



# Июнь: время подумать об уплате налогов

3 июня 2004

www.alfabank.ru

Москва

## Тема: Россия празднует Первомай, а рынок кричит «Спасай!»

- **Приближение финальной стадии расследования по делам Юкоса и Менатеп негативно сказывается на настроении рынка.** Отсутствие у инвесторов ясности перспектив борьбы Министерства по налогам и сборам против Юкоса и судебной фазы расследований дела Менатеп неблагоприятно отразились на настроении рынка. За последние семь недель коррекция цен на фондовом рынке достигла 28%, т.е. оказалась аналогична той, что наблюдалась в течение семи недель после ареста Ходорковского в октябре прошлого года.
- **Тем не менее, финансовая и бюджетная позиции России прочны как никогда.** Абстрагируясь от этих – вызывающих беспокойство – соображений и от более общих последствий любых итогов переоценки приватизационных процессов 1990-х гг., мы видим: макроэкономическая ситуация в России сейчас благополучна как никогда. Цена нефти, в долгосрочной перспективе затрудняющая задачу правительства по переводу экономики «на новые рельсы», сегодня способствует приращению финансовых резервов страны, тогда как растущие прибыли нефтяных компаний увеличивают бюджетный профицит. В конце мая президент Путин в ежегодном послании Парламенту подтвердил неизменность реформаторских планов своего правительства и подчеркнул необходимость улучшить привлекательность инвестиционного климата в стране.
- **События вокруг Юкоса все больше беспокоят рынок, но принципиально нового ничего не произошло.** По мере приближения годовщины «дела Юкоса» рынок остается невосприимчивым к некоторым – ранее немислимым – предположениям, но при этом – крайне чувствительным к другим. Последние заявления Юкоса о возможном банкротстве и уголовно-наказуемых деяниях не стали новостью, но вновь обеспокоили рынок, поддавшийся страху перед неизвестным. Хотя инвесторы должны были осознать факт того, что набор возможных исходов дела не стал принципиально иным – ни по объему, ни по степени вероятности. Это справедливо для обеих перспектив – как уголовных обвинений, так и возможного банкротства.
- **Этим летом в центре внимания будут продажа госпакета в капитале ЛУКОЙла и выводы Счетной палаты о результатах изучения схем минимизации налогов, использовавшихся нефтяными компаниями.** Этим летом в нефтяном секторе могут быть две важные новости. *Первое:* в июне правительство должно объявить о планах продажи доли государства в ЛУКОЙле (7,6%) – шаг, который покажет, готово ли оно разрешить дело Юкоса приемлемым для рынка образом. *Второе* (может быть, более важное для духа уверенности в отрасли): в начале июля Счетная палата завершит изучение схем минимизации налогов, применявшихся ранее российскими нефтяными компаниями.

### Портфельные рекомендации\*

Суверенные облигации	Особенно «длинные». Спреды по доходности относительно Казначейских обязательств США неоправданно высоки.
Корпоративные облигации	Особенно с длинным сроком погашения и первоклассных эмитентов, в т.ч. МТС-2010 по цене 9,5%, Сибнефть-2009 – 9,6%, Газпром-2010 - 8% и Газпром-2013 – 9,4%.
Газпром внутри. Северсталь	Потенциал роста - 87%. Стратегическая бумага на 2004 г. Потенциал роста 61%. Меньше подвержена колебаниям цен на металлы, чем Норильский Никель.
ОМЗ	Потенциал роста - 36%. Отрасли обрабатывающей промышленности, в которых работает компания, являются приоритетными для правительства. Может появиться стратегический инвестор.
Уралсвязьинформ	Потенциал роста - 37%. Самая крупная и наиболее ликвидная из МРК. Динамично развивающаяся отрасль.
МТС	Потенциал роста - 25%. Компания динамично развивается.
ВымпелКом	Потенциал роста - 38%. Компания динамично развивается.
Сбербанк	Потенциал роста до DCF-цены небольшой (19%), 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

