	-9	40.3	20.7	32.4	6,482	59.3	8.9	15.0	4.5			
Implats	75.7	-2	-19	103.3	67.1	2053.0	5,046	9.2	12.0	6.0	6.9			
Среднее								31.0	11.4	13.6	6.6			
Северсталь	158.0	1	29	198.0	67.0	0.1	3,466	6.9	4.1	3.8	2.4	250.0	58	ПОКУПАТЬ
China Steel	0.9	7	13	1.0	0.7	34.8	8,900	8.1	7.0	5.1	4.9			
POSCO	129.0	6	-9	156.6	105.6	43.6	11,473	6.1	5.9	3.1	4.5			
Среднее								7.1	6.5	4.1	4.7			
Продукты														
Балтика	13.5	-4	19	14.9	11.3	0.0	1,652	11.6	9.8	6.6	8.1	14.4	7	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	8.5	-14	9	8.5	3.6	0.0	1,040	11.0	6.3	11.3	7.8	8.9	4	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	14.0	-12.8	-17.7	22.8	13.8	0.2	706.2	19.8	33.5	9.2	11.0	17.5	25	ДЕРЖАТЬ
Okocim	6.5	1	-5	7.2	3.6	0.0	186	H/3	H/3	10.3	H/3			
Grupo Modelo-C	2.5	1	6	2.7	2.1	2.0	8,096	H/3	H/3	H/3	H/3			
Среднее								H/3	H/3	10.3	H/3			
Машиностроение														
ОМЗ	6.9	-2	-25	10.5	6.9	0.0	265	18.5	17.6	7.2	6.7	Н/Д	Н/Д	ПЕРЕСМОТР
Hyundai Heavy	23.8	-2	-27	38.0	20.0	8.0	1,806	8.9	10.8	3.2	3.4			
Atlas Copco	34.1	1	3	35.0	27.5	39.9	8,871	22.6	16.5	8.7	7.9			
Среднее								22.6	13.7	6.0	5.6			

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

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка

Илл. 21. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 30 июня 2004г

Тикер	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	MCap	P/E	EV/EBITDA	Расчетная цена	Потенциал	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.							
Компания Тикер												
Нефть и Газ												
Мегионнефтегаз	15.5	-3	19	20.5	8.3	7.8	1,823	73.8	33.2	9.1	7.7	26.4
Башнефть	4.31	-8	25	5.4	2.72	7.7	796	3.8	3.7	2.2	2.2	5.6
РИТЕК	3.03	-3	60	3.41	1.325	35.1	303	7.2	6.0	6.0	4.5	3.23
Энергетика												
Башкирэнерго	0.310	3	11	0.398	0.230	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Красноярскэнерго	0.400	0	-17	0.660	0.270	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	7.00	2	77	7.35	3.7	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0.601	-5	12	0.700	0.325	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	13.5	0	35	13.75	7	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	4.45	6	16	4.9	3.45	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0.050	0	43	0.062	0.026	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0.107	0	51	0.127	0.041	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0.375	0	-25	0.5	0.25	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0.036	-8	23	0.042	0.022	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы												
Дальсвязь	1.15	-10	-15	1.45	1.125	5.6	142	9.0	2.2	2.7	17.3	1.97
Волга Телеком	3.02	-6	5	3.45	1.765	37.0	914	20.6	11.7	5.5	4.0	3.45
Северо-Западный	0.516	-2	18	0.68	0.351	45.7	454	12.8	14.5	3.9	3.5	0.63
Телеком												
Сибирь Телеком	0.05	1	34	0.05	0.03	63.2	718	9.7	6.4	4.4	2.4	0.07
Уралсвязьинформ	0.039	-1	-1	0.046	0.020	89.8	1,247	21.0	11.9	7.0	3.7	0.050
ЦентрТелеком	0.36	-8	-6	0.447	0.274	53.4	710	25.0	32.1	4.2	3.3	0.39
ЮжТелеком	0.090	-7	-14	0.121	0.08	47.0	339	10.4	13.0	4.7	1.5	0.14
Другие сектора												
АвтоВАЗ	26.5	-8	-12	31.5	20.75	13.1	822	22.4	25.3	3.5	3.1	29.0
Выксунский МЗ	175	2	-35	247	160	5.2	329	5.7	6.0	2.9	2.6	250
НТМК	0.63	-4	4	0.795	0.58	10.5	825	7.9	3.3	3.1	1.8	1
Мечел	137.5	-10	32	186	91.5	34.8	435	16.8	6.7	8.1	4.1	250
Сбербанк	397	2	50	457	237	1,062.2	7,789	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	448
Челябинский труб- ный з-д	0.277	0	-23	0.4	0.1725	0.3	131	17.0	13.4	5.1	5.0	0.53
Иркут	0.58	-4	-25	0.865	0.57	22.4	510	34.0	8.0	10.0	5.9	0.8
Калина	20.4	-8	-12	20.4	20.4	7.7	171	12.1	10.6	8.4	7.7	24.4

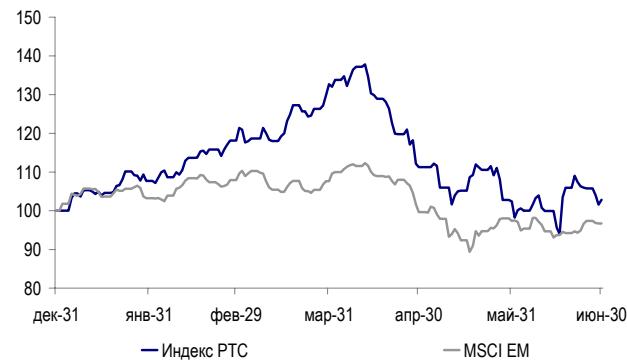
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 22. 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	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.							
		\$	%	\$	\$							
Нефть и Газ												
Транснефть прив.	894	6	47	1025	348.000	482.5	Н/Д	36.2	0.04	ПЕРЕСМ.	Н/Д	ПЕРЕСМОТР
Сургутнефтегаз прив.	0.438	3	12	0.499	0.212	168.1	33	0.0032	0	0.46	5	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0.640	-3	8	0.820	0.520	9.6	51	0.0335	0	0.93	45	ДЕРЖАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0.229	-9	-13	0.339	0.175	26.4	13	0.0050	2	0.17	-26	ПОКУПАТЬ
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1.5	1	5	1.790	1.075	66.1	29	0.1089	0	1.6	7	ДЕРЖАТЬ

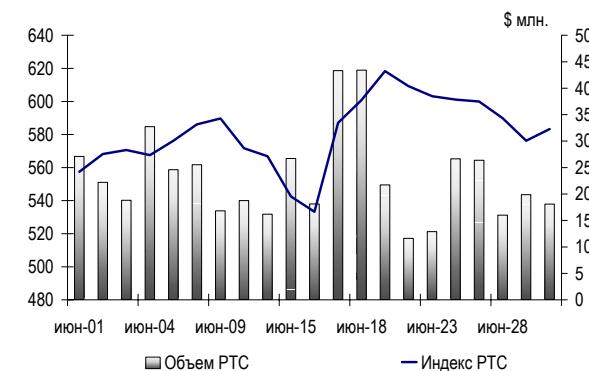
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Графики

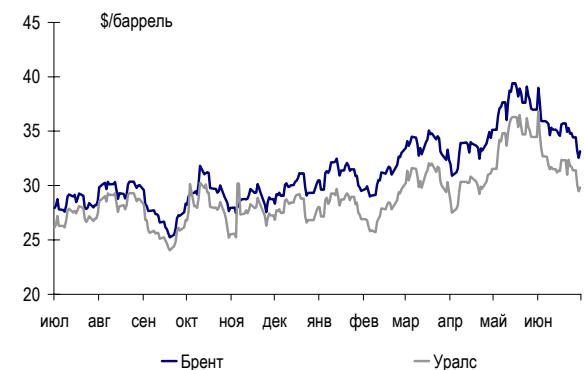
Илл. 23. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года


Источники: РТС, Рейтер

- В июне индекс РТС не изменился при среднедневном объеме \$23,2 млн.

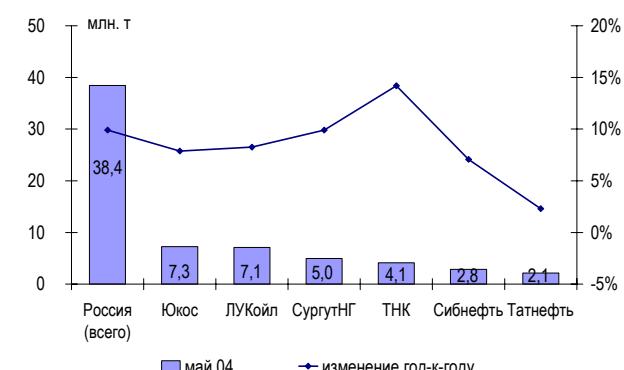
Илл. 24. Динамика РТС, с начала месяца


Источник: РТС

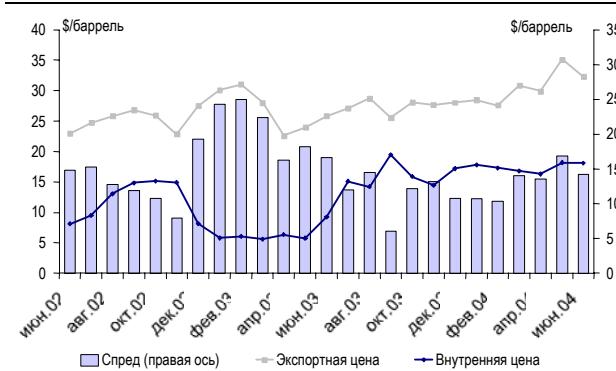
Илл. 25. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.


Источник: Блумберг

- После ценового шока вслед за атакой в Аль-Хобаре, цена нефти упала из-за роста квот ОПЕК
- ТНК в мае сохранило лидерство по росту производства (14% год-к-году)

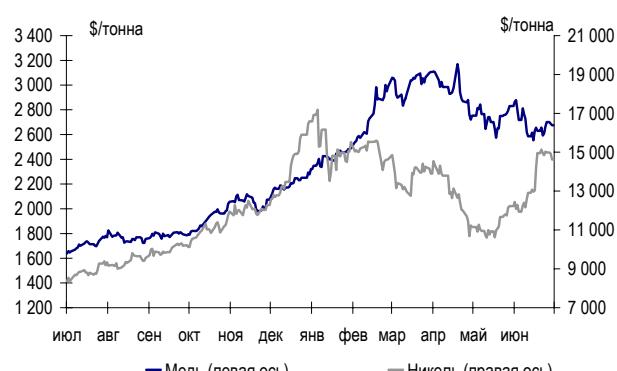
Илл. 26. Добыча нефти компаниями, май 2004 г.


Источник: Министерство энергетики

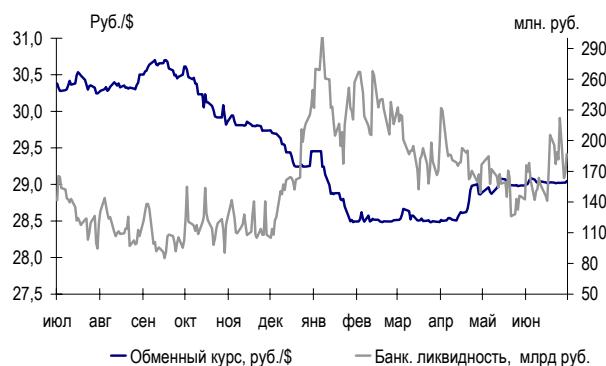
Илл. 27. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2004


Источник: Министерство энергетики

- Внутренняя цена нефти осталась на уровне предыдущего месяца; теперь 56% от экспортной
- Из-за снижения запасов цена никеля выросла в июне на 26%, тогда как цена меди упала на 5%

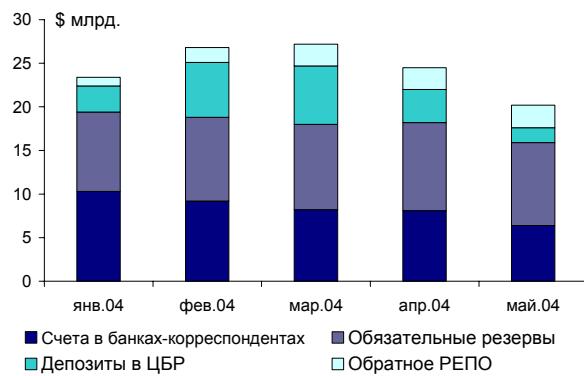
Илл. 28. Цены на медь и никель, последние 12 мес.


Источник: Блумберг

Илл. 29. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев


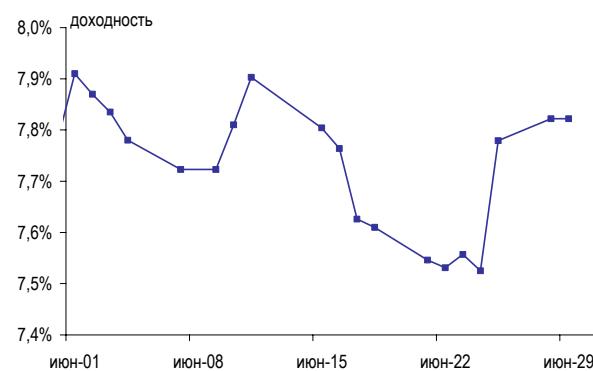
Источник: ЦБР

- Обменный курс остался неизменным из-за наращивания резервов ЦБР до \$88 млрд.
- Денежная база растёт медленно из-за падения прямых иностранных инвестиций на \$1,5 млрд.

Илл. 31. Ликвидность в экономике


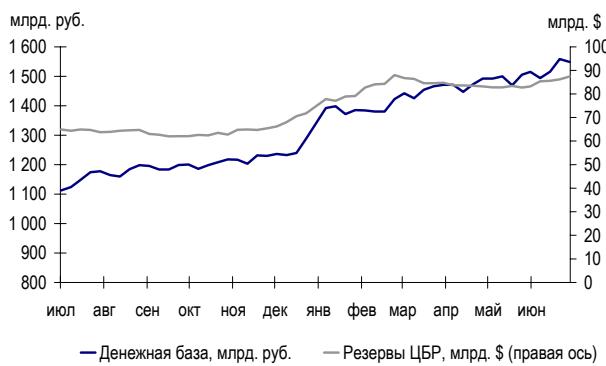
Источник: ЦБР

- Снижение ликвидности на \$6 млрд в мае усилило кризис доверия в банковском секторе
- Заявление Путина по Юкосу привело к росту цен нефтяного сектора

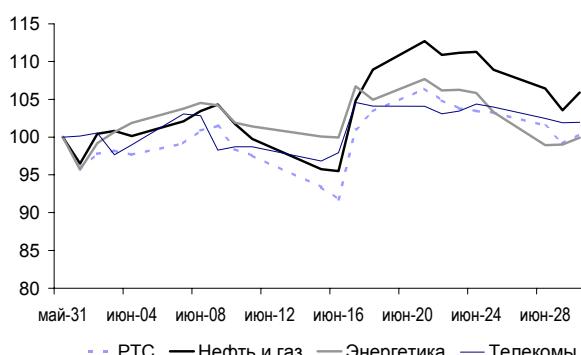
Илл. 33. Динамика Евро-30, с начала месяца


Источник: Рейтер

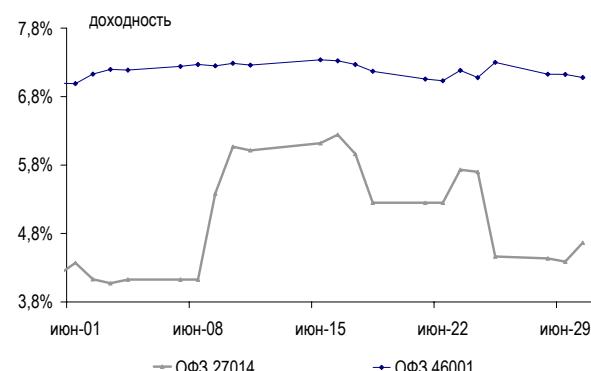
- Планы Германии секьюритизировать часть долга России понизили цены еврооблигаций до майских уровней
- Сезонное изменение рублёвой ликвидности привело к более высокой волатильности коротких ОФЗ, тогда как длинные выпуски были поддержаны спросом со стороны крупных игроков

Илл. 30. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев


Источник: ЦБР

Илл. 32. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 34. Динамика ОФЗ 27013–46001, с начала месяца


Источник: Рейтер

Календарь событий

Илл. 35. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
1 июля	РАО «ЕЭС России»	Начало выплаты дивидендов
10 июля	РАО «ЕЭС России»	Результаты за 2003 г. по МСБУ
12 июля	МТС	Киевский экономический суд заслушает дело Укртелеком/УМС
24 июля	Аэрофлот	Внеочередное собрание акционеров
середина июля	Уралсвязьинформ	Результаты за 2003 г. по МСБУ
июль	Силовые Машины	Отчёт за 2003 г. по МСФО
июль	АвтоВАЗ	Отчёт за 2003 г. по МСФО
июль	Северсталь	Отчёт за 2003 г. по МСФО

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Экономика и политика

Наталия Орлова, (7 095) 795-3677

**Кризис на «межбанке»
и замедление темпов
роста экономики
в январе-мае...**

Июнь был месяцем существенных изменений в макроэкономической политике, влияние будет продолжать сказываться на экономике в среднесрочной перспективе. Во-первых, ликвидность межбанковского рынка резко сократилась, что в ближайшие год-два приведет к банкротству ряда небольших и средних по размеру банков (подробнее см. наш комментарий по банковскому сектору). Недавнее банкротство ряда российских банков уже негативно сказалось на банковском секторе и финансовом рынке. Более того, оно может привести и к некоторому уменьшению суммы сбережений, а, значит, и к замедлению темпа роста конечного потребления. Во-вторых, Госкомстат опубликовал данные по промпроизводству за первые пять месяцев текущего года: темпы роста по сравнению с аналогичным периодом прошлого года несколько снизились (с 7,5% в 1-м кв. 2004 г. до 7% в январе-мае текущего года). Усматрев в этих данных угрозу замедления роста экономики, правительство занялось поиском новых инструментов, которые позволили бы сохранить тенденцию к росту ВВП.

**...заставили
правительство
направить на
финансирование
текущих бюджетных
расходов \$6 млрд из
средств стабфонда**

Опасность замедления темпов экономического роста может повлиять на ход рассмотрения бюджета 2005 г., проект которого правительство уже в основном подготовило. В настоящее время Минфин рассматривает возможность использования \$6 млрд за счет средств стабфонда для покрытия социальных расходов бюджета будущего года, что уже вызвало нарекания со стороны МВФ. Еще раз отметим, что с учетом прогнозируемого на 2005 г. соотношения долгов и ВВП на уровне 20% тех \$17 млрд, которые скопились в стабфонде, должно хватить для того, чтобы не допустить роста долга. Кроме того, если прежде бюджет использовался для стерилизации избыточной ликвидности, в нынешней макроэкономической ситуации некоторое увеличение бюджетных расходов может дать положительный эффект, т.к. поддержит рост конечного потребления, и, соответственно, ускорит темпы роста экономики.