ВымпелКом в 1кв04: смешанные результаты, скорее «в плюс»	Андрей Богданов, Светлана Суханова	1 июня 2004 г.
ОМЗ продает активы с 30%-ной скидкой	Максим Матвеев, CFA	24 мая 2004 г.
Отчет Сбербанка за 1-й кв. 2004 г.: ДЕРЖАТЬ, расчетная цена \$448	Наталья Орлова	5 мая 2004 г.
Региональные Телекомы: удачное время для грамотных покупателей	Андрей Богданов, Светлана Суханова	20 мая 2004 г.
ЛУКОЙл: технический потенциал роста - 50%	Владимир Кравчук	19 мая 2004 г.
Нет худа без добра	Крис Уицфер	13 мая 2004 г.
Авиазагоды: Импульсом для роста должна стать консолидация отрасли	Максим Матвеев CFA, Павел Соколов	12 мая 2004 г.
Российские акции: инвесторам надоело жить в тревожном ожидании	Крис Уицфер	30 апреля 2004 г.
Региональные телекомы: в поисках скрытой стоимости	Андрей Богданов, Светлана Суханова	23 апреля 2004 г.
Калина: Ставка на рост рынка	Александр Свинов	12 апреля 2004 г.

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

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку.....	3
Россия празднует Первомай, а рынок кричит «Спасай!».....	12
Динамика и оценка акций.....	16
Графики .....	19
Календарь событий.....	21
Экономика и политика.....	22
Новости компаний и отраслей.....	23
Нефть и газ .....	23
Энергетика .....	28
Телекомы .....	30
Металлургия.....	37
Машиностроение .....	39
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	42
Банковский сектор .....	45
Рынок облигаций .....	46
Индекс РТС: где расположены уровни поддержки? .....	49



**Комментарии по рынку**

**Кристофер Уифер, (7095) 103-7322**

**Связанные с Юкосом события вызвали на фондовом рынке третью за девять месяцев значительную коррекцию**

**Реакция инвесторов на речь Путина была благоприятной**

**Путин подчеркнул необходимость сохранения привлекательного инвестиционного климата**

Хотя в течение двух дней после инаугурационной речи Путина перед обеими палатами парламента цены на фондовом рынке несколько снизились, это стало его прямым ответом как на слухи о дальнейших действиях Министерства по налогам и сборам против Юкоса, так и на реакцию последнего на недавнее – вполне предсказуемое – судебное решение в поддержку претензий налогового ведомства к нефтяной компании на сумму \$3,4 млрд в счет неуплаченных ранее налогов.

Изначально рынок отреагировал на вторую инаугурационную речь Путина, произнесенную еще до заявления Юкоса, вздохом облегчения в связи с тем, что слухи о наступлении на так называемых «олигархов» не подтвердились, а шансы на скорое повышение агентствами S&P и Fitch рейтинга России до инвестиционного уровня увеличились.

Путин – вместо живописания негативных последствий того факта, что владельцы крупных состояний и мощные компании отказывают правительству в поддержке его инициатив, – предпочел подчеркнуть необходимость создания в России благоприятного инвестиционного климата, который привлек бы инвесторов в экономику страны. Это – явное смягчение того конфронтационного тона, который мы слышали в нескольких речах, произнесенных Путиным с момента ареста Ходорковского в конце прошлого года. Это вполне позволяет предположить, что правительство, желая получить от инвесторов и предпринимателей поддержку своим усилиям по ускорению роста и расширению базиса экономики, предпочтет метод «убеждения» мерам «принуждения».

**Илл. 1. Российские акции в мировом контексте**

	За месяц %	С начала года %	К максимуму** %	За год %
PTC	-0,2	11,1	-19,4	36,3
MSCI Россия	2,4	11,1	-18,2	43,9
Мировые развивающиеся рынки \$	-3,4	-3,8	-14,3	37,9
Азия \$	-5,4	-5,4	-15,3	39,3
Европа, Ближний Восток и Африка \$	2,2	2,2	-11,5	40,3
Латинская Америка \$	-2,8	-8,0	-15,5	30,6
Мировые рынки (Global Equities) \$ based	-0,3	-0,3	-4,0	21,9
Dow Jones Industrials	-1,1	-3,3	-3,9	15,1
NASDAQ Composite	2,9	-1,4	-4,3	27,0
Регион ЕС \$	-0,3	-1,5	-3,2	25,1

*Примечание: \* цены даны на момент закрытия 26 мая; \*\* максимум на PTC отмечен 12 апреля*

*Источник: DataStream*

**Конец «войны с олигархами»?**

Несмотря на продолжающиеся жесткие налоговые претензии к Юкосу и судебные действия против акционеров группы Менатеп война с «олигархами», возможно, близится к концу, и если это станет реальностью, то инвестиционный риск будет существенно уменьшен, что оправдывает повышение стоимостных оценок акций, ранее считавшихся подверженными риску. Очевидно, еще слишком рано делать столь решительный вывод о завершении «спора», который за последний год трижды стал причиной крупной коррекции на фондовом рынке. До тех пор, пока этот «спор» не будет решен, инвестиционный риск по некоторым акциям останется на высоком уровне, при сохранении риска наступления дальнейших «событий», способных резко снизить котировки акций.

**Надежда на завершение периода неопределенности, вызванного делом Юкоса**

**Тем не менее, не исключены отдельные неприятные неожиданности**



Чтобы эта война полностью завершилась, необходимо подвести черту под двумя вопросами:

1. стоимостной оценки приватизационных сделок (т.е. разницы между ценами, по которым государственные активы были проданы при Ельцине – и более высокой оценкой активов Счетной палатой), и
2. предъявленных Большому бизнесу обвинений в неуплате налогов за последние четыре года.

### **Требуются инвестиции и доверие**

Путину – чтобы достичь заявленных целей удвоения ВВП путем ускоренного роста сектора услуг и обрабатывающего сектора, и тем добиться более справедливого распределения общественного богатства, – необходим успех в четырех ключевых сферах:

1. Продвижение реформ в экономике
2. Уменьшение бюрократии (и связанной с ней коррупции)
3. Увеличение инвестиций в намеченные отрасли
4. Сохранение высокой степени доверия

При этом не следует забывать об изрядной доле «везения» и о сохранении высоких цен на нефть.

Сегодня не возникает сомнений в способности правительства провести в жизнь любое нужное законодательное постановление, так что принятие реформаторских законов – не проблема.

Правительство начало свою работу с энергичного наступления на бюрократию в собственных высших эшелонах (т.е. произошло сокращение числа министерств, числа постов заместителей министров и т.д.) Хотя сейчас еще рано говорить о том, что эти меры будут успешны в борьбе с федеральной и региональной бюрократией, которую малый бизнес всегда называл главным препятствием для своего развития, доброе начало положено, и доверие к правительству есть.

Успех в деле реформ и уменьшения бюрократии создает лишь скелет новой экономики. Чтобы нарастить мышцы на костях, необходимы капиталовложения в нужные сферы. Правительство всегда ясно заявляло, что рассчитывает не столько на прямые иностранные инвестиции – ПИИ (по крайней мере, в ближайшие несколько лет), сколько на принадлежащий россиянам капитал (накопленный в оффшорных убежищах за 1990-е гг. и оцениваемый в \$300 млрд). Здесь логика – в том, что на данный момент в России имеется сравнительно мало возможностей применения значительных ПИИ, и для их существенного роста потребуются расширение экономической базы. На данном этапе проще привлечь обратно в страну отечественный капитал.

Вопрос, который в последний год «подогревал» ощущение высокого инвестиционного риска (и заставлял нервничать рейтинговые агентства) – о том, предпочтет ли правительство создание благоприятного инвестиционного климата, призванного «привлечь» часть капитала обратно в страну, или примет решение в пользу более агрессивного применения «угроз».

Разумеется, в действительности мы видим смесь обоих методов. За последний год Большой бизнес видел занесенный над своей головой «Дамоклов меч» в виде действий и заявлений государственных ведомств (Счетная палата, Министерство по налогам и сборам и т.д.) и, возможно, опасался, что они станут еще агрессивнее.