Илл. 36. Макропараметры

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004П	2005П
ВВП, \$ млрд. год-к-году, %	275.0 -5.3	187.0 6.4	251.0 10.0	312.0 5.0	355.0 4.3	430.0 7.3	553.0 7.2	648.0 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-г-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. % от ВВП	148.0 54.8	145.0 77.5	144.0 57.4	135.0 43.5	122.0 34.4	119.0 27.7	110.0 20.0	99.0 15.3
Цена нефти – Brent \$/барр. – Urals \$/барр.	13.1 11.9	18.2 17.3	28.9 26.5	24.7 22.9	25.2 23.0	28.8 27.2	28.0 26.5	25.0 23.5

Источник: ЦБР, Госкомстат, оценки Альфа-Банка

Илл. 37. Основные события

Дата	Событие
1 июня	Минэкономразвития пересмотрело прогноз роста ВВП в 2004 г. до 6,6% с 6,4%. Как и ожидалось, благоприятная конъюнктура на сырьевых рынках стала одной из причин повышения прогноза по росту ВВП в 2004 г. В то же время МЭРТ выбрало довольно консервативный сценарий, повысив прогноз по среднегодовой цене на нефть до уровня 29\$/баррель. Этот уровень предполагает глубокую ценовую коррекцию на нефтяном рынке (с учетом текущей цены 36\$/баррель), что представляется маловероятным. В случае сохранения мирового спроса на нефть на текущем уровне в ближайшие месяцы, среднегодовая цена за баррель составит не менее \$30-31. При таком сценарии не исключено, что еще до конца III квартала МЭРТ в очередной раз пересмотрит прогноз экономического роста в 2004 г до уровня не ниже 7%.
1 июня	Инфляция в РФ в январе-мае составит 5,1%, в мае – 0,5% – прогноз МЭРТ. По итогам 4-х месяцев текущего года инфляция составила 4,6%, в апреле – 1%. Пока монетарным органам власти удается сдерживать инфляцию на запланированном уровне – сохранение темпа роста потребительских цен по итогам года на уровне 10% выглядит вполне реалистичным.
16 июня	Проффицит федерального бюджета в 2005 г. составит 1%, размер стабилизационного фонда превысит 500 млрд. руб. По оценкам правительства, стабилизационный фонд в размере свыше 500 млрд. руб. будет сформирован уже в середине следующего года. Ранее ожидалось, что эта сумма будет накоплена не ранее 2007 г. Минфин предполагает направить средства стабилизационного фонда на (1) досрочные выплаты внешним кредиторам и (2) покрытие дефицита бюджета Пенсионного фонда в размере 81 млрд. руб., возникшего в результате снижения ставки ЕСН до 26% с 36,5%. Согласно действующему законодательству, средства фонда можно использовать только после того, как его объем превысит 500 млрд. руб. Использование избытка средств в стабфонде на цели опережающего погашения внешнего долга является позитивной новостью для российского внешнедолгового рынка. В бюджет на 2005 г заложен выпуск еврооблигаций на \$2,5 млрд, однако в условиях растущего стабилизационного фонда и ориентации на замещение внешних займов внутренними, использование этого источника финансирования маловероятно. Рост объемов стабилизационного фонда и пересмотр прогноза профицита бюджета на 2005 г до 1% с 0,5% ВВП были весьма предсказуемы в условиях устойчивого роста цен на нефть. Несколько менее ожидаемым стало запланированное на 2005-2007 гг. плавное сокращение налоговых доходов бюджета. Данная динамика приведена без учета снижения ставки ЕСН, а также других изменений налогового законодательства и объясняется переклассификацией таможенных сборов и доходов от внешнеэкономической деятельности в категорию неналоговых поступлений.
16 июня	Сальдо чистых заимствований Минфина в 2005 г составит 125 млрд. руб. по сравнению с 141 млрд. руб. в 2004 г. Минфин РФ заявил, что в 2005 г намерен придерживаться достаточно консервативной политики внутренних заимствований. В рамках программы на 2005-2007 гг. Минфин предполагает отказаться от агрессивного наращивания объема чистых заимствований с целью предотвращения неадекватного роста ставок на рынке госдолга. По его оценке, на среднесрочные и долгосрочные выпуски в 2005 г будет приходитьсь 92% запланированного объема заимствований. Предполагаемая доходность по облигациям со сроками до погашения до года составит 6% годовых, в среднесрочном и долгосрочном сегментах рынка – 7-10% годовых.
16 июня	Рост промышленного производства в РФ в январе-мае составил 7% год-к-году – Госкомстат. В мае 2004 г рост промпроизводства составил всего 5,5% к маю 2003 г. По итогам I квартала 2004 г рост в промышленности составлял 7,5%, что также ниже прогнозов правительства на уровне 8%. Основной причиной замедления промпроизводства в мае является снижение объемов произведенной продукции в машиностроении на 7% к апрелю 2004 г. Кроме того, на конечный результат повлиял такой сезонный фактор как снижение объемов производства в электроэнергетике. Тем не менее, мы оставляем наш прогноз роста промпроизводства по итогам года на уровне 7,2%, руководствуясь следующими соображениями: 1. Снижение производства в мае может быть обусловлено сезонными факторами, как это происходит в случае с ТЭКом 2. Неспособность производителей нефти снизить цены на топливо даже путем увеличения производства могут способствовать более высоким темпам роста в топливной промышленности. 3. Последние данные Госкомстата свидетельствуют о сохраняющемся буме в строительной отрасли, что является фактором поддержки внутреннего спроса.
23 июня	Минфин РФ не ожидает присвоения России инвестиционного рейтинга со стороны S&P и Fitch в ближайшее время – руководитель долгового департамента Минфина РФ Сергей Колотухин. "Я думаю, что в ближайшее время не стоит ожидать присвоение рейтинга инвестиционного уровня со стороны этих агентств; этого не произойдет, по крайней мере, в августе-сентябре текущего года", – уточнил он. Колотухин также выразил сомнения относительно того, что РФ может получить инвестиционный рейтинг в текущем году. При этом он подчеркнул, что по оценке рынка Российские еврооблигации котируются выше долговых обязательств Мексики (располагающей инвестиционным рейтингом). На наш взгляд, основной причиной столкнуться с пессимистичным прогнозом является недавний кризис банковского доверия, повлекший за собой проблемы с рублевой ликвидностью. Несмотря на благоприятные макроэкономические показатели, банковский сектор в настоящее время является основным источником напряженности в экономике. Кроме того, продолжающаяся неопределенность относительно ЮКОСа не добавляет стабильности российским финансовым рынкам.
24 июня	Германия планирует секьюритизировать часть долга РФ, который составляет 20 млрд. евро. Предполагается, что в рамках секьюритизации будут выпущены три транша еврооблигаций, номинированных в долларах и евро, со сроками обращения три, пять и десять лет. По неподтвержденной информации, объем сделки может составить около 2 млрд. евро (~\$2,4 млрд). Роад-шоу выпусков запланировано на следующую неделю, размещение состоится в начале июля. Предполагается, что 1-ый транш с погашением в 2007 г будет иметь плавающую ставку купона, рассчитываемую как 6-месячная ставка EURIBOR+премия, остальные два транша – фиксированную. Предстоящим выпускам присвоен рейтинг BB+ по методике S&P. Лид-менеджерами сделки выступят Deutsche Bank и Goldman Sachs.

Источник: оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей

Нефть и газ

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

Признаков «оттепели» в отношении к «Юкосу» пока не видно

Какие-либо признаки появления “оттепели в отношении к Юкосу” оказались похороненными, по крайней мере, временно, в результате трех событий:

- 2 июля российский суд отказал в отмене определения о наложении ареста на активы Юкоса, что ограничит ее выбор способа внесения платежей и поставит деятельность компании под угрозу риска.
- 1 июля судебные приставы арестовали банковские счета компании, выбрав, очевидно, жесткую тактику как раз тогда, когда рынок начал ожидать более мягкое развитие событий.
- 1 июля Юкосу предъявлены новые налоговые требования на сумму в 3,4 млрд. долл. в виде штрафа за неуплаченные в 2001 г. налоги.

Эти события вновь возвращают к мысли о том, что неминуемое, вынужденное банкротство компании находится в руках государства. Мы утверждаем, что хотя банкротство и выглядит опять вероятным, текущие налоговые платежи недостаточно велики, чтобы нанести компании смертельный удар, а дополнительные платежи (т.е. за 2001 г.) вряд ли будут подтверждены в судебном порядке раньше, чем осенью (вспомним, что платежи за 2000 г. рассматривались в суде в течение нескольких месяцев). Это оставляет достаточно времени для развития новых событий в этой непредсказуемой истории и служит доводом против предположений о наступившем конце. Мы подчёркиваем, что вопрос состоит не в банкротстве самом по себе. Ведь более важными являются такие вопросы, как 1) выйдут ли из компании и когда основные акционеры, представляющие Менатеп, а также 2) какова окончательная сумма долгов компании, и как они будут погашаться?

Сумма налоговых платежей пока еще не разрушает, но наносит ущерб

Несмотря на странную тактику, избранную судебными приставами, и решение суда, сохранившее запрет на продажу активов, СУММА штрафов на данный момент пока не достигла критической массы и не достигнет, по крайней мере, в течение нескольких месяцев (пока не будет судебного решения по налогам за 2001 г.). Имея на сегодняшний день примерно \$1 млрд. на банковских счетах, вынужденная продажа активов, чтобы выручить ещё \$2,4 млрд., не станет для компании фатальным ударом. Необходимо отметить, что в настоящее время задолженность компании составляет только \$3,4 млрд, и в худшем случае она может увеличиться на \$2,6 млрд, если банки неожиданно потребуют возврата кредитов. В этом случае взятые вместе денежные средства, акции Сибнефти и средства, вырученные от ограниченной (но возможной) продажи активов, должны обеспечить сумму платежей даже при условии, что государство будет продолжать налагать абсурдные ограничения на продажу активов.

Эмиссия может стать элементом “наихудшего случая”

На самом деле, по нашему мнению, цена акции \$10 на местном рынке соответствует ЛИБО \$14 млрд. суммарного штрафа, который уплачивается за счет справедливо оцененных активов (денежные средства, кредиты, акции по \$16 за штуку и т.п.), ЛИБО \$7 млрд. (имеющихся на сегодня) суммарного штрафа, уплаченного полностью или физическими активами со скидкой 50%, или с помощью выпуска акций по \$8 за акцию. Таким образом, убыток нынешнего “первого раунда” полностью учтен в цене. Сумма счета, выставляемого сегодня, недостаточна, чтобы предполагать наступление “наихудшего случая”.

Мы продолжаем считать, что крупномасштабные и устойчивые сбои в работе компании маловероятны

Не надо паниковать: пока еще есть веские доводы, чтобы не нервничать

Помимо этого, здравый смысл подсказывает, что любая тактика, которая приносит значительный урон деятельности компании, будет бесполезной для Владимира Путина с политической точки зрения, – в конце концов, в Юкосе работает 90 тыс. человек, и конфликт, затянувший компанию на самом высоком уровне, не должен отрицательно повлиять на их благосостояние. Следовательно, мы ожидаем, что правительство не допустит бесполезной остановки деятельности Юкоса.

А что со «вторым раундом» (т.е. с налогами за 2001 г.)? Хотя история появилась не так давно, инвесторы должны учитывать, что формальное предъявление претензий Юкосу за 2001 г. пока еще только предстоит. Мы считаем маловероятным, чтобы ЭТОТ штраф на сумму в \$3,4 млрд. был официально предъявлен к уплате ранее середины осени. Сроки и способы истребования этого платежа больше покажут намерения государства в отношении к Юкосу, чем неминуемость взыскания налоговых платежей за 2000 год.

Некоторые продолжают полагать, что эмиссия акций является наилучшим выходом. В настоящее время увеличение акционерного капитала Юкоса на 75% привлечет средства, примерно равные величине налоговых платежей за 2000 и 2001 г.г., но размоет цену акции на 42%. Мы считаем эмиссию акций наихудшим случаем, особенно если ее объем превысит 50%, и если они будут размещаться по цене близкой к текущей цене акции.

Несмотря на явную очевидность рисков, продажа акций Юкос в настоящее время предполагает слишком большую определенность относительно последующих событий.

- Например, должны ли инвесторы, основываясь на первоначально жесткой тактике судебного пристава, сейчас быть уверены в том, что принадлежащие Юкосу акции Сибнефти НИКОГДА не будут приняты в оплату долгов, или, например, что государство примет в качестве платежа ТОЛЬКО сильно заниженные в стоимости акции Юкоса и ее активы? Активы до сих пор имеют рыночную стоимость равную \$4,4 млрд.
- Необходимо также учитывать, что всего лишь две недели назад довольно туманный комментарий Путина способствовал ралли на 40%. Если бы Юкосу надо было платить сейчас свыше \$10 млрд долгов по налогам при сильно размытых эмиссиях акциях, мы бы пришли к другому выводу. Только когда у Юкоса не будет денежных средств, неосновных активов (определяемых в широком смысле на данный момент как газ, неиспользуемые земли) для продажи, не будет больше акций Сибнефти, а государство будет продолжать требовать миллиарды рублей в оплату налогов посредством экстренной продажи активов (или дешевых акций), тогда появятся основания, чтобы оценивать акции Юкоса по цене ниже \$6 за штуку (\$24 за АДР).

Мы пока еще слишком далеки от того, чтобы предполагать определенный или даже вероятный исход событий. Другими словами, мы снова подчёркиваем, что малоприятный вопрос о том, станет ли Юкос банкротом, здесь не суть важен. Более важны такие ключевые вопросы, как: сколько компания должна, когда она сможет заплатить, и как будут оцениваться её активы (если они будут использованы)? Эти вопросы равным образом актуальны независимо от того, станет ли Юкос банкротом или нет. Мы также не согласны с тем, что сделка с Группой Менатеп имеет нулевую перспективу. Эта история выматывает инвесторов, которые заслуживают освобождения от страданий. **Однако мы не советуем выходить при таком уровне цены: соотношение риск/вознаграждение оправдывает нервное напряжение. Мы советуем индексным фондам не уменьшать существенно долю акций Юкоса в своих портфелях.**



Общее собрание акционеров Газпрома прошло без существенных изменений. Что касается совета директоров, третий год подряд Вадим Клейнер не был выбран в Совет директоров, получив 15 млрд. кумулятивных голосов (или примерно на 2,4 млрд. меньше чем Борис Федоров) – около 6% голосующих акций. Произошли также изменения в составе Совета директоров Газпрома (11 мест), при этом число представителей менеджмента Газпрома увеличилось с 3 до 4, за счет представителей правительства, число которых снизилось с 6 до 5. Два независимых директора остались неизмененными.

Правительство (5 членов): Дмитрий Медведев (Глава администрации президента), Виктор Христенко (Министр промышленности и энергетики), Игорь Юсуфов (бывший министр энергетики), Фарит Газизулин (бывший глава Госимущества), Герман Греф (Министр экономического развития и торговли)

Менеджмент (4 члена): Алексей Миллер (председатель правления), Александр Анненков (Заместитель председателя правления), Михаил Середа (руководитель аппарата правления), Елена Карпель (Начальник Департамента экономической экспертизы и ценообразования)

Независимые (2 директора): Бергманн Бургхард (председатель правления Ruhrgas), Борис Федоров.

Сокращение в совете директоров числа представителей государства не заслуживает внимания

Некоторые инвесторы могут заинтересоваться тем, что стоит за сокращением числа представителей правительства. На наш взгляд, присутствие представителей государства в совете директоров минимально по двум причинам. Во-первых, крайне сомнительно, чтобы менеджмент Газпрома стал оспаривать решения правительства по ключевым вопросам, так как назначение Миллера само по себе является политическим. Во-вторых, у государства есть бесчисленное количество средств, чтобы заставить Газпром повиноваться, в том числе ценообразование и налогообложение, так что любая попытка наметить конфронтационный курс, скорее всего, вызовет жесткую реакцию правительства. Отношения между Газпромом и государством сегодня при Путине существенно отличаются от отношений при Ельцине, когда государство нередко оказывалась бессильным наблюдателем.

Надежд на либерализацию рынка акций Газпрома немного, но пока они есть, несмотря на разочарование рынка

Вопреки некоторым ожиданиям Миллер не сделал никаких твердых заявлений о снятии ограничений на обращение акций компании. Единственное, что он сказал в этой связи, так это то, что этот вопрос будет рассматриваться “в самое ближайшее время”. Он отметил, что государство заинтересовано “выкупить” до конца года примерно 17% акций Газпрома, находящихся на балансе его дочерних обществ. Наши основные надежды пока еще связаны с появлением до конца года проекта о снятии ограничений, однако, конкретные шаги государства по увеличению его пакета акций до уровня выше 50% станет приветственным утешительным призом, если проект о снятии “ограды” будет отложен до следующего года.

Другие вопросы, такие как изменения в уставе компании, поставленным на голосование миноритарными акционерами компании (представляемыми Клейнером), которые призвали также к повышению прозрачности и расширению полномочий независимых директоров, не были приняты. Кроме того, компания вновь повторила свои планы об усилении контроля за расходами и о внутреннем разделении своих бизнес-подразделений, что поможет сделать структуру расходов более прозрачной. Предусматривается, что эти мероприятия будут планироваться и подготавливаться в этом году, а их реализация начнется с начала следующего года. Согласно материалам компании, распространенным на общем собрании акционеров, финансовые показатели по МСФО вероятно появятся в июле. Миллер опять подчеркнул, что компания планирует активизировать свою деятельность в энергетическом секторе. На нефтяном фронте Газпром планирует увеличить производство сырой нефти, а также намерен



выделить до конца года деятельность по добыче сырой нефти в самостоятельную структуру – Газпромнефть. Предполагается, что через 5-6 лет нефтедобыча достигнет 30-40 млн. тонн (по сравнению с 11 млн. тонн в настоящее время).