***Для достижения поставленных целей Путину необходимо, помимо проведения реформ, привлечь капитал***

***Правительство может создать любое законодательство***

***Обществу дан ясный сигнал о том, что масштабы бюрократии будут сокращены***

***Чтобы нарастить экономические мышцы, необходимы капиталовложения***

***Неуверенность в том, что предпочтет правительство, поддерживало ощущение высокого риска***

***Теперь правила игры ясны всем***

**У агентств больше нет веских оснований откладывать повышение рейтинга России до инвестиционного уровня**

**Теперь Россия удовлетворяет трем основным критериям**

**Россия могла бы теперь обслуживать свои долги даже при более низких нефтяных ценах**

**Признаков более агрессивного вмешательства государства в экономику нет**

**Если неприятные сюрпризы и произойдут, то едва ли в этом году: пока что они не нужны**

## Оснований далее откладывать повышение рейтинга России нет

Теперь у агентств S&P и Fitch нет веских оснований для того, чтобы откладывать повышение рейтинга суверенных долгов России до инвестиционного уровня. Перспектива более или менее скорого наступления этого события позволяет надеяться на сужение спреда доходности к сопоставимым казначейским обязательствам США и на мощную поддержку российскому фондовому рынку, особенно котировкам акций, не относящихся к добывающему сектору.

Сегодня для повышения рейтинга Россия удовлетворяет трем (взятым в широком смысле) основным критериям:

Эти критерии таковы:

1. Способность и готовность обслуживать свой долг
2. Приверженность делу ускоренного проведения реформ в экономике
3. Отсутствие риска программной нестабильности

Сегодня не возникает вопроса о способности России обслуживать свой долг. При некотором сокращении бюджетных расходов и снижении уровня резервов и стабилизационного фонда Россия могла бы в течение долгого времени обслуживать свои долговые обязательства при нефтяных ценах, немногим превышающих \$12/баррель. Это – крайний и очень маловероятный случай, задолго до наступления которого экономический рост прекратился бы, а инвестиции, уверенность потребителей и капиталы давно ушли бы в более «теплые» края..., но мысль, кажется, ясна.

В последние четыре года Путин был весьма последователен в постановке экономических задач, и его последняя речь лишь подчеркнула это.

Эта речь была важна для рейтинговых агентств, поскольку она была первой после выборов. Можно спорить о том, что в предыдущих своих обращениях Путин вынужден был проявлять осторожность, учитывая, что сказанное им могло бы усилить и консолидировать оппозицию. Теперь, когда Путин пользуется полной и надежной поддержкой обеих палат парламента, контролирует средства массовой информации и держит Большой бизнес почти в состоянии покорности, некоторые опасались, что его речь окажется гораздо более агрессивной и повлечет за собой риск усиления инвестиционной нестабильности.

Этого не случилось, и в результате риск стал существенно ниже.

**Илл. 2. Российские суверенные облигации в мировом контексте**

	За месяц %	С начала года %	За один год %
JPM – Composite	-0,8	-4,0	2,9
JPM – Eurobonds	-1,2	-4,2	2,2
JPM – Russia	0,9	-3,4	-1,0

*Примечание: \* цены даны на момент закрытия 26 мая  
Источник: DataStream*

## Исключены ли неприятные сюрпризы?

Разумеется, неприятные сюрпризы все еще возможны, особенно пока остаются нерешенными такие проблемы, как пересмотр оценок приватизации, обвинения в неуплате налогов и судьба оффшорных капиталов.

Более вероятно, что неприятные сюрпризы произойдут в 2005 г. Этот год все еще будет годом подготовки и перехода (хотя правительство и было бы радо нашему отказу от этого термина, реальность все еще такова, что Россия находится в фазе перехода от экономического роста, зависящего от нефтяных доходов, к чаемой диверсификации хозяйства). Чтобы поставленные Путиным задачи по диверсификации экономики и удвоению



объемов ВВП были решены в срок, признаки притока инвестиций в нужные отрасли должны появиться уже в начале 2005 г. Если этого не случится, то риск более агрессивного государственного вмешательства увеличится. Однако если это и произойдет, то едва ли в течение ближайшего года.

### **Изменение нефтяной политики?**

Любопытно обращение Путина к правительству с призывом быстро определиться с новыми маршрутами экспортных нефтепроводов.

В последние четыре года мы наблюдали завидную последовательность экономических планов правительства – сквозившую, главным образом, в заявлениях министра экономики Грефа, но также и самого Путина.