ЛУКОЙЛ вышла на отличные показатели по результатам за 1кв04

Компания ЛУКОЙЛ объявила свой финансовый результат за 2003 г., который оказался в полном соответствии с ожиданиями, а затем 1 июля поразила рынок отличными показателями за 1кв04. Получив чистую прибыль в размере \$819 млн, что примерно на \$100 млн выше существовавшего на рынке мнения, ЛУКОЙЛ не только сумела продолжить снижение эксплуатационных расходов, но и также – к всеобщему удивлению – повернула вспять свои растущие огромными темпами общекорпоративные и реализационные расходы. Наиболее примечательным в финансовом результате за 4кв03 стало увеличение на 20% кв-к-кв этих расходов (за исключением расходов на транспортировку нефти). Выплата бонуса менеджменту компании в размере \$26 млн была указана компанией как событие 4кв, но даже исключение этой суммы из показателей этого периода (а также распределение увеличения в \$79 млн по статье BDA (Bad debt allowance) на все четыре квартала) говорит о том, что квартальное увеличение BDA составило 15% по сравнению с 11% за 3кв03/2кв03 и только 6% за 4кв02/3кв02. Улучшение контроля за ростом общекорпоративных и реализационных расходов является, пожалуй, самым важным для рынка фактором, и – теперь внимание – эти расходы ЛУКОЙЛА составили в 1кв \$471 млн, что на \$90 млн ниже показателя за 4кв03 и фактически равно величине за 3кв03. Это важно особенно потому, что в прошлом году наблюдался быстрый рост этих расходов, вызывая обеспокоенность инвесторов тем, что показатели в этой пресловутой неконкурентной для ЛУКОЙЛА области еще больше и еще быстрее ухудшались. Теперь факты привносят некоторое спокойствие.

Другим заметным событием стал отчет по финансовым результатам за 2003 год. В 2003 г. капитальные затраты ЛУКОЙЛА составили \$3,0 млрд, превысив бюджет в связи со строительством на газовом месторождении в Находке, приобретением АЗС в США (несомненно, включено в эту цифру) и ростом цен на металл. Так как Юкос также показал существенное увеличение капитальных затрат (\$2,0 млрд по сравнению с предполагаемыми \$1,7 млрд), а Газпром планирует их увеличить, похоже, что “перевыполнение планов” становится новой тенденцией в этом секторе национальной экономики. Предположим в порядке дискуссии, что дополнительное вложение ЛУКОЙЛА в размере \$500 млн создаст нулевую прибавочную стоимость, то это снизит цену акции на местном рынке примерно на \$0,57 (\$2,28 от цены АДР). Капитальные затраты должны тщательно контролироваться в 2004г. и далее с принятием компанией курса на ближайшее будущее на ежегодное освоение \$2,5 млрд.

Газпром

Илл. 38. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	25,623	30,292	29,812	30,400
EBITDA, млн. \$	11,866	13,683	13,212	11,941
Чистая прибыль, млн. \$	5,729	6,819	6,661	5,882
P/E	8.6	7.3	7.4	8.4
EV/EBITDA	5.1	4.4	4.6	5.1
Капитализация, млн. \$	49,545			
EV, млн. \$	60,839			
Добыча, млрд. куб. см		3,457		
Запасы, млрд. куб. м		104,009		
Количество акций, млн.		23,674		

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 39. Краткий обзор компании

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. 40. Основные события

Дата	Событие
1 июня	Газпром показывает интерес к активам Юкоса; на наш взгляд заявлению придали слишком много значения Комментарии представителя Газпрома относительно возможного интереса компании к покупке активов Юкоса взбудоражили рынок. Этот комментарий возник в ходе брифинга (один из серии, назначенных на текущий месяц) и был сделан главой департамента стратегического развития Газпрома Владой Русаковой, в ответ на гипотетический вопрос о том, проявила ли бы компания интерес к покупке активов Юкоса в случае появления такой возможности. Таким образом, на наш взгляд, комментарий был выдернут из контекста и ему придали больше значения, чем он того заслуживал.
8 июня	Газпром наконец достиг соглашения по условиям поставки газа в Беларусь. Газпром наконец достиг соглашения с Беларусью по условиям поставок газа. Напомним, что компания прекратила продавать газ Беларуси в начале года, так как не было достигнуто договоренности о приемлемой цене. В то же время, страна в одностороннем порядке удвоила тарифы за транзит газа по её территории до \$1,02/100 км/тыс. куб.м. После продолжительных переговоров, стороны наконец достигли соглашения. Газпром будет поставлять газ по цене \$46,68/тыс. куб.м., тогда как транзитный тариф будет понижен до \$0,75/100 км/тыс. куб.м. Эти условия будут введены задним числом с 1 января и будут действовать до конца года. По словам компаний, эти условия более выгодны, чем условия поставок на Украину. Газпром поставит в этом году Беларусь 10,2 млрд. куб. м газа и ожидает \$130 млн. маржи от этих продаж.
22 июня	Газпром опубликовал консолидированные результаты по РСБУ за 2003 год. Так как наш прогноз основывается на МСБУ, мы не можем провести прямого сравнения, хотя цифры по РСБУ предствляют полезный источник для анализа общих трендов финансовых показателей. Выручка возросла на 40,8% до \$27546 млн, что выше роста на 33,7% ожидаемого нами для соответствующей цифры по МСБУ. Этот рост стал результатом сильных цен на газ на мировых рынках, возросшими внутренними тарифами на газ и увеличившимися объемами продаж. Газпром смог существенно увеличить операционную прибыль, которая возросла на 57,3% до \$9,433 млрд. Прибыль до налогообложения выросла на 68,4% до \$8,195 млрд, что очень близко к нашим ожиданиям для роста данного показателя по МСБУ на 68,5% до \$8,3 млрд. Чистая прибыль выросла на 68,2% до \$5,573 млрд. Общий долг возрос на 2,6% до \$14,04 млрд, в то время как доля краткосрочных заимствований снизилась до 34,4% с 39,7%, что соответствует планам компании по реструктуризации долгового портфеля. Как ожидается, цифры по МСБУ будут опубликованы в ближайшее время, и мы опубликуем их полный анализ.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 41. 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	5.9	7.9	9.7	9.4
EV/EBITDA	5.4	5.4	6.2	6.0
Капитализация, млн. \$	21,712			
EV, млн. \$	23,830			
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. 42. 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.т/нн

Слабые стороны

- Медленный прогресс в улучшении операционной эффективности (издержки на добчу 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 капиталовложения (\$2,1 млрд. в 2002г. 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. 43. Основные события

Дата Событие

8 июня	ConocoPhillips обсуждала с российским правительством возможность покупки пакета в ЛУКОЙле. В свете предстоящей приватизации остающегося у государства пакета в размере 7,6% в ЛУКОЙле, и принимая во внимание озвученную ранее возможность продажи через аукцион единным лотом (наиболее подходящий метод для привлечения стратегического инвестора) ConocoPhillips всегда рассматривалась в качестве потенциально наиболее заинтересованной стороны. Также было бы логичным, если бы компания была заинтересована в аккумулировании блокирующего пакета, что как минимум частично могло бы быть сделано посредством покупки акций у менеджмента компании. Появление стратегического инвестора в ЛУКОЙле будет весьма позитивным сигналом для рынка. Тем не менее, принимая во внимание неопределенность в отношении некоторых ключевых вопросов (включая политику в отношении трубопроводов, режим лицензирования и разрешение ситуации с Юкосом) кажется маловероятным, чтобы иностранный стратегический инвестор вошел бы в компанию до прояснения ситуации.
16 июня	ЛУКОЙЛ заключил в Узбекистане соглашение о разделе продукции по разработке группы газовых месторождений на юго-западе страны с запасами в размере 283 млрд. куб. м. (1,77 млрд. б.н.з.). В создаваемом консорциуме 90% будет принадлежать компании, а остальные 10% – узбекской нефтегазовой компании Узбекнефтегаз. ЛУКОЙЛ намерен инвестировать \$1 млрд на протяжении 35 лет, на которые заключено соглашение, и планирует добывать на месторождения 207 млрд.куб.м. газа. Разработка месторождения начнется в 2007, максимальное годовое производство планируется на уровне 8,8 млрд. куб. м.
17 июня	Первый вице-президент ЛУКОЙЛА Сергей Кукура подтвердил прессе, что компания действительно ведёт переговоры с ConocoPhillips о продаже доли в компании, что подтверждает слухи, давно циркулирующие на рынке. Слухи о возможных переговорах оживились в ожидании запланированной продажи правительством оставшихся 7,6% ЛУКОЙЛА. Кукура не предоставил никаких дополнительной информации по переговорам, однако, всего несколько часов спустя пресс-служба компании выступила с официальным опровержением.
19 июня	ЛУКОЙЛ опубликовал предварительные финансовые результаты 2003 г. по US GAAP. Данные цифры неаудированы и поэтому могут отличаться от аудированных цифр, которые будут выпущены позднее. Выручка составила \$22,118 млрд., на 43% выше предыдущего года, что немногим ниже нашего прогноза \$23 млрд. Этот рост был достигнут в результате высоких цен на нефть и объемов продаж. Чистая прибыль точно совпала с нашим прогнозом \$3,7 млрд., в два раза выше уровня предыдущего года (мы ожидали \$3,752 млрд.). Эта цифра включает \$1,13 млрд. прибыли от продажи доли в проекте АЧГ. Показанная прибыль до налогов \$4,576 млрд. выросла на 77% год-к-году и также соответствует нашим прогнозам. Публикация полной аудированной отчетности ожидается до конца месяца, скорее всего, в день ежегодного собрания акционеров, как это было в предыдущие годы.
21 июня	Компания близка к завершению переговоров по продаже бурильного подразделения ЛУКОЙЛ-Бурение. Это является позитивным сюрпризом, так как последний комментарий по этому вопросу был дан в январе, и тогда было сказано, что два оставшихся заинтересованных покупателя не хотели платить предложенную ЛУКОЙЛОМ цену.
	Избавление от непрофильных активов является важным элементом программы реструктуризации ЛУКОЙЛА, которая была объявлена в апреле 2002. По информации Федуна, соглашение с потенциальным покупателем может быть достигнуто в течение нескольких следующих недель.
22 июня	ЛУКОЙЛ решил продать 38% в ЛУКОЙЛ-Нефтегазстрой менеджменту компании. Данное предприятие является строительной компанией, которая развивает инфраструктуру месторождений ЛУКОЙЛА, а также строит и реконструирует объекты нефтепереработки. По итогам независимой оценки, на которую ссылается компания, стоимость 38% пакета компании составляет \$66 млн (1,925 млрд. руб.). Продажа доли соответствует стратегии компании по реструктуризации, которая предполагает продажу непрофильных активов с тем, чтобы повысить операционную эффективность.
23 июня	ЛУКОЙЛ опубликовал полную отчетность за 2003 г. по US GAAP. Цифры соответствуют предварительным результатам, озвученным ранее компанией, и оказались близки к нашим прогнозам. Выручка выросла на значительные 44,3% год-к-году в результате высоких цен на нефть, роста производства на 7,4% (из-за консолидации нескольких дочерних компаний) и растущей доли экспорта (последняя всего на 1,9% ниже нашего прогноза). Мы отметили внушительный контроль компании над операционными издержками, которые в абсолютном выражении выросли в 2003 г. всего на 6% год-к-году, тогда как относительно предыдущего квартала они сократились в 4Кв03 на 29% (однако так как показатели 4Кв03 получены интерполяцией, это могло стать просто результатом реклассификаций в годовом аудированном отчете относительно неаудированной промежуточной отчетности за 9М03). Однако мы были довольно разочарованы постоянной неспособностью компании сдерживать рост общехозяйственных, управленических и коммерческих расходов под контролем – они выросли в 2003 г. на 37,1% до \$1,8 млрд., тогда как рост кв-к-кв составил 20% (хотя мы опять отмечаем интерполяционную природу цифр за 4Кв03).

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 44. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	6,962	7,828	7,731	7,578
EBITDA, млн. \$	2,552	2,837	2,662	2,525
Чистая прибыль, млн. \$	2,357	1,962	1,582	1,399
P/E	5.7	6.9	8.5	9.7
EV/EBITDA	6.0	5.4	5.7	6.0
Капитализация, млн. \$	13,513			
EV, млн. \$	15,261			
Добыча, млн. бнэ		242		
Запасы, млн. бнэ		4,718		
Количество акций, млн.		4,741		

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 45. 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 одной 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 добчу

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 46. Основные события

Дата Событие

7 июня Возврат 57,5% в Сибнефти ключевым акционерам вероятно займет несколько месяцев

В «Российской газете» Юкос опубликовал официальное объявление о недействительности выпуска акций, которые были использованы для обмена на 57,5% акций Сибнефти. Таким образом, следуя за решением Московского арбитражного суда, компания инициировала процесс аннулирования эмиссии, оговоренный законодательством. Данный процесс позволит начать как минимум частичный развод слияния Юкоса и Сибнефти, хотя, скорее всего, процесс затянется. По законодательству у компании есть 5 месяцев, в течении которых она должна вернуть акции, полученные в обмен за эмиссию, которая теперь будет аннулирована. Тем не менее, компания все еще может апеллировать решение суда в высшей инстанции. Более того на данный момент компания не может осуществлять какие-либо сделки со своим имуществом (включая акции Сибнефти), так как это запрещено другим судебным распоряжением в свете иска МНС.

В качестве отдельной истории, в Московском суде продолжаются предварительные слушания по делу Михаила Ходорковского. Суд рассмотрит петицию защиты относительно объединения слушаний со слушаниями по делу Платона Лебедева.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 47. 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	13.5	15.0	19.6	19.2
EV/EBITDA	4.1	3.9	4.7	4.4
Капитализация, млн. \$	26,738			
EV*, млн. \$	11,784			
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. 48. 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 Кинеф к 2008 г. (\$800 млн.)

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 49. Основные события

Дата	Событие
16 июня	Талакан останется в руках СургутНГ; МПР может готовиться отзывать лицензии у других операторов Кажется, что сага о Талаканском месторождении, наконец, подошла к завершению. Министр природных ресурсов Юрий Трутнев, который ранее заявил, что министерство намерено оспорить присуждение лицензии на разработку месторождения Сургутнефтегазу, сказал, что таких планов уже нет, так как все сроки для апелляции уже прошли. Напомним, что СургутНГ получил лицензию в начале года, заплатив всего \$61 млн. по сравнению со стартовой ценой \$200 млн., которую министерство планировало назначить на новом аукционе. Компания выиграла право на покупку лицензии в суде, мотивировав свое право на получение лицензии тем, что она была второй по размеру заявки на предыдущем аукционе, результаты которого были аннулированы. Хотя вся инфраструктура на месторождении принадлежит Ленанефтегазу (дочерней компании Юкоса, контролируемой Саханефтегазом), компания уже достигла соглашения выкупить компанию у её владельцев. Принимая во внимание политическую «приближённость» СургутНГ, факт, что компании удалось получить и сохранить этот привлекательный актив, был вполне предсказуем.

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 50. 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	5.7	6.9	9.0	7.4
EV/EBITDA	4.1	4.4	4.9	4.5
Капитализация, млн. \$	2,963			
EV, млн. \$	3,786			
Добыча, млн. бнэ		184		
Запасы, млн. бнэ		5,972		
Количество акций, млн.	2,326			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 51. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Загружает до 25% мощностей Московского НПЗ Интенсивное внедрение усовершенствований и новых технологий
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> Строительство современного НПЗ к 2008 г. (\$820 млн.) Разработка запасов в новых регионах Введение дифференцированного налога на добычу может понизить налоговую нагрузку
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Существенный объем долга (\$1,3 млрд) Возможность введения банка качества нефти

Источники: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 52. 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	3.2	3.5	4.4	4.6
EV/EBITDA	3.1	2.9	3.3	3.4
Капитализация, млн. \$	21,469			
EV, млн. \$	20,315			
Добыча, млн. бнэ		625		
Запасы, млн. бнэ		16,032		
Количество акций, млн.	2,700			

Прим.: * Результаты Сибнефти включены с 2003П

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 53. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Высокая прибыльность Диверсифицированные активы на всей территории РФ
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Следствие в отношении высшего менеджмента и основных акционеров 42,1% акций компании арестованы Рост добычи ограничен недостаточной экспортной мощностью
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Разрешение конфликта с властями
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Неопределенное будущее арестованных акций Неблагоприятные условия в переговорах с Сибнефтью Возможность налоговых пеней и штрафов за использование схем минимизации налогов

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 54. Основные события

Дата	Событие
9 июня	Борис Йордан предлагает свои услуги миноритариям Юкоса для переговоров с властями Президент группы «Спутник», известный бизнесмен Борис Йордан направил письмо 10 крупным миноритарным акционерам Юкоса, предложив представлять их интересы выступая посредником в переговорах с властями. Йордан предложил план выведения компании из текущей кризисной ситуации и защиты интересов миноритариев. Письмо утверждает, что интересы миноритариев Юкоса не совпадают с интересами основных акционеров и менеджмента, который Йордан считает находящимся слишком под влиянием основных акционеров. Это письмо должно рассматриваться осторожно, но если группа «Спутник» (или представитель группы) будет назначен на роль переговорщика, эта новость скорее всего будет, иметь положительный эффект на цену акций Юкоса, если не сразу, то постепенно. Мы имеем в виду не усилия или бывшие заслуги «Спутника», а возможность влияния на дело Юкоса организованной группы миноритариев.
10 июня	Появилась конкретная дата, которая может стать решающей в вопросе налоговых претензий к Юкосу за 2000 год и возможного последующего банкротства компании – 18 июня. МНС, возможно, сможет ускорить процесс взимания налогов в размере \$3,4 млрд с Юкоса. МНС подало апелляцию на решение суда от 26 мая, который в свою очередь не удовлетворил иск целиком (оставались непокрытыми примерно 400,000 руб.), и эта апелляция будет слушаться 18 июня. Хотя Юкос также имеет право апеллировать данное решение суда, в случае если эта апелляция не будет удовлетворена, вступит в силу решение суда об удовлетворении иска МНС в первый же день после 18 июня. В таком случае, при недостатке средств на счетах компании, может быть инициирована процедура банкротства. Таким образом, любой успех компании отодвинуть слушания 18 июня, очевидно, будет позитивным.
11 июня	Менеджмент Юкоса представил свой собственный план спасения компании в письме, которое он направил в правительство. Основное предложение, которое отличает этот план – это предлагаемая допэмиссия акций, которая должна быть использована для финансирования \$3,4 млрд. налогового штрафа. Эти акции могут быть либо быть проданы, чтобы собрать денежные средства для платежа по налогам, либо напрямую переданы в собственность государства. Исходя из 2236 млн. акций компании в обращении (за вычетом 464 млн. акций Юкоса «аннулированных» недавним решением суда), компания пришлось бы выпустить 700 млн. новых акций, чтобы погасить налоговые штрафы. Технически, соответствующее размытие сократит текущую цену акции с примерно \$6,50 (\$26) до \$5,00 (\$20). По нашему мнению, дополнительный выпуск акций для финансирования налогового штрафа – неудачное решение, так как использование недооцененных акций фактически удвоит (или утроит) ущерб.
16 июня	Основные акционеры Юкоса готовы к переговорам с властями Один из основных акционеров Юкоса Василий Шахновский (эффективный собственный 7% акций группы Менатеп) заявил, что акционеры готовы вести переговоры с властями с тем, чтобы разрешить текущую ситуацию. По словам Шахновского данная позиция разделяется про-чими акционерами группы Менатеп. В дополнении к этому он сообщил, что Группа Менатеп готова предоставить финансовые гарантии компании в случае, если она должна будет выплатить \$3,4 млрд по налоговому иску. Позднее последовал комментарий со стороны пресс-секретаря группы Менатеп Юрия Котлера, который сообщил, что компания готова предоставить гарантии пропорционально пакету группы в Юкосе. В условиях, когда ключевые акционеры Юкоса открыто демонстрируют готовность к переговорам, дело остается за правительством, конечные цели которого будут решающим фактором в судьбе компании. В то же время начавшиеся слушания по делам Платона Лебедева и Михаила Ходорковского были отложены в виду болезни адвоката. Новая дата назначена через неделю на 23 июня.
17 июня	Путин заверяет, что правительство не намерено разрушать Юкос; ключевые акционеры демонстрируют готовность к переговорам. Впервые за долгое время для Юкоса был отличный день! Президент Путин заявил, что правительство не заинтересовано в том, чтобы компания обанкротилась и постарается избежать раз渲ла компании. Хотя он и заметил, что проблемы компании с долгами по уплате налогов являются вопросом, который решает суд, и он не «克莱лся» (как были переведены слова президента в некоторых СМИ) защитить компанию от банкротства, безусловно, важность данного сообщения нельзя недооценивать. Заявление является первым публичным заявлением со стороны президента по данному вопросу, после долгих месяцев молчания, и оно обнадеживающее. Заявление было сделано в тот момент, когда рынок уже начал учитывать в цене наиболее мрачный сценарий – полный развал компании государством.
23 июня	Московский Арбитражный суд поддержал апелляцию министерства природных ресурсов и отменил ранее принятное решение приостановить исполнение решения о взыскании с Юкоса \$3,4 млрд. налогов. Первоначальное решение суда вступило в силу 19 мая благодаря апелляции Юкоса по вопросу о законности требований налоговых властей. Тот же суд будет слушать другую апелляцию МНС, касающуюся решения суда от 26 мая, которое не удовлетворило взыскание полностью \$3,4 млрд. Номинальная сумма была опущена, но по причине запутанности российского законодательства, эта апелляция позволит МНС немедленно взыскать полную сумму, вне зависимости от решения суда (если оно действительно будет принято, а не будет отложено далее). После того, как приостановление было аннулировано, исчезли последние барьеры, не позволяющие налоговым властям потребовать немедленной уплаты. Однако мы надеемся, что некоторые конструктивные переговоры компании/ основных акционеров с властями позволят найти разумные средства и сроки платежей, что позволит избежать сценария разделения компании.
24 июня	На собрании акционеров Юкоса, которым руководил председатель правления Семён Кукас, менеджмент выглядел несколько расстроенным. Наше впечатление было объяснено позднее, когда было объявлено, что С. Кукас покидает пост предправления, и его место займёт Стивен Тиди (сейчас исполнительный директор). По нашему мнению влияние этой замены на компанию минимальны: текущая управленческая команда не представляет собой основной вопрос. Сейчас основные вопросы следующие: размер налоговых штрафов, гибкость платежей, как будут оцениваться активы (физические или акции) если потребуется платёж, будет ли «сделка» с основными акционерами или менеджментом.

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. 55. Основные события

Дата	Событие
22 июня	Государство может потерять одно место в Совете Директоров РАО ЕЭС, но сохранит контроль По словам заместителя министра экономики Андрея Шаронова, правительство может потерять одно место в совете директоров РАО ЕЭС в результате усилий миноритарных акционеров по консолидации. На данный момент правительство контролирует 10 мест (включая председателя РАО ЕЭС Анатолия Чубайса) из 15. Тем не менее, даже если правительство потеряет одно место в совете директоров РАО ЕЭС, оно будет контролировать 9 членов совета из 15 (учитывая председателя правления), и поэтому мы не ожидаем существенных изменений в деятельности РАО ЕЭС.
25 июня	Высший арбитражный суд приостановил приватизацию Саяно-Шушенской ГЭС Вчера Высший арбитражный суд приостановил приватизацию Саяно-Шушенской ГЭС и начал слушания по этому вопросу на основе апелляции РАО «ЕЭС России» к решению, принятому Федеральным арбитражным судом по иску Республики Хакасия. Мы думаем, что это следующий позитивный сигнал по этому вопросу после попыток подписать примирительное соглашение всеми заинтересованными сторонами, включая федеральное правительство, которое продемонстрировало поддержку РАО «ЕЭС России» по этому вопросу, понимая в том числе, какие риски несет в себе деприватизация.
28 июня	Решение по ОГК будет принято только в конце года; Фрадков добавил неопределенности рынку После заявления в четверг, что директива правительства по ОГК не будет подписана до заседания совета директоров РАО ЕЭС России, после встречи в пятницу с заинтересованными министерствами премьер-министр Фрадков пояснил, что решение по ОГК будет принято только после полномасштабной ревизии всех аспектов хода реструктуризации РАО «ЕЭС России», чтобы достичь «взвешенного» решения по этому и другим вопросам. По его словам, окончательное заседание правительства по ОГК пройдет до конца года, что говорит о том, что он еще не готов принять ответственность за такую чувствительную для сектора и России реформу.
28 июня	Совет директоров РАО ЕЭС одобряет опционную схему на 1% акций компании, что поддержит рынок По предложению РАО ЕЭС, специальная компания возьмет кредит, гарантированный РАО ЕЭС, с тем, чтобы купить 1% акций РАО ЕЭС на открытом рынке. Половина акций будут предложены менеджменту РАО ЕЭС, а другая половина – сотрудникам компании. РАО ЕЭС и все сотрудники компании разделят будут оплачивать проценты по кредиту поровну. Если сотрудники примут участие в данной программе, то менеджменту придется изначально заплатить 10% стоимости выкупленных акций, в то время как прочим сотрудникам – 5%. Менеджмент компании получит опционы на покупку со сроком исполнения три года, и ценой исполнения опционов станет средняя цена за последние 365 дней, что подразумевает цену исполнения \$0,292 (6% выше текущего уровня). Принимая во внимание незначительное число акций компании в свободном обращении (которое мы грубо оцениваем в 10-15%), покупка 1% акций на открытом рынке обеспечит поддержку цене акций, что может ослабить негативный эффект от задержки процесса реструктуризации.
29 июня	РАО «ЕЭС России» и Enel ESN Energo подписали договор об управлении Северо-Западной ТЭЦ РАО «ЕЭС России» и итальянско-российский консорциум Enel-ESN Energo в понедельник подписали рамочный договор и контракт о передаче в операционное управление российской Северо-Западной ТЭЦ консорциуму. Контракт подписан на три года. Управляющая компания должна обеспечить финансирование, однако ей не будет позволено напрямую профинансировать строительство второго энергоблока станции и строительство теплотрассы в Приморском районе Ст.-Петербурга (общая стоимость превышает \$200 млн.). Также, в течение пяти лет управляющая компания не сможет выступать кредитором Северо-Западной ТЭЦ и у неё не будет прав на покупку активов ТЭЦ ни напрямую, ни через связанные компании. Первый энергоблок ТЭЦ имеет мощность 450 МВт, окончание строительства второго энергоблока той же мощности ожидается в следующем году. Мы приветствуем появление одного из первых иностранных стратегических инвесторов в российской энергетике, хотя и со значительными ограничениями деятельности, и ожидаем, что хорошая работа стратегического инвестора станет ориентиром для других компаний российского энергетического сектора
29 июня	Правительство обсудит вопрос ОГК 2 декабря; рынок хочет разъяснений к комментариям Фрадкова Вчера на ежегодном собрании акционеров Челябэнерго не удалось утвердить план реструктуризации компании по причине отсутствия позиции государства (правительству напрямую принадлежит 15% компании). Собрание было отложено до 30 июня, чтобы получить решение правительства по этому вопросу. Эта новость привела к новой серии обсуждений, откладывает ли премьер-министр Фрадков весь процесс реформирования или только решение по тендера姆 по ОГК. Мы считаем, что ближайшим катализатором для акций РАО «ЕЭС России» будет прояснение этого вопроса. Если правительство отложит принятие всех решений по реструктуризации более чем на 6 месяцев, отрицательный настрой продолжит свой давление на рынок в течение всего этого периода. Однако, если это заявление относится лишь к тендера姆 по ОГК, мы считаем, что отрицательное влияние решения премьер-министра на акции РАО «ЕЭС России» будет менее драматичным.

Илл. 56. Основные события

Дата	Событие
1 июля	<p>Совет директоров РАО ЕЭС представлен Газпромом, МДМ, ESN, Интерросом и Евразхолдингом, однако в него не вошел Базовый Элемент или портфельные инвесторы</p> <p>Вчера общее собрание акционеров РАО ЕЭС выбрало новый Совет директоров. В то время как менеджмент сохранил два места (Анатолий Чубайс сохранил место, а заместитель председателя правления Яков Уринсон занял место бывшего первого заместителя председателя правления Леонида Меламеда), государство потеряло одно место, и теперь представлено 8 представителями из 15-мест сильного Совета. Как мы и ожидали, российские «стратегические» акционеры пожинали плоды своих усилий по консолидации и заняли пять мест в Совете директоров по сравнению с тремя местами в прошлом Совете.</p> <p>В то же время, среди представителей миноритарных акционеров произошли значительные изменения – из представителей компании «Базовый Элемент» никто не был выбран, в то время как группа МДМ потеряла место и теперь от нее в Совет входит только один представитель (мы полагаем, это место получило Газпром). Тем временем, Газпром, ESN Group (владелец 5,3% в РАО ЕЭС), Евразхолдинг и Интеррос привели в Совет своих представителей.</p>
2 июля	<p>Премьер-министр подтвердил, что реформа энергетики не будет остановлена</p> <p>После вчерашней встречи с председателем правления РАО «ЕЭС России», премьер-министр Михаил Фрадков подтвердил, что реформа энергетики не будет отложена. В то же время он сказал, что все вопросы, касающиеся процесса реформ, должны быть проанализированы, включая соответствие предпринимаемых шагов и принятых нормативных актов, возможное влияние реформы на российскую экономику и вопросы о необходимости принятия новых нормативных документов.</p> <p>Мы приветствуем это заявление Фрадкова, так как оно частично снимает напряжение, вызванное возможностью остановки в реформировании российской энергетики, однако, как мы уже отмечали ранее, конкретные шаги со стороны правительства по реализации реформы теперь более важны для рынка, чем обещания, что процесс не будет остановлен.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 57. Основные события

Дата	Событие
30 июня	<p>Общее собрание Мосэнерго одобряет реструктуризацию; в совет директоров компании выбрано два представителя Газпрома</p> <p>Вчера Мосэнерго объявило результаты общего собрания акционеров, которое прошло 28 июня. Почти 100% участников общего собрания (при том, что на нем присутствовало 82% акционеров) проголосовали за план реструктуризации, который предполагает выделение всех активов Мосэнерго на пропорциональной основе, за исключением ТЭЦ мощностью 10 ГВт.</p> <p>Отдельной новостью, в совет директоров Мосэнерго было выбрано два представителя Газпрома. Они заменили представителей Renaissance Capital, который, по информации СМИ, продал свой пакет в компании основному поставщику Мосэнерго.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Ленэнерго

Илл. 58. Основные события

Дата	Событие
2 июля	<p>Fortum увеличивает долю в Ленэнерго до 31%</p> <p>Финская Fortum покупает купите 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.</p> <p>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 Коленерго, которая вместе с Ленэнерго в будущем войдет в отдельную ТГК.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Иркутскэнерго

Илл. 59. Основные события

Дата	Событие
28 июня	<p>РусАЛ и СУАЛ сохраняют контроль над советом директоров Иркутскэнерго; нейтрально для компании</p> <p>Алюминиевые компании РусАЛ и СУАЛ сохранили контроль над компанией после того, как шесть их представителей были выбраны в совет, состоящий из одиннадцати директоров. Правительство сохранило свои пять мест, но в этом году оно позволило, чтобы в совет вошли два представителя региональных властей. В то же время, один представитель государства – бывший заместитель министра государственного имущества Сергей Косарев – теперь стал менеджером в РАО «ЕЭС России». Таким образом, мы считаем, что влияние РусАЛ и СУАЛ на Иркутскэнерго увеличится.</p> <p>Ежегодное собрание акционеров также утвердило размер дивидендов – как и в 2002 г. по 3,65 копеек (0,13 центов), что подразумевает доходность менее 1%.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка



Телекомы

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

Годовые собрания акционеров не принесли больших изменений

В первые месяцы лета большинство российских компаний отчитываются перед акционерами в ходе годовых собраний. В данном отчете за месяц мы представляем итоги собраний акционеров в телекоммуникационных компаниях.

Число независимых директоров в МРК варьируется от 1 (в Уралсвязьинформе) - до 4 (в Дальсвязи и в Северо-Западном Телекоме)

В ходе собраний акционеры осуществляли ряд предусмотренных уставом действий, как то: утверждение годового отчета, финансовой отчетности и дивидендов, а также выборы нового состава Советов директоров и ревизионных комиссий. В общем, число представителей миноритарных акционеров в Советах директоров межрегиональных компаний связи (МРК) не изменилось и варьируется от одного (в Уралсвязьинформе) до 4 (из 11) в Дальсвязи (где влияние миноритариев традиционно велико) и в Северо-Западном Телекоме. Число независимых директоров в Совете компании Ростелеком удвоилось (с 1 до 2). В МРК ни в одну ревизионную комиссию представители миноритариев не вошли.

Выбор аудиторов, по сравнению с прошлым годом, не изменился. Для компаний группы Связьинвест аудитором осталась фирма Ernst & Young, а компании группы Система (МТС и МГТС) вновь назначили аудитором фирму Deloitte & Touche.

Дивиденды на привилегированные акции Уралсвязьинформа вырастут на 25%

Изменение в Уставе УралСИ приведет к увеличению дивидендной доходности по привилегированным акциям на 25%

Среди важных решений годовых собраний – внесение изменений в Устав Уралсвязьинформа. Согласно прежнему Уставу, дивидендные выплаты по привилегированным акциям исчислялись из 10% чистой прибыли, поделенной на число акций, представляющих 25% уставного капитала. Однако привилегированные акции представляли лишь 20% уставного капитала, в результате чего держатели привилегированных акций *de facto* получали в виде дивидендов лишь 8% чистой прибыли. Новая формулировка предусматривает при начислении дивидендов деление 10% чистой прибыли на реальное число привилегированных акций.

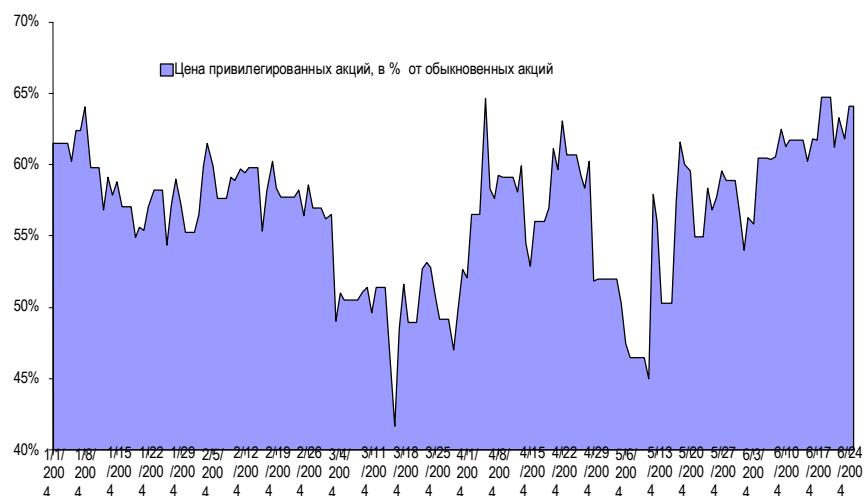
Это приведет к сокращению дисконта между обыкновенной и привилегированной акциями

Мы полагаем, что это – одна из причин, по которой привилегированные акции Уралсвязьинформа торгуются с гораздо большим дисконтом к обыкновенным акциям, чем привилегированные акции других российских телекомов (38% против среднего показателя 27%). Изменения в Уставе могут привести к сокращению разрыва и создать хорошие возможности для вложения в привилегированные акции Уралсвязьинформа, которые являются, на наш взгляд, одним из предпочтительных инвестиционных инструментов в секторе связи (подробнее см. наш отчет от 23 апреля, озаглавленный «Региональные Телекомы: В поисках скрытой стоимости»).

Илл. 60. МРК: дисконты по привилегированным акциям к обыкновенным, %

	Обыкновенные	Привилегированные	Привилегированные акции в % от обыкновенных
	\$	\$	%
ЦентрТелеком	0,345	0,245	41%
Сев.-Зап. Телеком	0,505	0,35	44%
ЮТК	0,088	0,0725	21%
Волга Телеком	3,02	1,965	54%
Уралсвязьинформ	0,0393	0,0242	62%
Сибиртелецом	0,0502	0,04	26%
Дальсвязь	1,045	0,89	17%
Ростелеком	2,2	1,5	47%
<i>В среднем</i>			39%

Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Илл. 61. Уралсвязьинформ: цена привилегированных акций в % от обыкновенных


Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Сев.-Западный Телеком может последовать примеру УралСИ

В Уставе Сев.-Зап. Телекома та же проблема: привилегированные акции представляют лишь 22% уставного капитала, а дивиденды начисляются на 25% привилегированных акций. Это предполагает, что держатели привилегированных акций получают *de facto* лишь 8,8% чистой прибыли вместо 10%, как в других МРК. Тем не менее, в ходе недавнего собрания акционеры Сев.-Зап. Телекома не стали вносить изменения в свой Устав.

Уставной капитал ЦентрТелекома увеличится в 10 раз, но это не повлияет на оценку компании

Акционеры ЦентрТелекома проголосовали за увеличение номинальной стоимости акций (обыкновенных и привилегированных) с 0,3 руб. до 3,0 руб. путем использования дополнительного капитала, появившегося в результате переоценки активов. Это неденежная операция и она не повлияет на стоимостную оценку компании.

Реестр акционеров компании будет закрыт из-за эмиссии – предположительно, в конце 2004 г.

При этом инвесторы не должны забывать, что в ходе регистрации акта увеличения номинала акций в регулятивных органах Реестр будет закрыт почти на два месяца, что предполагает запрет на сделки с акциями ЦентрТелекома. (Отметим, что в ходе аналогичного процесса акции Дальсвязи в РТС не торговались с 24 февраля по 12 апреля). Компания предварительно оценивает, что ее Реестр будет закрыт лишь в конце 2004 г. – начале 2005 г.