Главным в этих заявлениях было следующее:

1. Экономическим приоритетом первого президентского срока Путина была стабилизация финансовой ситуации, унаследованной от его предшественника.
2. Единственной доступной правительству мерой привлечения финансов было активное поощрение роста добычи нефти и ее экспорта. В 2000 г. Путин энергично – вопреки оппозиции со стороны отечественных нефтяных компаний – продвигал идею СРП (Соглашение о разделе продукции) и остановился лишь тогда, когда стало ясно, что для достижения его целей стране достаточно и внутренних ресурсов капитала.
3. Правительство использовало первый президентский срок Путина для устранения (унаследованных от эпохи Ельцина) препятствий росту экономики, для определения необходимых реформ и для подготовки основной программы по достижению главных задач. Эта программа должна стать основной темой второго президентского срока.
4. «Финансирование» построения «механизмов», требуемых для создания стимулов роста отечественной экономики, будет – в период второго срока – обеспечено за счет накопленных богатств и возросшей налогооблагаемой базы в добывающих отраслях.

В рамках этих приоритетов и Путин и, в особенности, Греф неоднократно говорили о том, что для получения полной политической и общественной поддержки основным экономическим целям необходимо будет на какой-то период намеренно ограничить рост нефтедобывающего сектора. Они утверждали, что это позволит изменить направление финансовых потоков и сосредоточить все внимание на главных приоритетах второго президентского срока.

Греф обнародовал свой план: ограничить рост добычи и экспорта нефти на период трех лет и, при необходимости, использовать этот период вынужденно низких капитальных затрат в нефтяной отрасли для дополнительного налогообложения нефтяных компаний. Этот план, представленный в феврале 2003 г., может быть напрямую связан с первыми агрессивными мерами Ходорковского по лоббированию проектов создания дополнительных нефтепроводов (в Мурманск и в Китай) и по нейтрализации налоговых планов Грефа.

Как известно, в своей речи в конце прошлого года Путин предупреждал об опасности «уснуть под теплым одеялом нефтяных доходов», и недавно мы слышали призывы государственных ведомств к снижению темпов роста нефтедобычи – до тех пор, пока будут найдены и разведаны новые крупные резервы.

**Любопытно адресованное правительству требование ускорить развитие экспорта нефти. Оно не совпадает с долгосрочными задачами второго президентского срока Путина**

**Во 2 срок необходимо сосредоточить инвестиции и политическую волю на развитии отраслей, ориентированных на внутренний рынок**

**Греф заявил, что ему могут потребоваться финансы, сэкономленные за счет сокращения капиталовложений**

**Путин не позволит стране «уснуть под теплым одеялом нефтяных доходов»**

***В инвестиционной политике необходимо отдать приоритет замещению выбывающих нефтяных запасов***

Кроме того, министр энергетики В. Христенко в последние месяцы несколько раз заявлял о том, что правительство предпочло бы перенести приоритеты инвестиционной политики с простого наращивания нефтедобычи максимально-возможными темпами – на замещение выбывающих запасов. В одном из своих важных выступлений в конце октября, т.е. вскоре после ареста М. Ходорковского, В. Христенко заявил, что правительство хотело бы в течение нескольких лет – необходимых для пополнения запасов нефти – ограничивать добычу 9,2 млн. баррелями в сутки.

Т.о., правительство намерено – по экономическим и техническим причинам – растянуть сроки ввода в строй новых экспортных нефтепроводов.

Так что, в политике происходят большие перемены? Не думаю.

***Речь идет не столько о реальных изменениях в политике, сколько о перемене политического имиджа страны***

Путин всегда давал понять, что Россия к концу десятилетия станет еще более значительным экспортером нефти и газа. Это означает, что к тому времени будут, вероятно, построены нефтепроводы до Мурманска и до Находки. Место России в верхней части таблицы о рангах мировой политики, а также ее «козырная карта» в торговых переговорах с остальным миром, определяется тем фактом, что страна уже сейчас является крупным экспортером нефти и газа, а со временем станет в этом смысле еще крупнее.

***Затягивание сроков ввода в эксплуатацию новых нефтепроводов этому не противоречит***

Этому отнюдь не противоречит намеренное затягивание сроков строительства и ввода в эксплуатацию новых трубопроводов до конца 2007 г. (или до 2008 г.). В прошлом месяце Министерство экономического развития и торговли объявило, что в 2004 г. оно планирует увеличить добычу нефти на 600 000 баррелей в сутки, но на период 2005 г., 2006 г. и 2007 г. увеличение составит лишь около 100 000 баррелей в сутки.