Подводя итоги, собраний акционеров МРК не принесли больших сюрпризов и нейтральны для оценки акции (за исключением привилегированных акций Уралсвязьинформа).

Илл. 62. Итоги собраний акционеров за 2003 финансовый год среди телекомов

Компания связи	Дата/Дата регистрац	Дивиденды	Совет директоров	Ревизион. комиссия	Аудитор	Прочее
ЦентрТелеком	11/06/04 23/04/04	23% чистой прибыли Обыкновенные: 0,124867 руб. к оплате до 31 декабря Привилегированные: 0,285662 руб. к оплате до 10 августа	11 членов: 2 от миноритариев (без изм.): А. Иконников (АПИ); Г. Фигнер (NCH Adv.) 9 от Связьинвест: Р.Армян (Ген.Директор); С.Авидяянц; Б.Антонюк (МИТС); В. Белов; А.Грибов (Фонд имущества); О.Петрова; Е.Умнова; Е. Юрченко; В.Яшин	7 членов	Ernst & Young	Увеличение номинала акций - обыкновенных и привилегированных - с 0,3 руб. до 3,0 руб. (за счет оплаченного дополнит. капитала, появившегося в итоге переоценки активов) путем конвертации акций
Сев.-Зап. Телеком	30/06/04 14/05/04	16% чистой прибыли Обыкновенные: 0,083 руб. к оплате до 31 декабря Привилегированные: 0,357 руб. к оплате до 31 декабря	11 членов: 4 от миноритариев (без изм.): Д.Ефимов (АПИ); А.Иконников (АПИ); Д.Левковский (NCH Adv.); И.Родионов (AIG Brunswick) 7 от Связьинвест: В.Акулич; В.Белов; А.Гоголь; С.Кузнецов (Ген.Директор); С.Панченко; И.Роговина; В.Яшин	5 членов	Ernst & Young	
ЮТК	30/06/04 14/05/04	30% чистой прибыли Обыкновенные: 0,0812 руб. к оплате до 15 декабря Привилегированные: 0,1111 руб. к оплате до 29 августа	11 членов: 3 от миноритариев (без изм.): М.Васильев (NCH Adv.); В.Дудченко (NCH Adv.); Д.Куликов (АПИ) 8 от Связьинвест: В.Белов; В.Горбачев; Г.Ромский; И.Игнатенко (Ген.Директор); С.Панченко; С.Авидяянц; И.Ухина; А.Шепилов	5 членов	Ernst & Young	
ВолгаТелеком	22/06/04 3/05/04	21% чистой прибыли Обыкновенные: 0,9186 руб к оплате до 15 декабря Привилегированные: 2,4510 руб к оплате до 15 декабря	11 членов: 3 от миноритариев (без изм.): М.Бобин (NCH Adv.); В.Дудченко (NCH Adv.); О.Федоров (UFG) 8 от Связьинвест: В.Андреев (ВСУТИ); А.Григорьева; Г.Ромский; В.Любин (Ген.Директор); В.Савченко; С.Черногородский; Е.Юрченко	5 членов	Ernst & Young	
Уралсвязьинформ	25/06/04 11/05/04	25% чистой прибыли Обыкновенные: 0,01 руб к оплате до 15 декабря Привилегированные: 0,0185 руб к оплате до 24 августа	11 членов: 1 от миноритариев (без изм.): И.Дудченко (NCH Adv.) 8 от Связьинвест: В.Аджалов; В.Белов; А.Григорьева; В.Желобов; В.Козин; С.Панченко; Л.Перминов; В.Рыбакин (Ген.Директор); С.Черногородский; С.Юпалов	7 членов	Ernst & Young	После изменений в Уставе дивиденды на привилегированные акции исчисляются из расчета 10% чистой прибыли, деленной на существующее число привилегированных акций (раньше 10% делились на число акций, которые представляли 25% уставного капитала)
Сибирьтелеком	18/06/04 30/04/04	17% чистой прибыли Обыкновенные: 0,03841305 руб к оплате до 15 декабря Привилегированные: 0,00858138 руб к оплате до 15 декабря	11 членов: 3 от миноритариев (без изм.): М.Бобин (NCH Adv.); И.Репин (АПИ); В.Статин (Интерфинкапитал) 8 от Связьинвест: А.Ермолич; Е.Зазубова; Г.Коваленко; А.Никулин (Ген.Директор); М.Осадчая; И.Пожидаев; Г.Ромский; Е.Юрченко	5 членов	Ernst & Young	
Дальсвязь	15/06/04 26/04/04	26% чистой прибыли Обыкновенные: 0,40 руб к оплате до 15 декабря Привилегированные: 0,73 руб к оплате до 13 августа	11 членов: 4 от миноритариев (без изм.): И.Дудченко (NCH Adv.); М.Коцбабов (Арбат); И.Репин (Ген.Директор); Е.Фиолетов (Полярная звезда) 7 от Связьинвест: В.Дегтярев; И.Заболотный (Ген.Директор); Т.Новак; М.Плющев; Ю.Табунчиков (FCFER); Н.Филиппова; Е.Юрченко	5 членов	Ernst & Young	

Илл. 63. Итоги собраний акционеров за 2003 финансовый год среди телекомов (продолжение)

Компания связи	Дата/Дата регистрац	Дивиденды	Совет директоров	Ревизион. комиссия	Аудитор	Прочее
Ростеле-ком	26/06-04 11/05-04	18% чистой прибыли Обыкновенные: 0,87807 руб к оплате до 15 декабря Привилегированные: 3,35301 руб к оплате до 15 декабря	11 членов: 2 от миноритариев (был 1): М.Слипенчук (Метрополь); Г.Фигнер (NCH Adv.) 9 от государства: С.Адиянц; В.Белов; В.Дегтярев; Д.Ерохин (Ген.Директор); С.Панченко; В.Полищук; И.Рагозина; Е.Юрченко; В.Яшин	3 члена	Ernst & Young	Новый Устав не был утвержден, поскольку в голосовании не принял участие необходимое число акционеров
МТС	18/06-04 3/05-04	15% чистой прибыли Обыкновенные: 0,68 руб к оплате до 31 декабря Привилегированные: 7,055171 руб к оплате до 31 декабря	12 членов: 6 от АФК Система: Л.Васадзе; А.Вронец; А.Гончарук; С.Дроздов; В.Лагутин; М.Смирнов (Ген.Директор) 5 от Связьинвест: В.Акутич; Е.Забузова; И.Рагозина; В.Савченко; В.Яшин 1 от обеих сторон: Н.Измайлов	5 членов	Deloitte & Touche	
МТС	24/06-04 10/05-04	43% чистой прибыли АДР: \$2,21	7 членов 4 от АФК Система: В.Лагутин; А.Буянов; А.Гончарук; В.Сидоров (CEO) 3 от T-Mobile: M.Guenther; П.Кусубов; F.Gerlach	3 члена	Deloitte & Touche	
Вымпел-Ком	26/05-04	НД	9 членов: 2 независимых: Alex Sononoff; Н.Цуканова (JP Morgan) 3 от Альфа Груп: М.Фридман; П.Куликов; А.Резникович 4 от Telenor: Arve Johansen; Jo Lunder; Terje Thon; Henrik Torgersen	3 члена	Ernst & Young	Утверждение сделки слияния КБ Импульс с Вымпелкомом
Голден Телеком	20/05-04	НД	10 членов 4 от миноритариев: M.Calven (Barings); A.Dunster (Capital); D.Herman; M.North 3 от Альфа Груп: П.Авен; А.Косогов; А.Виноградов (CEO) 2 от Telenor: Jan Edvard Thygesen; Kjell-Morten Johnsen 1 от Ростелеком В.Андросяк	3 члена (все - от миноритариев)	Ernst & Young	

Источники: данные компаний, оценка Альфа-Банка

Примечание: красным цветом выделены фамилии председателей Советов директоров

Операторы альтернативной связи

Голден Телеком

Илл. 64. 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	18.1	11.4	9.2	7.5
EV/EBITDA	8.3	5.5	4.6	3.8
Капитализация, млн. \$	1,001			
EV, млн. \$	949			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 65. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Самый большой альтернативный оператор в России
- Сильный балансовые показатели

Слабые стороны

- Относительно низкая ликвидность
- Ограниченная транспортная инфраструктура

Возможности

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

Угрозы

- Увеличение платежей Ростелекому за аренду каналов связи

Источники: оценки Альфа-Банка

MTC

Илл. 66. 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	23.8	12.9	10.6	9.2
EV/EBITDA	9.2	6.5	5.4	4.8
Капитализация, млн. \$	12,294			
EV, млн. \$	12,295			
Число абонентов, '000	6,690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 67. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Относительно небольшое количество акций в свободном обращении

Возможности

- Повышение эффективности после завершения реструктуризации
- Включение в индекс MSCI

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 68. Основные события

Дата Событие

3 июня	Май стал ещё одним хорошим месяцем в терминах роста рынка мобильной связи. Абонентская база увеличилась на 2,47 млн. человек до 46,9 млн. человек, что соответствует уровню проникновения 32,3% (+1,7 пп). МТС получила большую часть абонентов в Москве (71% чистых подключений), тогда как ВымпелКом лидировал в регионах (33% чистых подключений против 25% у МТС), что продолжает тренд апреля. В целом, ВымпелКом подключил по России на 7% больше абонентов, чем МТС: 908 тыс. человек против 850 тыс. человек, соответственно. У МТС на Украине прошёл ещё один удачный месяц, ей удалось подключить ещё 260 тыс. человек (теперь база достигла 4,36 млн. человек). Мегафон далеко отстал от "Большой двойки" с 454,7 тыс. новых абонентов по всей России (только 3% рынка в Москве и 18% в регионах). Среди региональных телекомов две из рекомендуемых нами компаний, Уралсвязьинформ и Сибирь Телеком, восстановились от плохих результатов апреля и подключили 62 211 и 58 100 новых абонентов, соответственно. По состоянию на конец мая проникновение мобильной связи достигло 77% в Москве, 67% в Санкт-Петербурге и 26% в регионах России (вкл. Санкт-Петербург).
8 июня	Эти данные определённо позитивны и для МТС, и для ВымпелКома (также как и для Уралсвязьинформ и Сибирь Телеком). Украинская прокуратура подала иск в суд, требуя признать недействительными все соглашения и нормативные акты, на основе которых пакет из 51% UMC был продан Укртелекомом МТС. В соответствии с заявлением прокуратуры, Укртелеком, украинский оператор фиксированной связи, был включён в список предприятий, стратегически важных для местной экономики. Приватизация компании началась в ноябре 2000 г. и её было запрещено законом продавать какие-либо существенные активы (стоимостью более 14 тыс. евро). Тем не менее, постановление правительства от 28 мая 2001 г. разрешило Укртелекому продать пакет UMC МТС. Напомним, что в конце 2002 г., МТС приобрела 25% UMC у Укртелекома за \$84,2 млн. и получил опцион на приобретение ещё 26%. МТС исполнила опцион в июне 2003 г. и заплатила \$87,6 млн., после чего общая стоимость 51% достигла \$171,8 млн. МТС консолидировала UMC начиная с 1 марта 2003 г. UMC принесла 15% консолидированной выручки 2003 г. и обслуживает 20% от абонентской базы. Абонентская база достигла 4,36 млн. и доля компании на местном рынке составляет 55%.
16 июня	МТС опубликовала хорошие результаты 1Кв04, которые превысили наши, и рыночные ожидания. В целом, рынок обращает внимание на два основных показателя по мобильным операторам – ARPU (средняя выручка с абонента) и норма EBITDA (прибыль до налогов, процентов и амортизации). Выручка выросла на 5% кв-кв до \$141 млн., по сравнению с ростом на 2% кв-кв у ВымпелКома. Выручка компании на Украинеросла ещё быстрее – на 9% кв-кв – до \$155 млн. Такой сильный рост выручки произошёл и за счёт значительного увеличения абонентской базы (на 15% кв-кв) и меньшего, чем ожидалось, снижения ARPU. ARPU в России в 1Кв04 составила \$14,7, снизившись кв-кв всего на 10% против ожидаемых 12%. ARPU ВымпелКома в 1Кв04 упала на 14%. Это снова подчёркивает более высокий охват и лучшую абонентскую базу МТС. ARPU на Украине сократилась на 9% кв-кв до \$14. Причины относительно хорошей ARPU будут описаны более детально в отдельной аналитической записке.
19 июня	Киевский хозяйственный суд назначил дату слушаний по делу Укртелекома/ UMC: они пройдут 12 июля. По словам пресс-секретаря прокуратуры, он может принять окончательное решение в этот же день (что маловероятно, по нашему мнению). По словам Интерфакса, ответчиками по делу выступают Укртелеком, украинское правительство, МТС и нидерландская компания Cetel B.V., аффилированная с Deutsche Telecom (акционер МТС и соучредитель UMC).

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 69. 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	22.2	9.9	8.2	7.5
EV/EBITDA	9.2	5.1	4.1	3.6
Капитализация, млн. \$	5,203			
EV, млн. \$	5,652			
Число абонентов, '000	5,155			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 70. 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
- Единственный среди "Большой тройки" без лицензионного покрытия на всю территорию России

Возможности

- Выход на рынки оставшихся регионов и Украины
- Потенциальное слияние с Мегафоном
- Включение в индекс MSCI Russia

Угрозы

- Введение Резерва универсального обслуживания

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 71. Основные события

Дата	Событие
1 июня	Апелляционный суд не изменил решения Московского арбитражного суда по поводу легитимности деятельности. ВымпелКома в Москве. Бывший Госсвязьнадзор подал апелляцию на решение суда от 18 марта, которое отменило меру обеспечения, содержащуюся в приказе, полученным КБ Импульс от московского отделения Госсвязьнадзора 9 января. Слушания первоначально были назначены на 28 мая, однако во время слушаний суд объявил перерыв до 1 июня. Слияние ВымпелКома с КБ Импульс (что должно существенно понизить административные риски) было одобрено акционерами 26 мая, но некоторая неопределенность всё ещё остается. Например, слияние ещё должно быть одобрено МАПом, а также прочими органами, которым предстоит выдать разрешение на передачу лицензий, частот и т.п.
3 июня	Май стал ещё одним хорошим месяцем в терминах роста рынка мобильной связи. Абонентская база увеличилась на 2,47 млн. человек до 46,9 млн. человек, что соответствует уровню проникновения 32,3% (+1,7 пп). МТС получила большую часть абонентов в Москве (71% чистых подключений), тогда как ВымпелКом лидировал в регионах (33% чистых подключений против 25% у МТС), что продолжает тренд апреля. В целом, ВымпелКом подключил по России на 7% больше абонентов, чем МТС: 908 тыс. человек против 850 тыс. человек, соответственно. У МТС на Украине прошёл ещё один удачный месяц, ей удалось подключить ещё 260 тыс. человек (теперь база достигла 4,36 млн. человек). Мегафон далеко отстал от "Большой двойки" с 454,7 тыс. новых абонентов по всей России (только 3% рынка в Москве и 18% в регионах). Среди региональных телекомов две из рекомендуемых нами компаний, Уралсвязьинформ и Сибирь Телеком, восстановились от плохих результатов апреля и подключили 62 211 и 58 100 новых абонентов, соответственно. По состоянию на конец мая проникновение мобильной связи достигло 77% в Москве, 67% в Санкт-Петербурге и 26% в регионах России (вкл. Санкт-Петербург).
	Эти данные определённо позитивны и для МТС, и для ВымпелКома (также как и для Уралсвязьинформ и Сибирь Телеком).
8 июня	ВымпелКом вернулся к планам продать еврооблигации на сумму \$300-500 млн. , что было отложено в апреле. Облигации будут номинированы в долларах США, с ожидаемым сроком обращения 5 лет и купоном около 10%. На данный момент финансовый рычаг ВымпелКома существенно ниже рычага МТС: отношение чистого долга ВымпелКома к EBITDA 2003 г. равно 0,5 против 1,16 у МТС. Таким образом, у ВымпелКома обладает большей гибкостью, чем его конкурент, при привлечении финансирования для расширения деятельности. На этот год ожидаются капитальные инвестиции в размере \$920 млн, что на 20% выше уровня 2003 г. Эта новость нейтральна для ВымпелКома.
30 июня	ВымпелКом объявил о приобретении Дальтелецома – оператора, работающего на Дальнем Востоке, единственном, где не представлен ВымпелКом. Дальтелецом – это оператор сетей GSM и D-AMPS. Он ведёт деятельность в трёх регионах Дальневосточного округа (Хабаровская, Амурская и Камчатская области), в котором проживает 2,7 млн. человек. По заявлению ВымпелКома, Дальтелецом занимает примерно 45% рынка в обслуживаемых им регионах и 20% во всём Дальневосточном округе. На 30 июня у него было 322 тыс. абонентов, из которых 268 тыс. (83%) использовали GSM. В результате сделки, ВымпелКом приобрёл 93,5% акций Дальтелецома за \$73,3 млн. (стоит учесть \$7,6 млн. долга). Это соответствует стоимости компании \$86 млн. (не была учтена денежные средства на балансе, размер которых не известен) или по \$267 на абонента (на 30 июня) или по \$321 на абонента GSM.

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 72. 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	16.1	15.8	14.7	14.4
EV/EBITDA	5.8	5.2	4.7	4.3
Капитализация, млн. \$	1,086			
EV, млн. \$	1,200			
Используется линий, '000	4,128			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 73. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Контрольный пакет МТУ-Информ М.А. Смирнов – новый Генеральный директор
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Одна из самых устаревших сетей среди межрегиональных компаний связи Низкие доходы от дальней связи
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Пересмотр соглашений с Ростелекомом о расчетах за дальнюю связь Контрольный пакет в новом холдинге альтернативных операторов АФК "Система"
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Невозможность получения доли участия в альтернативных операторах, принадлежащих АФК "Система" Высокая стоимость цифронизации сети

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 74. Основные события

Дата	Событие
22 июня	МГТС опубликовала свои результаты за 2003 г. по US GAAP, которые оказались довольно неоднозначными и содержат несколько разовых статей. Наиболее значительная разовая статья – это прекращение консолидации ПeКом из-за решения АФК Система (основного акционера МГТС) продать в нём долю. Это привело к потере \$51 млн. выручки за 2003 г. и \$45 млн. за 2002 г.
	В целом, выручка выросла на 24% год-к-году до \$472,5 млн. (темп роста соответствует нашим ожиданиям, однако абсолютные цифры на 9% ниже из-за эффекта от прекращения консолидации компании). EBITDA в 2003 г. достигла \$207 млн., норма EBITDA – 44%, как мы и ожидали. Чистый долг сократился на 16% кв-к-кв до \$111,1 млн.
24 июня	Счетная палата, которая завершает ревизию деятельности Связьинвеста, планирует послать запрос в прокуратуру для проверки законности приватизации МГТС в 1994-1998.
	Запрос Счетной палаты базируется на двух фактах:
	<ul style="list-style-type: none"> Москомимущества изменил план приватизации и увеличил приватизируемый пакет с 21% до 25% без согласования с Госкоимуществом, таким образом, снизив пакет государства. Приватизация продемонстрировала значительные организационные проблемы, таким образом, по факту приватизированный пакет увеличился с 25% до 50%, что привело к размыванию долей других акционеров.
	Вопрос приватизации МГТС поднимался уже несколько раз ранее, и все стороны старались доказать законность их действий.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ростелеком

Илл. 75. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1,036	1,219	1,296	1,358
EBITDA, млн. \$	425	457	410	407
Чистая прибыль, млн. \$	67	98	104	117
P/E	30.8	30.8	30.8	30.8
EV/EBITDA	4.9	4.5	5.0	5.1
Капитализация, млн. \$	1,913			
EV, млн. \$	2,062			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 76. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Металлургия

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

**В июне цена никеля
выросла на 26% до
\$15360 за тонну**

**В июне Норильский
Никель порадовал
рынок публикацией
данных о запасах**

Снижение запасов никеля и позитивные новости относительно сектора нержавеющей стали способствовали росту цен на никель в июне на 26% (до \$15360 за т). Несмотря на положительную динамику цен на никель, курс акций Норильского Никеля снизился на 1,1% под влиянием спада, охватившего весь российский рынок (индекс РТС за месяц практически не изменился – +0,7%). На наш взгляд, такая динамика является результатом общей конъюнктуры российского рынка.

Основным событием июня стал отчет Норильского Никеля за 2003 г. по МСФО (приведенные в нем цифры позволяют не менять нашу расчетную цену \$91 за акцию и рекомендацию ПОКУПАТЬ) и давно ожидавшаяся публикация данных о запасах на основных месторождениях цветных металлов – Талнах, Октябрьский (п-ов Таймыр) и Ждановский (Кольский п-ов). Сами данные стали позитивным сюрпризом, и объем запасов оказался больше, чем мы ожидали. Приведенные в Илл. 78 данные показывают, что Норильский Никель обладает крупными по международным меркам запасами высококачественной руды.

Илл. 77. Запасы и ресурсы цветных металлов, сравнение

	Falconbridge	Inco	WMC Resources	Норильский Никель
<i>Доказанные и вероятные запасы</i>				
Медь, млн. т	9,25	3,19	11,68	9,72
Медь, %	0,76	1,27	1,60	2,46
Никель, млн. т	1,37	5,84	2,06	6,64
Никель, %	1,55	1,61	0,63	1,68
<i>Ресурсы (включая резервы)</i>				
Медь, млн. т	18,74	4,93	35,40	34,98
Медь, %	0,72	1,21	1,20	1,48
Никель, млн. т	2,78	15,54	6,42	19,73
Никель, %	1,70	1,63	0,65	0,84

Источник: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Илл. 78. Запасы руды и полезных ископаемых Талнахского, Октябрьского и Ждановского месторождений по состоянию на 1 января 2003

Рудник	Тип руды	Объем млн т	Никель		Медь	
			%	%	000 т	000 т
<i>Доказанные и вероятные запасы руды</i>						
Октябрьский	Богатые	40	2.99	6.11	1 197	2 445
	Медистые	51.3	1.14	5.2	583	2 667
	Итого	91.3	1.95	5.6	1 780	5 112
Таймырский	Богатые	74.8	2.87	3.17	2 147	2 370
	Медистые	0.4	0.73	1.94	3	7
	Итого	75.1	2.86	3.16	2 150	2 377
Комсомольский	Богатые	2.2	3.74	3.28	84	74
	Медистые	19.5	0.74	2.54	145	496
	Итого	21.7	1.05	2.62	229	569
Маяк	Вкрашенные	1.3	0.57	1.12	7	14
Скалистый	Богатые	32.3	3.62	3.26	1 170	1 052
Итого Талнахский рудный узел	Богатые	149.3	3.08	3.98	4 597	5 940
	Медистые	71.1	1.03	4.46	731	3 170
	Вкрашенные	1.3	0.57	1.12	7	14
	Итого	221.7	2.41	4.12	5 335	9 124

Илл. 79. Запасы руды и полезных ископаемых Талнахского, Октябрьского и Ждановского месторождений по состоянию на 1 января 2003 (продолжение)

Рудник	Тип руды	Объем млн т	Никель %	Медь %	Никель 000 т	Медь 000 т
Разведанные и обозначенные запасы полезных ископаемых						
Талнахский рудный узел	Богатые	21.5	4.22	6.01	906	1 291
	Медистые	0.3	0.35	3.09	1	10
	Вкрашенные	1 397.8	0.52	1.04	7 238	14 468
	Итого	1 419.6	0.57	1.11	8 146	15 769
Предполагаемые запасы полезных ископаемых						
Талнахский рудный узел	Богатые	67.2	3.16	5.18	2 125	3 480
	Медистые	108.1	0.8	2.64	864	2 853
	Вкрашенные	308.5	0.48	0.95	1 495	2 921
	Итого	483.9	0.93	1.91	4 484	9 254
Ждановское месторождение	Разведанные и обозначенные запасы полезных ископаемых	173.3	0.75	0.35	1302	600
	Предполагаемые запасы полезных ископаемых	63.5	0.73	0.37	466	233

Источник: отчет Норильского Никеля

Основными событиями, которые могут привести к росту акций Норильского Никеля, мы по-прежнему считаем раскрытие информации о производстве и уровне запасов МПГ (4-й кв. 2004 г.), разъяснение стратегии сотрудничества с Gold Fields (вторая половина года) и аукцион по Сухому Логу (4-й кв. 2004 г. – 1-й кв. 2005 г.). Мы полагаем, что инвесторам стоит воспользоваться низким уровнем цен на акции Норильского Никеля.

В июле ожидается выход отчета Северстали по МСФО

Как и ожидалось, Северстали не удалось стать победителем на аукционе по продаже акций крупнейшего сталеплавильного предприятия Украины – Криворожстали. Корпоративная стратегия Северстали предполагает приобретение новых активов, и мы ждем появления информации о новых проектах (в основном за рубежом). В июле Северсталь, по-видимому, выпустит отчет по МСФО, и он станет катализатором для акций компании.

Норильский Никель

Илл. 80. 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	13.8	6.9	7.9	8.3
EV/EBITDA	5.8	4.0	4.4	4.6
Капитализация, млн. \$	11,872			
EV, млн. \$	11,492			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 81. 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. 82. Основные события

Дата	Событие
1 июня	Норильский Никель объявил выручку по МСБУ за 2003, а также чистую прибыль. Выручка выросла на 68% г-к до \$5,2 млрд (3% выше нашего прогноза \$5,1 млрд) из-за сильного рынка металлов, продаж никеля из запасов, восстановления продаж палладия и консолидации результатов Stillwater Mining и Поляса. Чистая прибыль достигла \$861 млн по сравнению с \$315 млн (корректированная) за 2002. Объявленная чистая прибыль на 9% ниже нашего прогноза на уровне \$943 млн. Мы ожидаем публикации полных результатов для более детального анализа.
2 июня	Норильский Никель опубликовал финансовые результаты по МСБУ за 2003. Выручка выросла на 68% год-к-году до \$5,2 млрд. (на 3% выше нашего прогноза в \$5,1 млрд) из-за сильного рынка металлов, продаж никеля из запасов, восстановления продаж палладия и консолидации результатов Stillwater Mining и Поляса. Продажи никеля возросли на 67% до \$2,8 млрд, в то время как доля никеля в продажах осталась относительно стабильной на уровне 54% в 2003 против 55% в 2002. Продажи палладия и золота возросли более чем на 200%, и, таким образом, доля этих металлов в выручке выросла соответственно до 12% и 7%. Ключевыми катализаторами для компании остаются раскрытие данных по резервам цветных металлов (Годовой отчет за 2003, который ожидается в июне), раскрытие данных по запасам и производству МПГ (4Kb04), объявление стратегии относительно сотрудничества с Gold Fields (2P04), аукцион по Сухому Логу (4Kb04-1Kb05).
4 июня	Норильский Никель опубликовал годовой отчет за 2003 год, который включал обещанные данные по запасам и ресурсам цветных металлов для ключевых месторождений: Талнахский, Октябрьский (Таймыр) и Ждановское (Кольский полуостров). Аудит был проведен компанией Micon International в соответствии с "JORC Code". Доказанные и вероятные запасы Талнахского и Октябрьского месторождений составляют 5,3 млн. т никеля и 9,1 млн. т меди при среднем содержании никеля и меди на уровне 2,4% и 4,1% соответственно. Сравнение с основными конкурентами (Илл. 1) показывает, что Норильский Никель обладает обширными резервами и ресурсами с высоким содержанием металлов в руде. Общие доказанные и вероятные запасы Норильского Никеля составляют 6,6 млн. тонн никеля и 9,7 млн. тонн меди, что представляет 11% и 2% от общих мировых запасов, соответственно.
9 июня	Рудник имени Матросова планирует увеличить уставной капитал на 250%, разместив дополнительные акции (планируется получить \$65 млн (Норильский Никель купил 55.9% обыкновенных акций и 2.2% привилегированных акций в 2003). Акционеры Рудника имени Матросова рассмотрят вопрос 30 июня. По нашим оценкам, Рудник имени Матросова может выпустить около 192500 обыкновенных акций. Если Поляс выкупит все обыкновенные акции, доля в компании может увеличиться до 90%. Увеличение доли в руднике имени Матросова могло бы быть позитивным для Норильского Никеля, который объявлял о том, что инвестиции в месторождение могут составить до \$500 млн.
22 июня	Норильский Никель рассматривает дебютный выпуск 5-летних еврооблигаций объемом до \$500 млн. Однако, менеджмент Норильского Никеля отказался прокомментировать данную информацию. Напомним, что в марте 2004 Норильский Никель купил 20% в Gold Fields за \$1,16 млрд и затем получил шестимесячный банковский кредит в размере \$800 млн под LIBOR + 1.5% для финансирования сделки. Таким образом, мы полагаем, что Норильский Никель планирует заместить данными средствами этот кредит. Если Норильский Никель погасит оставшуюся часть того кредита без банковского рефинансирования, коэффициент отношения заемных средств к собственным для компании понизится по нашей оценке с 15% до 11%. Мы полагаем, что выпуск еврооблигаций (предполагая справедливые условия) мог бы быть позитивным для компании, так как позволил бы компании начать формировать кредитную историю на международных рынках инструментов с фиксированной доходностью. Кроме того, в этом случае компании будет необходимо получить кредитный рейтинг от ведущих рейтинговых агентств.
24 июня	Общее собрание акционеров ГМК Норильский Никель выбрало новый Совет Директоров. Группа Интеррос, контролирующая около 60% акций, напрямую будет представлена пятью директорами: Андрей Бугров, Андрей Клишас, Леонид Рожецкин, Михаил Прохоров и Екатерина Сальникова, и только Екатерина Сальникова не входила в предыдущий состав Совета Директоров. Все независимые директора прошлого года, за исключением председателя совета директоров Владимира Лисина (которого не было в списке кандидатов) были переизбраны. Тем не менее, новый Совет Директоров не включает нового независимого директора вместо Лисина. Владимир Долгих, заместитель председателя правления общества «Красноярское землячество», формально не входит в группу Интеррос, но в течение 3 лет он был в совете директоров Норильского Никеля.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

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	H/3	4.1	4.3	4.1
EV/EBITDA	3.9	2.4	2.5	2.4
Капитализация, млн. \$	3488			
EV, млн. \$	3646			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 83. Ключевые финансовые индикаторы

Сильные стороны
• Прочное финансовое положение, норма EBITDA (МСБУ) в 2003Е г. – 34%
• Профессиональная команда руководства
Слабые стороны
• Приходится отвлекать финансовые и управлеческие ресурсы для обеспечения бесперебойных поставок сырья
• Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали
Возможности
• Приобретение активов за рубежом позволит увеличить мощности и укрепит позиции на внешних рынках
• \$180 млн. СП с Arcelor по производству оцинкованной стали
Угрозы
• Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении – около 8%

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 85. Основные события
Дата Событие

15 июня Фонд госимущества Украины продал 93,02% в крупнейшем местном производителе стали Криворожсталь украинскому консорциуму Инвестиционно-металлургический союз (Интерпайл и System Capital Management) всего за \$800 млн. Однако Инвестиционно-металлургический союз был наиболее вероятным победителем, и результаты конкурса не были неожиданными.

Таким образом, этот привлекательный актив был продан за \$137 за тонну проката, хотя Северсталь предлагала \$1,2 млрд (или \$206 за тонну проката) и LNM Группа – \$1,5 млрд (\$256 за тонну проката). Тем не менее, иностранные компании (включая Северсталь) не были допущены к решающему этапу, так как они не производили на территории Украины как минимум 1 млн. тонн кокса на протяжении последних трех лет (условие конкурса). Некоторые оппоненты президента Леонида Кучмы пытаются оспорить продажу в суде.

Источник: оценки Альфа-Банка

Машиностроение

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

Результаты Северсталь-Авто по МСБУ за 2003 г.

**Результаты
Северсталь-Авто
по МСБУ за 2003 г.
соответствуют
ранее озвученным
цифрам**

Северсталь-Авто опубликовала хорошие результаты за 2003 г. по МСБУ, хотя они в большей части соответствовали ранее озвученным прогнозам компании.

Выручка выросла на 29% до \$635 млн. по причине роста объёмов продаж (автомобилей на 8% и двигателей на 15%) и смещения в ассортименте продукции в сторону более дорогих продуктов. Экспорт в 2003 г. принёс компании 18% от выручки от продаж автомобилей (против 13% в 2002 г.)

Илл. 86. Результаты Северсталь-Авто за 2003 г. по МСФО

	2002 \$ млн.	2003Ф \$ млн.	Изменение 03/02	2003П \$ млн.	Расхождение, П/Ф
Выручка	490	632	29%	635	0%
Себестоимость	399	481	21%	498	3%
Валовая прибыль	91	151	66%	138	-9%
Управ., админ. и комм. изд-ки	61	88	45%	74	-16%
Операционная прибыль	30	63	106%	64	2%
Прочие расходы (доходы)	-20	15	-175%	19	22%
Прибыль до налогов	51	48	-6%	45	-5%
Налоги	13	12	-5%	11	-12%
Чистая прибыль	38	35	-6%	34	-2%
Интерес меньшинства	17	6	-64%	5	-21%
Чистая прибыль (после И. М.)	20	29	43%	29	2%
 EBITDA	 44	 78	 77%	 79	 1%
 <i>Нормы прибыли</i>					
Валовая	19%	24%		22%	
Операционная	6%	10%		10%	
До налогов	10%	8%		7%	
Чистая	4%	5%		5%	
EBITDA	9%	12%		12%	
 Продажи автомобилей, УАЗ	 72 541	 78 544	 8%		
Продажи двигателей, ЗМЗ	250 099	286 904	15%		

Источники: отчёты компаний, оценки Альфа-Банка

**Хорошая
прибыльность из-за
успешного контроля
за издержками**

Позитивной была и динамика затрат: несмотря на существенный рост цен на металл в 2003 г., эффективный контроль над издержками позволил удержать темп роста себестоимости продукции ниже темпа роста выручки. В результате повысилась рентабельность: норма валовой прибыли достигла 24% в 2003 г. (19% в 2002 г.), а норма EBITDA выросла до 12% (9%). Рост управленческих и коммерческих издержек на 45% год-ку году большей частью объясняется ростом затрат на перевозку (УАЗ частично компенсирует поставки на восток страны) и персонал.



Следует отметить, что снижение рентабельности на доналоговом уровне лишь кажущееся: прибыль до налогов за 2002 г. содержит \$39 млн. разовых элементов (прибыль по денежной позиции и прибыль от прощения задолженности по налогам).

Интерес меньшинства снизился, так как Северсталь-Авто увеличила свои доли: в УАЗе с 58% до 66% (61% и 68% голосующих акций, соответственно) и в ЗМЗ с 47% до 66% (63% и 88% голосующих акций, соответственно).

Чистая прибыль практически равна ранее озвученной цифре и составила \$29 млн. (норма прибыли 5%).

**Северсталь-Авто
в 2004 г. увеличит
норму EBITDA до 14%**

**Выручка по РСБУ
в 2003 г.
демонстрировала
двухзначные темпы
роста**

Компания опубликовала свои планы на 2004 г., которые предусматривают увеличение выручки до \$890 млн., нормы EBITDA до 14% и сохранение нормы чистой прибыли на уровне 5%. Во втором полугодии текущего года Северсталь-Авто опубликует свою дивидендную политику и начнёт публиковать отчётность по МСБУ поквартально, начиная с 3Кв04.

Финансовые результаты деятельности автопрома в 2003 г.

На предприятиях автопрома завершился период годовых собраний акционеров, и теперь уже, видимо, можно подводить некоторые итоги. В Илл. 87 представлены основные финансовые и производственные показатели производителей легковых и грузовых автомобилей за 2003 г.

Илл. 87. Основные показатели российского автопрома в 2002-2003 гг. по РСБУ

	АвтоВАЗ	ГАЗ	КАМАЗ	ПАЗ	УАЗ
Рын. кап-ция, млн. \$	780	155	301	35	74
Выручка, млн \$	2 942	1 052	743	91	267
2003	3 502	1 197	957	123	360
<i>Темп роста, год-к-году, %</i>	19	14	29	35	35
Операционная прибыль, млн \$	314	101	49	4	8
2002	331	103	43	4	33
<i>Темп роста, год-к-году, %</i>	6	2	-12	-6	324
EBITDA, \$ mln	467	122	54	8	12
2003	461	126	48	7	38
<i>Темп роста, год-к-году, %</i>	-1	3	-11	-4	230
Чистая прибыль, млн \$	22	7	3	2	50
2002	152	1	3	2	19
<i>Темп роста, год-к-году, %</i>	579	-92	20	0	-61
Объем пр-ва, штук	702 966	198 135	58 791	10 358	69 480
2003	699 878	201 456	64 101	11 323	76 905
<i>Темп роста, год-к-году, %</i>	0	2	9	9	11

Источник: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

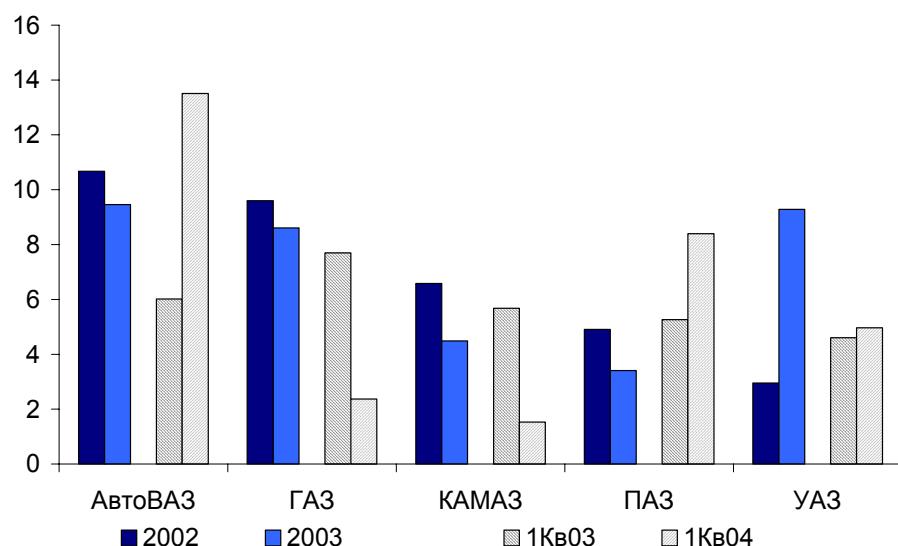
Прослеживается ряд важных тенденций:

- **Быстрый рост выручки** из-за повышающихся цен на продукцию, что является результатом, во-первых, постепенного увеличения в ассортименте доли более дорогих моделей (АвтоВАЗ, УАЗ), и, во-вторых, реального укрепления рубля (+14%).
- **Снижение рентабельности** вследствие быстро растущих цен на металлы (в 2003 г. сталь подорожала почти на 40% по сравнению с 2002 г.). Этим отчасти объясняется повышение отпускных цен.
- **Чистая прибыль практически нулевая** и очень нестабильна из-за отражения в учете разовых операций.