***С точки зрения международных позиций России выгодно, чтобы ее воспринимали как страну, стремящуюся к дальнейшему расширению нефтяного экспорта, тогда как с точки зрения внутренней ситуации ей выгодно перенести основной финансовый и политический упор на развитие отечественной экономики, по крайней мере, в ближайшие три года.***

***Выбор момента благоприятен для российско-американского энергетического диалога***

Наконец, не случаен выбор момента для президентского поручения правительству: ускорить рассмотрение предложенных маршрутов новых экспортных нефтепроводов. На днях в Москву на переговоры прибудет министр энергетики США. Очевидно, США хотят, чтобы Россия взяла на себя некоторые обязательства по расширению экспорта нефти и облегчила американским нефтяным компаниям доступ в ее нефтяной сектор. В этой связи речь Путина создаст более благоприятное условие для этих переговоров и обеспечит России поддержку со стороны США в вопросе о членстве в ВТО.

***А также для участия нефтяных компаний США в разработке новых месторождений, например, в Восточной Сибири***

Становится все яснее, что правительство России предпочитает видеть у себя нефтяные компании США в качестве партнеров в рамках СП по разработке перспективных новых месторождений в Восточной Сибири и на Дальнем Востоке, а не в качестве покупателей уже существующих нефтедобывающих предприятий. Разумеется, для этого России нужно показать, что она планирует расширить свои экспортные мощности для вывода добытой нефти на международный рынок.

### **Некоторые «нестыковки» сохраняются**

***Высокие нефтяные доходы позволяют России удвоить ВВП...***

Главная «нестыковка»: нынешний мощный рост экономики России основан на ее высоких нефтяных доходах, а реальная надежда на удвоение ВВП к 2010 г. – лишь на то, что доходы сохранятся на высоком уровне так долго, чтобы можно было создать основу для роста в других отраслях.

*...но затрудняют проведение макроэкономической политики*

*Кроме того, они подрывают новую ключевую идею «повышения конкурентоспособности»*

Проблема в том, что поступление столь значительных нефтяных доходов способствует укреплению курса рубля, прямо ведет к ускоренному росту монетарной базы и сильно затрудняет удержание заданных инфляционных параметров.

Это сочетание факторов усложняет существование отраслей, которые Путину хотелось бы (и необходимо) видеть в числе быстрорастущих, так как оно ухудшает их конкурентоспособность – как по отношению к импорту, так и в рамках усилий по выходу на мировые экспортные рынки. В последние дни словосочетание «рост конкурентоспособности» стало новой «мантрой» в устах П.М. Фрадкова и его заместителя Александра Жукова.

### **Рекомендации инвестору**

Основные идеи, совпадающие с нашими ключевыми инвестиционными предположениями:

#### ***Компании, ориентированные на внутренний рынок***

Акции компаний второго эшелона, которым – по мере реализации правительственного плана по расширению экономической базы – «светит» рост не только выручки, но и котировок. На ранней стадии этого процесса росту цен будет способствовать большой объем отечественной инвестиционной ликвидности.

#### ***Компании связи***

Лучшие представители развивающегося потребительского сектора, имеющие большой потенциал роста благодаря увеличению коммуникационных сетей и объемов трафика.

#### ***Компании с государственным участием***

Такие компании, как Газпром и Сбербанк, которые соответствуют правительственному курсу реформ и перехода к новой экономике, на фондовом рынке пользуются поддержкой государства. Показательные акции для этого правительства.

#### ***Компании добывающего сектора***

Портфельным инвесторам следует сосредоточить внимание на нефтяных компаниях второго эшелона и на производителях трубопроводной инфраструктуры, по крайней мере, до тех пор, пока не получат ясности основные вопросы (т.е., налоги, дело Менатеп, нефтяные цены и т.д.). Риск наступления негативных «событий» сохраняется для нефтяных компаний и для Норильского Никеля (который к тому же сильно зависит от возможного снижения китайского спроса на металлы)

#### ***Суверенные облигации***

Не осталось реальных причин для того, чтобы откладывать повышение рейтинга России до инвестиционного уровня. Рано или поздно это должно произойти. Это, а также постоянно укрепляющаяся нетто-финансовая позиция России обусловит гораздо меньший спрэд доходности к казначейским бумагам США, как только мировые рынки облигаций стабилизируются.