УАЗ стал единственной компанией с повысившейся рентабельностью

УАЗ смотрится относительно неплохо на фоне снизившейся в 2003 г. рентабельности в российском автопроме в целом. Заводу удалось значительно повысить рентабельность и сравняться по этому показателю с АвтоВАЗом. Из Илл. 88 видно, что УАЗ – единственный российский автозавод, сумевший повысить норму операционной рентабельности и норму EBITDA по итогам 2003 г. (норма чистой рентабельности существенно снизилась из-за отражения в отчетности дохода от прощения задолженности по налогам в 2002 г.).

Илл. 88. Рентабельность предприятий российского автопрома в 1-м кв. 2003 и 1-м кв. 2004 г. по РСБУ



Примечание: данные за 1-й кв. 2003 г. и 1-й кв. 2004 г. по КАМАЗу неконсолидированные
Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Объединённые Машиностроительные Заводы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	465	483	486	516
EBITDA, млн. \$	52	55	58	67
Чистая прибыль, млн. \$	14	15	18	25
P/E	17.0	16.2	13.4	9.8
EV/EBITDA	6.8	6.3	6.0	5.2
Капитализация, млн. \$	244			
EV, млн. \$	349			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 89. Ключевые финансовые индикаторы

Илл. 90. 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 2002 – 4%)
- Недостаток квалифицированной рабочей силы

Возможности

- Развитие основного бизнеса в результате реструктуризации, инвестиции в 2003-2008 гг. – 210 млн. долл.
- Слияние с Силовыми Машинами

Угрозы

- Слияние с Силовыми Машинами может быть развернуто
- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность
- Снижение цен на нефть ниже \$15 заставит нефтяные компании снизить капитальные затраты

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 91. Основные события

Дата	Событие
1 июня	Каха Бендукидзе был назначен на пост министра экономики Грузии. Чтобы выполнить требования законодательства, К. Бендукидзе пришлось покинуть пост председателя совета директоров ОМЗ. Более того, К. Бендукидзе высказал намерение передать принадлежащие ему 26% ОМЗ в доверительное управление. Однако с момента о слияния ОМЗ и Силовых Машин, К. Бендукидзе ослаблял контроль над деятельностью ОМЗ в пользу бывшего менеджмента Силовых Машин и ОМЗ. Поэтому, а также принимая во внимание, что ОМЗ теперь сконцентрировала усилия на производстве энергетического оборудования (что является специализацией менеджмента Силовых Машин), мы не видим никаких угроз для будущей деятельности ОМЗ.
1 июля	На общем собрании акционеров ОМЗ не был набран кворум из-за отсутствия пакета г-на Бендукидзе 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. Представители Интерроса ожидают, что новое собрание акционеров ОМЗ будет возможным провести только в сентябре, что фактически замораживает слияние ОМЗ / СМ. Неопределенность в отношении будущего этого слияния существенно увеличивает риски инвестиций в акции ОМЗ. Мы будем ждать разъяснений со стороны ОМЗ и СМ о будущем сделки, а на это время ставим нашу рекомендацию под ПЕРЕСМОТР.
2 июля	Выручка ОМЗ в 2003 г. выросла на 26%; Силовые Машины заявляют о развороте сделки перекрестного владения Вчера ОМЗ опубликовали свою отчётность за 2003 г. по МСФО. Ранее они составляли отчётность по US GAAP, однако, из-за слияния с Силовыми Машинами (СМ) им пришлось переключиться на МСФО (наша модель основывалась на US GAAP, и мы пересматриваем её, чтобы изменить стандарт на МСФО). 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. Принимая во внимание, что нормы валовой прибыли улучшились по всем бизнес-сегментам (у лидирующего NPPEQ она достигла 41%), валовая прибыльность по всей компании в целом выросла на 3 пп год-к-году до 28%. Общехозяйственные, управленческие и коммерческие расходы выросли на 27% год-к-году большей частью благодаря более высоким затратам на услуги. Так как российская экономика более не считается гиперинфляционной, теперь прочие доходы включают в себя доход по денежной позиции только по румынскому лею (\$0,8 млн. против \$20 млн. в 2002 г.) Поэтому чистая прибыль упала на 27% до \$23 млн. Отдельной новостью, вчера представители Интерроса заявили, что пакеты, находившиеся в перекрестном 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 РМ 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. 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 Силовые Машины имели в виду под «предыдущими владельцами».
5 июля	ОМЗ выберет новый совет директоров 24 августа Сегодня «Ведомости» сообщили, что 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. 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. 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.

Источник: оценки Альфа-Банка

Пищевая промышленность и розничная торговля

Александр Свинов, (7 095) 795-3745

Аптекальная сеть 36,6 демонстрирует 25%-ный рост; присутствие в регионах расширяется за счет рентабельности

Результаты сети «Аптек 36,6» за 2003 г. по GAAP совпали с нашими самыми оптимистичными прогнозами: выручка выросла на 24,5% до \$147,8 млн (а в розничном бизнесе даже больше (+29,8%)). Хотя рентабельность остается одной из основных проблем (норма EBITDA в рознице снизилась с 2,3% до 1,5%), мы положительно прогнозируем перспективы компании, а низкую доходность напрямую связываем с быстрыми темпами роста. Мы считаем, что в 2004-2005 гг. показатели рентабельности останутся на низком уровне, так как расширение сети поглощает всю свободную наличность, но ведущие позиции в секторе позволят ей быть лидером роста в сегменте. Кроме того, компания объявила о приобретении региональной сети аптек, что добавит к показателю роста за год еще 10%.

Рост продаж САНа – 62% г-к-г; мы прогнозируем долю рынка 18-20% к середине 2005 г.

Итоги САН Интербрю за 1Кв04 вновь оказались значительно лучше рынка – объем продаж в России вырос на 61,9% (по сравнению с ростом рынка на 17,9%). Компания является ценовым лидером, и мы ожидаем, что к середине 2005 г. САН расширит свою долю рынка до 18-20%

Итоги Вимм-Билль-Данна за 1Кв04 соответствовали негативному тренду – хотя выручка увеличилась на 25%, прибыль сократилась также на четверть. В деле сокращения затрат достигнут некоторый прогресс, но ключевыми проблемами были слабые усилия в сегменте производства соков и высокие цены на сырое молоко в сегменте молочных продуктов. Наш прогноз в отношении краткосрочных показателей компании остается негативным.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	825	938	1176	1296
EBITDA, млн. \$	84	80	100	106
Чистая прибыль, млн. \$	36	21	29	28
P/E	17.2	29.2	21.0	21.8
EV/EBITDA	8.1	8.6	6.9	6.5
Капитализация, млн. \$	616			
EV, млн. \$	687			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 93. 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 (бутылированная 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. 94. Основные события

Дата Событие

1 июня Вимм-Билль-Данн объявил, что он завершил реструктуризацию сети распространения в Московском регионе. Компания снизила количество дистрибуторов на 50% всего до пяти, шаг, который основные конкуренты-производители соков проделали 1-2 года назад. Хотя этот шаг сделан в верном направлении, мы всё ещё полагаем, что шансы, что компания восстановит свою долю рынка в этом году невелики из-за усиливающейся конкуренции – в 2003 г. ВБД потерял 6,9% рынка по объёму (снижение с 39,1% до 32,2%).

2 июня Вимм-Билль-Данн объявил о назначении Francesco Guiffredi руководителем производства, отвечающим за реструктуризацию деятельности производственной сети компании. У Guiffredi 23 года работы в Parmalat, где он занимал пост руководителя производства и был членом совета директоров.

Мы одобляем это назначение, так как оно подчеркивает намерение компании развить высокоеффективное производство. Несмотря на недавние проблемы в Parmalat, мы не наблюдали никаких следов проблем в производстве. Однако, по нашему мнению, основной вопрос для ВБД – это увеличение продаж путём маркетинга и рекламы – тогда как эффективное производство может улучшить прибыльность.

8 июня Вимм-Билль-Данн (ВБД) показал хороший рост выручки из-за роста объёма производства на 4,3% (+12,2% по молокопродуктам и -12,8% по сокам) и роста цен на 18% по молокопродуктам и на 18,8% – по сокам. Рост цен оказался результатом укрепления рубля на 11%, собственного роста цены и сдвига в ассортименте в сторону более дорогих товаров. Однако, из-за увеличения цены сырого молока на 25%, валовая прибыль ВБД выросла всего на 10,3% (норма валовой прибыли сократилась на 3,3 pp до 26%), которая, в свою очередь понизила прибыльность на всех уровнях.

22 июня Вимм-Билль-Данн с 1 июля будет включён в группу акций, на основе которых рассчитывается индекс РТС. Мы считаем, что эта новость нейтральна для акции, так как количество фондов, которые основывают портфели на весах в индексе относительно невелико, и это включение не может рассматриваться в качестве фактора роста акций. Отдельной новостью: акционеры ВБД проголосовали против выплаты дивидендов за 2003 г

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 95. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	729	874	884	897
EBITDA, млн. \$	252	295	298	300
Чистая прибыль, млн. \$	143	169	169	168
P/E	11.1	9.4	9.3	9.4
EV/EBITDA	6.4	5.4	5.4	5.3
Капитализация, млн. \$	1582			
EV, млн. \$	1603			
Производство, млн. гл		14		
Кол-во акций, млн.		131		

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 96. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю

Илл. 97. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	612	827	918	993
EBITDA, млн. \$	114	152	162	158
Чистая прибыль, млн. \$	24	42	51	46
P/E	9.8	5.6	4.6	5.2
EV/EBITDA	10.3	7.8	7.3	7.4
Капитализация, млн. \$	928			
EV, млн. \$	1176			
Производство, млн. гл		13		
Кол-во акций, млн.		109		

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 98. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

Возможности

- Новые формы упаковки и новые сорта пива увеличат долю рынка

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

КОСМЕТИКА

Концерн Калина

Илл. 99. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	157	195	224	255
EBITDA, млн. \$	23	25	30	35
Чистая прибыль, млн. \$	14	16	20	23
P/E	10.7	9.4	7.7	6.5
EV/EBITDA	7.5	6.9	5.1	4.3
Капитализация, млн. \$	151			
EV, млн. \$	172			
Кол-во акций, млн.		8.4		

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 100. 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

Илл. 101. Основные события

Дата Событие

10 июня	Калина планирует провести 10 августа внеочередное собрание акционеров с тем, чтобы выбрать новый совет директоров и утвердить промежуточные дивиденды за 1П04. За 1П03 компания выплатила 2 руб на акцию (около \$0,065 , при коэффициенте выплаты 7,7% и доходности 0,008%). Мы ожидаем, что компания за этот год сохранит выплаты дивидендов на том же уровне – 2 руб. за акцию.
---------	--

Источник: оценки Альфа-Банка



Банковский сектор

Наталия Орлова, (7 095) 795-3677

Банкротства мелких банков ждали давно; ЦБ будет стараться не допустить кризиса на «межбанке»

С марта объем ликвидности снизился на \$7 млрд; ЦБ ответил снижением норматива отчислений в ФОР

В выигрыше от нынешнего банковского кризиса будет в первую очередь Сбербанк

Мы сохраняем расчетную цену по акциям Сбербанка (\$448), однако предупреждаем, что в отчетности по МСФО существенного сокращения издержек, мы, возможно, не увидим

Банкротство небольших и средних банков, начавшееся с краха Содбизнесбанка и повлекшее за собой отзыв лицензии у КредитТреста, следует рассматривать закономерное явление накануне введения системы страхования вкладов. В настоящее время действует порядка 1300 банков, из которых, как минимум, половина постоянно живет в ожидании вынужденного банкротства. Наиболее вероятным представляется сценарий, при котором «зачистка» банковского сектора приведет к сокращению числа банков, замешанных в отмывании денег и других незаконных видах деятельности, что, в конечном счете, положительно скажется на банковском бизнесе и в то же время не затронет относительно небольшой рынок межбанковских кредитов.

Однако в краткосрочной перспективе банковский сектор будет по прежнему находиться в состоянии тревоги, т.к. ликвидность продолжает снижаться. С марта текущего года по настоящее время объем банковских депозитов в ЦБ резко сократился – \$6,7 млрд до \$1,7 млрд. Заметно сократился и объем средств на корсчетах – с \$8,2 млрд до \$6,4 млрд к концу мая. В целом сумма средств на счетах банков уменьшилась за последние три месяца на \$7 млрд. Несмотря на то, что ЦБ снизил норматив отчислений в ФОР, увеличив тем самым объем ликвидных средств в банковской системе на \$1,5 млрд, слухи о возможном пополнении списка банков-банкротов, будут, с нашей точки зрения, в ближайшем будущем способствовать снижению уровня процентных ставок.

Илл. 102. Основные показатели уровня ликвидности в российской экономике, млрд \$

	Янв-04	Фев-04	Март-04	Апр-04	Май-04
Денежные средства в обращении	41,5	41,2	43,3	43,3	45,1
Корсчета	10,3	9,2	8,2	8,1	6,4
Обязательные резервы	9,1	9,6	9,8	10,1	9,5
Депозиты в ЦБ	3,0	6,3	6,7	3,8	1,7
Сделки обратного РЕПО	1,0	1,7	2,5	2,5	2,6

Источник: ЦБ РФ, оценка Альфа-Банка

Естественно, Центробанк будет стараться «разрулить» ситуацию и стабилизировать межбанковский рынок, но мы полагаем, что наступление на мелкие банки неизбежно встревожит некоторых вкладчиков. Даже если исходить из самого оптимального сценария – ЦБ продолжает «чистить» сектор, не нанося при этом заметного урона межбанковскому рынку – больше всех опять выигрывают госбанки типа Сбербанка и Внешторгбанка, а не комбанки, работающие на рынке депозитов.

Мы полагаем, что в июле акции Сбербанка будут поддерживать результаты выборов совета директоров, а именно избрание нового представителя от миноритариев – Сергея Генералова. Мы также полагаем, что финансовые показатели по МСФО, которые должны быть в скором времени опубликованы, станут дополнительным подтверждением обоснованности нашей расчетной цены (\$448 за акцию). В своем выступлении на общем собрании акционеров президент Сбербанка вновь говорил о том, что, несмотря на слишком большую численность филиалов и персонала, необходимо выполнять социальные обязательства. С нашей точки зрения, это противоречит стратегической цели Банка – сокращению издержек. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

Сбербанк

Илл. 103. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Активы, млн. \$	34,204	49,045	53,972	56,025
Чистая прибыль, млн. \$	960	1,152	1,136	1,127
P/E	8.0	6.7	6.8	6.8
Капитализация, млн. \$	7,944			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 104. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 105. Основные события

Дата Событие

11 июня ЦБ РФ принял ряд мер, направленных на нормализацию ситуации с банковской ликвидностью

В частности, с 15 июня ЦБР вводятся в действие следующие меры:

1.Ставка рефинансирования снижается с 14% годовых до 13% годовых. Одновременно ставка по кредитам overnight устанавливается также на 2.Нормативы отчисления в фонд обязательного резервирования устанавливаются на уровне 7% для всех видов депозитов. Ранее размер отчи

Кроме того, первый зампред Банка России Алексей Улюкаев заявил, что принятное в марте положение N 255-П, предусматривающее введение

коэффициента усреднения, который позволит часть обязательных резервов разместить на корсчете, может быть введено уже в июне, а не с 1

июля, как предполагалось ранее. По его словам, размер средств, которые будет разрешено держать на корсчете в качестве неснижаемого

остатка, может составить 10% от общей суммы, подлежащей перечислению в ФОР. Совокупность этих мероприятий (снижение нормативов

отчисления и введение коэффициента усреднения) приведет к увеличению средств на корсчетах банков на 40 млрд. руб.

19 июня Изменения Совета директоров Сбербанка выглядят позитивными, публикация результатов по МСБУ в начале июля остается главным катализатором.

Общее собрание Сбербанка одобрило новый состав Наблюдательного Совета. Миноритарные акционеры будут представлены Борисом Федоровым и Сергеем Генераловым, Вадим Клейнер из Hermitage Fund, который ранее входил в совет директоров Сбербанка, не вошел в него в этом году.

Изменения в Наблюдательном совете являются главным итогом общего собрания акционеров, и они являются позитивным катализатором для акций компании. Сергей Генералов, скорее всего, станет связующим звеном в обмене информацией между все еще закрытым менеджментом и участниками рынка (ранее в этой роли выступал Вадим Клейнер). Во-вторых, Совет директоров Сбербанка теперь также включает бывшую заместителя Министра Финансов Беллу Златкис, одного из хорошо известных специалистов российского рынка облигаций. Назначение Златкис создаст возможность для профессиональных дискуссий в рамках Совета директоров, что также является хорошей новостью.

Источник: 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 сделки 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). Ранее объем размещения ожидался на уровне \$1,8-3,6 млрд.

Более высокий размер выпуска был легко абсорбирован рынком, так как

1. после встречи ФРС США ситуация на долговых рынках улучшилась,
2. новые инструменты встретили высокий интерес со стороны инвесторов (по некоторым оценкам, спрос достигал \$24 млрд) из-за привлекательной премии ко вторичному рынку.

Значительный 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 реструктуризация долга будет проводиться между Германией и РФ.

Во-вторых, дефолт наступает 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 (около 14 млрд. евро), а не только по выпущенным облигациям. Таким образом, более высокая премия на аукционах выглядит оправданной.