#### ***Частные компании***

Стоит обратить внимание на отрасли, намеченные к росту в соответствии с экономическим планом правительства. Сегодня на обрабатывающий и потребительский секторы и сектор услуг, которые дают 50% ВВП, приходится менее 4% капитализации фондового рынка.

**Что покупать?**

**В наших моделях DCF  
использованы  
«обоснованные»  
предположения роста**

**Если безрисковую  
ставку и потребуется  
увеличить, то  
не намного**

В таблице ниже (Илл. 3) показаны главные торгуемые «голубые фишки», ранжированные по потенциалу роста до справедливой цены, исчисленной для каждой компании на основе анализа дисконтированного потока финансовых средств (DCF). Мы считаем, что все основные предположения относительно роста доходов обоснованы, также как и предположения, касающиеся риска.

В настоящий момент мы используем безрисковую ставку (основанную на доходности российских еврооблигаций со сроком погашения в 30 лет) на уровне 6,9%, которая сегодня явно ниже доходности этих инструментов по итогам последних торгов. В ближайшее время мы, вероятно, скорректируем эту ставку, но лишь на несколько базисных пунктов, поэтому нетто-результатом – на более или менее равных основаниях – станет сокращение справедливой оценки всех акций на 2-5 п.п. Мы не станем корректировать безрисковую ставку в соответствии с недавним высоким уровнем доходности евробондов Russia-30, так как считаем слишком большим спрэд их доходности к эквивалентным Казначейским обязательствам США, особенно с учетом вероятного повышения рейтинга России агентствами S&P и Fitch.

**Илл. 3. «Голубые фишки», ранжированные по потенциалу роста до справедливой цены на основе модели DCF**

	Последняя цена \$ за акцию	Рыночная капита- лизация \$ млн	Справедливая цена \$ за акцию	Потенциал роста %
Юкос	7,00	18 900	15	114,3
Дальсвязь	1,02	34	1,97	93,1
Мечел	130	411	250	92,3
Челябинский трубный завод	0,277	131	0,53	91,3
Выксунский металлургический завод	155	292	295	90,3
Газпром	1,81	43 328	3,37	86,5
Норильский Никель	55,55	11 882	91	63,8
Северсталь	155	3 421	250	61,3
ЮТК	0,088	259	0,14	60,0
НТМК	0,63	825	1	58,7
Мегионнефтегаз	17	1 691	26,4	55,3
Сибирьтелеком	0,046	553	0,07	52,2
Сибнефть	2,55	12 090	3,56	39,6
Голден Телеком	26,08	934	36	38,0
Иркут	0,58	510	0,8	37,9
ВымпелКом	93,0	5 351	128	37,6
Уралсвязьинформ	0,0365	1 179	0,05	37,0
<b>РТС</b>	<b>557,45</b>	<b>142 300</b>	<b>760,8</b>	<b>36,5</b>
ОМЗ	7,50	265	10,2	36,0
ВСМПО	71,75	762	95	32,4
Волга Телеком	2,70	664	3,45	27,8
Ростелеком	1,98	1 443	2,5	26,3
Северо-Западный Телеком	0,502	237	0,63	25,5
Татнефть	1,24	2 702	1,55	25,0
МТС	119,35	12 267	149	24,8
ЛУКОЙЛ	26,35	22 412	32,7	24,1
Сбербанк	376,5	7 154	448	19,0
Сургутнефтегаз	0,61	21 793	0,72	18,0
Центр Телеком	0,348	550	0,39	12,1
АвтоВАЗ	26,5	721	29	9,4
Вимм-Билль-Данн	16,00	707	17,5	9,4
РБК	1,95	195	2,05	5,1
МГТС	13,50	1 078	14	3,7
Балтика	14,7	1 722	14,4	-2,0
САН Интербрю	9,82	273	8,9	-9,3

Примечание: \* цены даны на момент закрытия 1 июня  
Источник: DataStream, оценки Альфа-Банка

Из списка, включающего суверенные евробонды (ввиду быстрого улучшения финансового положения страны на фоне нынешних высоких цен



нефтяного экспорта и с учетом вероятного – в ближайшее время – повышения рейтинга России до инвестиционного уровня) и некоторые корпоративные еврооблигации – см. ниже – мы выбрали акции с максимальным потенциалом роста к справедливой цене.

### Рекомендуемый портфель

**Суверенные облигации.** Особенно облигации с большими сроками погашения. Разрыв в доходности к казначейским бумагам США неоправданно велик.