В результате, при размещении 10-летних облигаций премия выпуска к доходности российской benchmark Россия-30 составила 185 б.п., к суверенной кривой – 250 б.п. (рассчитывается при помощи линейной регрессии на основе дюрации). По 5-летнему выпуску 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 Евро-30 снизится до 50-100 б.п. при условии сохранения высоких цен на нефть.

Илл. 106. Параметры облигаций, выпущенных в рамках монетизации 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

* – 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

Цены на долг РФ росли в течение почти всего июня, но...

На российском долговом рынке преобладало существенное повышение цен почти в течение всего месяца. К 24 июня котировки большинства суверенных долговых инструментов увеличились на 1-3%, отреагировав на ряд позитивных новостей как внутренних, так и международных. Основное влияние на цены оказывали:

1. Заявление Владимира Путина о том, что власти не заинтересованы в банкротстве компаний подобных ЮКОСу.
2. Успешное размещение КО США. Несмотря на опасения о предстоящем повышении официальной ставки США, аукционы привлекли самый большой с начала мая спрос со стороны иностранных инвесторов.
3. Нижняя Палата Парламента Бразилии утвердила размер минимальной заработной платы на уровне 260 бразильских реалов в месяц, отвергнув решение Сената об увеличении до 275 реалов в месяц. Эта новость имела позитивный психологический эффект на большинство развивающихся рынков, т.к. будет способствовать улучшению финансового положения страны.

...планы Германии по монетизации части долга РФ привели к падению цен до майского уровня

Однако планы Германии по монетизации части долга РФ спровоцировали агрессивную продажу российских суверенных еврооблигаций. Котировки упали на 1,5-3,5% в течение нескольких дней, нивелируя полученную ранее прибыль. Иностранные банки активно открывали короткие позиции для того, чтобы участвовать в аукционах по новым облигациям. Кроме того, опасения агрессивного повышения ставок ФРС США оказывали дополнительное давление на мировой долговой рынок.

Комитет по открытому рынку ФРС США поднял базовую ставку на 25 б.п.; данные США по инфляции будут в центре внимания

Как и ожидалось, ключевая ставка США была повышена на 25 б.п. до 1,25% годовых. Однако по оценке ФРС экономика США остается сбалансированной. Также благоприятное воздействие на долговые рынки оказали комментарии Главы ФРС относительно инфляции. Так, по словам Алана Гринспена, "инфляция несколько возросла, однако составляющей этого увеличения были временные факторы". Как следствие, "денежно-кредитная политика ФРС в отношении ставок пока остается умеренной" при отсутствии ускорения инфляции. Таким образом, инвесторы теперь переключают свое внимание с важных раньше данных о рынке труда на показатели инфляции. Таким образом, российский долг будет следовать за КО США, с резким увеличение волатильности после публикации индикаторов роста цен в США.

Илл. 107. Основные события

Дата	Событие
3 июня	Европейский ЦБ сохранил свою базовую ставку без изменения на уровне 2%. Это решение ожидалось инвесторами, поэтому не повлияло на рынок облигаций.
3 июня	ОПЕК решил увеличить добычу нефти на 2,5 млн брл. в день, подняв ее до 26 млн брл. в день. Таким образом, официальные квоты приблизились к объемам реальной добычи. Краткосрочное падение цен на нефть не повлияло на российский долговой рынок.
4 июня	В мае в экономике США было создано 248 тыс. новых рабочих мест. Хотя эта цифра превысила прогнозируемое увеличение в 225-230 тыс., долговой рынок испытал повышение цен вследствие покрытия коротких позиций.
8 июня	Заявление главы ФРС США спровоцировало резкий рост доходностей по всему спектру облигаций. Аллан Гринспен подчеркнул, что ФРС обеспокоена ускорением темпов инфляции и готова перейти к более жесткой денежно-кредитной политике. Его выступление породило опасения повышения официальной ставки ФРС на 50 базисных пункта, а не на 25 базисных пункта, как ожидалось ранее. Однако скоро паника уменьшилась.
15 июня	Центральный банк Японии оставил свою денежно-кредитную политику без изменения. Это означает, что страна будет продолжать покупать доллары на рынке FOREX и инвестировать их в Китай США. Июньские аукционы Китай США подтвердили, что иностранные инвесторы остались активными покупателями госдолга США.
16 июня	Центральный банк Бразилии сохранил ставку Selic без изменения на уровне 16%. Это решение уже ожидалось и не повлияло на котировки облигаций.
17 июня	Заявление Владимира Путина о том, что власти не заинтересованы в банкротстве компаний подобных ЮКОСу, привело к активным покупкам российским еврооблигаций. Повышение котировок происходило несмотря на нисходящий тренд на большинстве долговых рынков и поддерживалось высокой торговой активностью.
21 – 23 июня	Казначейство США успешно разместило 3-6-месячные и 2-летние обязательства. Очень высокий спрос со стороны иностранных инвесторов стал положительной новостью и поддержал долговой рынок.
23 июня	Нижняя Палата Парламента Бразилии утвердила размер минимальной заработной платы на уровне 260 бразильских реалов в месяц, отвергнув решение Сената об увеличении до 275 реалов в месяц. Победа правительства имела позитивный психологический эффект на большинство развивающихся рынков. Более того, это решение будет способствовать улучшению финансового положения Бразилии и позволит ей продолжать свои усилия по снижению долгового бремени.
23 июня	Россия выплатила купоны общим объемом \$279,4 млн по суверенным еврооблигациям с погашением в 2028 и в 2007 г.
24 июня	Германия объявила о своих планах монетизации части долга РФ, что спровоцировало агрессивную продажу российских облигаций. Реагируя на эту новость, цены на суверенные еврооблигации РФ упали 24-28 июня на 1,5-3,5%. Инвесторы опасаются, что другие члены Парижского клуба могут последовать примеру Германии и монетизовать долг РФ.
28 июня	JP Morgan снизил рекомендацию по российским еврооблигациям до "ниже рынка", ссылаясь на плохие технические показатели после объявления Германией о своих планах по монетизации части долга РФ. Так как российские облигации уже претерпели резкое падение, это заявление не повлияло на цены.
29 июня	ЛУКойл решил продать контрольный пакет акций банка "Петрокоммерц" ИФД "КапиталЪ". В соответствии с инвестиционным меморандумом Петрокоммерца, эта сделка дает право держателям его еврооблигаций предъявить выпуск к досрочному погашению (объем выпуска \$120 млн со сроком погашения в феврале 2007 г.). Оferта вероятнее всего будет по номиналу, что принесет держателям облигаций прибыль в пределах 0,7%.
30 июня	Встреча Комитета по открытому рынку ФРС США. Несмотря на то, что базовая ставка осталась без изменений, комментарии представителей ФРС оказали исключительно благоприятное воздействие на долговые рынки.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 108. Динамика валютных облигаций на 29 июня 2004г.

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	Дюрация кол-во лет	Спред к безрисковой ставке бп
Еврооблигации							
Евро-05	7/24/05	105.19	-0.53	3.7	8.32	0.99	158.98
Евро-07	6/26/07	112.25	-1.48	5.5	8.91	2.66	236.45
Евро-10	3/31/10	107.25	-0.46	5.9	7.69	3.27	256.29
Евро-18	7/24/18	125.38	0.10	8.0	8.77	7.85	332.65
Евро-28	6/24/28	144.38	-0.73	8.4	8.83	9.98	354.36
Евро-30	3/31/30	90.56	-0.21	7.8	5.52	8.48	309.39
Облигации Минфина							
Минфин 5	5/14/08	87.25	0.00	6.9	3.44	3.67	334.01
Минфин 6	5/14/06	96.13	0.13	5.2	3.12	1.83	251.31
Минфин 7	5/14/11	77.50	1.97	7.3	3.87	6.18	302.45
Минфин 8	11/14/07	91.50	-0.27	6.2	3.28	2.76	304.80
Муниципальные облигации							
Москва-04	10/25/04	101.83	-0.49	4.1	10.07	0.31	193.06
Москва-06	4/28/06	110.10	-0.78	5.0	9.95	1.72	234.62
Ниж. Новгород	4/3/05	100.00	0.16	8.6	8.75	0.24	717.06
Банковский сектор							
Альфа-Банк	11/19/05	102.10	-2.56	9.1	10.53	1.30	673.36
Внешторгбанк-08	12/11/08	98.57	0.06	7.3	6.97	3.87	363.74
Газпромбанк-05	10/4/05	106.37	-0.11	4.4	9.17	1.16	201.43
Газпромбанк-08	10/30/08	96.71	1.90	8.2	7.50	3.73	460.39
Зенит	6/12/06	100.65	0.00	8.9	9.19	1.81	615.47
МДМ-Банк	12/16/05	101.50	-2.99	9.6	10.59	1.37	721.23
МосНарБанк	6/28/04	100.00	-0.09	Н/Д	3.12	Н/Д	Н/Д
НИКайл	3/19/07	97.63	-0.47	10.0	9.22	2.40	699.38
НОМОС-банк	2/13/07	97.63	-1.43	10.2	9.35	2.29	720.26
Петрокоммерц	2/9/07	99.38	-0.36	9.3	9.06	2.29	629.89
Русский стандарт-05	5/28/05	102.31	0.00	8.3	10.75	2.47	624.41
Сбербанк	10/24/06	98.26	0.12	Н/Д	2.92	Н/Д	Н/Д
Уралсиб	7/6/06	96.71	1.90	10.7	9.18	1.79	802.72
Нефтегазовый сектор							
Газпром-07	4/25/07	105.67	-0.35	6.9	8.64	2.51	380.67
Газпром-09	10/21/09	113.00	-0.11	7.5	9.29	4.19	373.50
Газпром-10	9/27/10	99.91	-0.44	7.8	7.81	4.88	411.61
Газпром-13	3/1/13	102.75	0.11	9.2	9.37	5.92	495.27
Роснефть	11/20/06	113.76	-0.05	6.4	11.21	2.11	353.07
Сибнефть-07	2/13/07	104.63	3.47	9.4	10.99	2.24	650.39
Сибнефть-09	1/15/09	102.54	-1.17	10.0	10.48	3.54	655.28
ТНК	11/6/07	109.95	0.23	7.6	10.00	2.86	435.65
Телекоммуникационный сектор							
АФК Система-08	4/14/08	100.52	-0.65	10.1	10.20	3.16	673.98
АФК Система-11	1/28/11	97.10	-0.91	9.5	9.14	4.89	550.46
Вымпелком	4/26/05	104.92	-0.19	4.2	9.96	0.78	226.87
MTC-04	12/21/04	103.05	-0.67	4.3	10.63	0.46	258.84
MTC-08	1/30/08	102.50	-0.09	8.9	9.51	2.99	565.13
MTC-10	10/14/10	93.41	-0.57	9.8	8.97	4.86	583.60
Металлургический сектор							
Евразхолдинг	9/25/06	98.83	0.46	9.5	8.98	2.02	660.49
ММК-05	2/18/05	102.50	-0.72	5.7	9.76	0.62	346.00
ММК-08	10/21/08	95.76	0.66	9.2	8.35	3.64	568.35
Северсталь-09	2/24/09	92.69	0.34	10.7	9.31	3.76	708.16
Другие							
Алроса	5/6/08	96.99	-1.48	9.1	8.38	3.32	566.68
Вимм-Билль-Данн	5/21/08	93.75	0.35	10.5	9.07	3.33	709.29

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

Индекс РТС: следуя нисходящей тенденции

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

Илл. 109. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1-30 июня	
		Краткосрочный	Долгосрочный	R4	657.12	50.0% FiboR	S1 552.01		
РТС	ДЕРЖАТЬ ЛОНГ РАСЧЕТНЫЙ УРОВЕНЬ	528-542	Нейтральный К понижению	Медвежий	R4 657.12 R3 626.82 R2 611.16 R1 579.25	50.0% FiboR 38.2% FiboR 200-дневная MA 7-недельная MA	S1 552.01 S2 532.66 S3 528.73 S4 488.90	Минимум 02.06.04 OP Линия тренда HI Минимум 16.06.04 LO 61.8% FiboR CL	582.60 620.28 528.73 583.32
		640							

Источник: оценка Альфа-Банка

- Как мы и предполагали, прорыв ниже долгосрочной восходящей линии тренда вызвал дальнейшее понижение индекса до области поддержки, расположенной между 522 и 542.
- Мы полагаем, что среднесрочное восстановление котировок вероятно от любого уровня, расположенного выше новой восходящей линии тренда.
- Мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ, открытые по 528-542 две недели назад, с предварительным техническим расчетным уровнем 640.

Илл. 110. Индекс РТС – Технические месячные характеристики, по состоянию на 7 июля 2004 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

Классический технический анализ

Как мы и ожидали, в июне индекс РТС начал восстанавливаться от сильной поддержки 522-542

Как мы и ожидали, прорыв ниже уровня 573 вызвал падение индекса РТС до сильной области поддержки, расположенной между 522 и 542, после чего последовал отскок выше прорванной ранее долгосрочной восходящей линии тренда. Теоретически, этот прорыв вверх должен был рассматриваться как модель «медвежья западня». Однако РТС индекс снова опустился ниже этой линии тренда неделей позже. Тем не менее, мы



полагаем, что среднесрочное оживление на рынке может произойти от любого уровня, расположенного выше новой восходящей линии тренда (533), на что указывают приведенные ниже технические индикаторы.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 111. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 5 июля 2004 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Краткосрочный тренд на РТС – нейтральный и сдвигается вниз

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 111 сформировала свою локальную вершину и начала медленно понижаться. Это указывает на то, что краткосрочный господствующий тренд на РТС стал нейтральным и сдвигается в сторону понижения. В тоже самое время, быстрая адаптивная линия тренда явно замедляет темп своего падения и приближается к локальному дну. Это – первая предпосылка приближающегося оживления на рынке.

Медленный момент остается положительным

Медленный момент в средней части Илл. 111 направлен почти горизонтально и остается положительным по величине, что указывает на фазу консолидации на РТС. Линия быстрого момента уже сформировала свой локальный минимум в области отрицательных значений и возобновила рост. Это – вторая предпосылка близкого завершения фазы консолидации на рынке.

Краткосрочный CWC возобновил рост от уровня минус два «сигма»

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 111 тоже прошел свою локальную «впадину» в сильно перепроданной области вблизи уровня минус два «сигма» и возобновил фазу роста. Волатильность краткосрочного составного волнового цикла продолжает понижаться, что косвенно указывает на возможность начала сильных движений в ближайшее время.



Долгосрочный тренд и циклы

Илл. 112. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 5 июля 2004 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

**Долгосрочный тренд
на РТС стал
медвежьим**

Долгосрочный тренд на РТС стал нисходящим, так как медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 112 в настоящее время понижается, находясь ниже медленной адаптивной скользящей средней (AMA). Быстрая адаптивная линия тренда (ATL) совершает беспорядочные колебания между отметками 550 и 600, и мы считаем, что на следующей неделе она может снова «прорвать» вверх уровень сопротивления, заданный текущим значением быстрой адаптивной скользящей средней (AMA).

**Индикатор быстрого
момента достиг
нулевого уровня**

Индикатор медленного момента в средней части Илл. 112 продолжает понижаться в области отрицательных значений, в то время как индикатор быстрого момента начертит зигзаг вблизи нулевого уровня. Такая комбинация индикаторов моментов в сочетании с растущей медленной адаптивной скользящей средней (AMA) может привести в результате к новой среднесрочной фазе восстановления рынка через 2-3 недели.

**Долгосрочный CWC,
прошел свое «дно» и
прогрессирует**

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) уже давно прошел свое «дно» слегка ниже уровня минус два «сигма» и продолжает фазу роста, приближаясь к нулевой отметке. В тоже время, он демонстрирует некоторое замедление. Мы оцениваем потенциал роста за счет долгосрочного CWC в 75 базисных пунктов.



Уровень основной поддержки на РТС равен 488

Наиболее вероятный сценарий на июль предполагает начало восстановления рынка от уровня 533-550

**Мы рекомендуем
ДЕРЖАТЬ ЛОНГИ**

Уровни поддержки и сопротивления

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС даны на Илл. 109 и Илл. 110. Уровень основной поддержки сейчас расположен вблизи 488. Другая важная область поддержки расположена между 533 и 555.

Потенциал роста и падения

Учитывая состояние фондового рынка, мы делаем следующие выводы:

1. Недельные графики на Илл. 110 и Илл. 112 указывают на то, что долгосрочный тренд (медленная ATL) на РТС в настоящее время медвежий, в то время как долгосрочный составной волновой цикл (CWC) продолжает находиться в фазе роста.
2. Как мы и ожидали, прорыв ниже долгосрочной восходящей линии тренда на Илл. 110 послужить триггером для дальнейшего понижения индекса РТС до области поддержки, расположенной между отметками 522 и 542. Мы рассматривали это как хорошую долгосрочную возможность для покупки.
3. Мы полагаем, что среднесрочное восстановление рынка вероятно от любого уровня, расположенного выше новой восходящей линии тренда. Мы также не исключаем формирования модели перелома тенденции «перевернутая голова и плечи» на текущих ценовых уровнях, что указывает на возможность начала ралли в июле-августе.
4. Мы поэтому рекомендуем не поддаваться панике и **ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ**, открытые по 528-542, с предварительным техническим расчетным уровнем 640.

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

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

Аналитический отдел

Телефон/Факс	(7 095) 795-3676/(7 095) 745-7897
Со-начальник аналитического отдела, Телекоммуникации	Андрей Богданов
Со-начальник аналитического отдела, Главный стратег	Кристофер Уифер
Нефтяная и газовая промышленность	Метью Томас, Анна Бутенко
Макроэкономика, банковский сектор	Наталия Орлова
Телекоммуникации/Интернет	Андрей Богданов, Светлана Суханова
Электроэнергетика	Виталий Зархин
Металлургия, машиностроение	Максим Матвеев CFA, Павел Соколов,
Потребительские товары	Наталья Шевелёва, Александр Свинов
Государственные ценные бумаги	Валентина Крылова, Екатерина Леонова, Никита Гусаков
Технический анализ	Владимир Кравчук
Аналитическая поддержка российских клиентов	Ангелика Генкель, к.э.н.
Переводчик	Ринат Гайнуллин

Торговые операции и продажи

Телефон	(7 095) 795-3672, (7 095) 795-3673
Продажи иностранным клиентам	Кирилл Суриков
Продажи российским клиентам	Олег Мартыненко
Рынки капиталов/Структурированные продукты	Александр Насонов
Адрес	Константин Шапшаров Армен Петергов, Алексей Гурьянов, Тамара Заречнева 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

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

Продажи, торговые операции

Продажи

Адрес

© 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, воспроизведение 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 руководители 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 продасть ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и его дочерние компании, руководящие сотрудниками 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 таких, 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 его 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, 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.