**Корпоративные долги.** Особенно облигации «голубых фишек» с большими сроками погашения, например, облигации МТС '10 с доходностью в 9,5%, Сибнефть '09 с 9,6%, Газпром '10 с 8,0% и Газпром '13 с 9,4%.

**Газпром (внутренние акции).** Потенциал роста 87% – наше предпочтение на 2004 г. (в ходе последней коррекции снижение составило лишь 11%)

**Северсталь.** Потенциал роста 61%, причем зависимость Северстали от китайского фактора меньше, чем у Норильского Никеля

**ОМЗ.** Потенциал роста 36% – компания хорошо позиционирована на случай любого роста спроса в обрабатывающем секторе

**Уралсвязьинформ.** Потенциал роста 37% – крупнейшая из региональных компаний связи, быстро растущий сектор

**МТС.** Потенциал роста 25% – очень высокий потенциал роста

**ВымпелКом.** Потенциал роста 38% – сильный потенциал

**Сбербанк.** Потенциал роста до расчетной цены (не на базе DCF) лишь 19%, зато – лучшая акция на случай расширения экономики и восстановления цен долговых обязательств России

*Примечание:* В наш «Тактический» портфель – с учетом трехмесячного горизонта доходности – входит **ЛУКОЙЛ** (потенциал роста 24%), который мы предпочитаем более «дешевому» **Юкоосу** (потенциал роста 114%) – из-за связанного с последним риска (на основе предположений по модели DCF).

### Еврооблигации

На Илл. 4 показана текущая доходность по основным торгуемым корпоративным и суверенным еврооблигациям России, а на Илл. 5 – спрэд доходности по корпоративным бондам к эквивалентным суверенным долгам

**Илл. 4. Доходность по корпоративным и суверенным еврооблигациям России**

	Доходность
Суверенные '05	3,5%
ВымпелКом '05	4,2%
Альфа-Банк '05	7,0%
ТНК '07	7,5%
Суверенные '07	5,2%
МТС '08	8,7%
Сибнефть '09	9,3%
Газпром '09	7,3%
Суверенные '10	5,8%
Газпром '13	9,0%
Суверенные '28	8,4%
Суверенные '30	7,8%
Газпром '34	8,8%

*Примечание:* \* цены даны на момент закрытия 26 мая  
Источник: DataStream

**Илл. 5. Спрэд доходности по корпоративным бондам к суверенным долгам**

	По последним данным	В прошлом году
Альфа-Банк '05	3,50%	3,10%
Сибнефть '09	3,50%	2,40%
ТНК '07	2,30%	2,60%
МТС '08	3,30%	2,20%
Газпром '09	1,70%	2,20%
ВымпелКом '05	0,70%	1,80%
Газпром '13	2,40%	1,90%

*Примечание: \* цены даны на момент закрытия 26 мая  
Источник: DataStream*

*Примечание: Выпуски облигаций Альфа-Банка и ТНК, связанные с нашей материнской компанией, включены в таблицу для наглядности.*

Завершение процесса «развода» компаний Юкос-Сибнефть и расследование по обвинению Сибнефти в применении схем ухода от налогов едва ли будут иметь столь разрушительные последствия, как дело Юкоса, и не должны помешать Сибнефти осуществить ее планы по привлечению стратегического инвестора.

**Россия празднует Первомай, а рынок кричит «Спасай!»**

Метью Томас (44 20) 7382-4184

Анна Бутенко (7 095) 795-3745

В течение почти всего мая идиллическое – словно по тихой лесной тропинке – движение рынка неожиданно сменилось состоянием, похожим на шумную суету и неоновые огни Times Square. Внезапность перемены вызвало легкую панику, – несмотря на то, что лишь немногие из обращавшихся слухов и сведений можно было истолковать как вполне новые и однозначно негативные. Если бы на рынке не произошло феноменального падения, то можно было бы спорить, что неделя в конце мая была *хорошей*. Для того было несколько причин.

**Путин предлагает экономическую повестку, обещающую подъем...**

Во-первых, Путин вновь подтвердил свои смелые экономические планы для России и послал обществу множество «пророческих» сигналов. Президент – вместо живописания негативных последствий того, что владельцы крупных состояний и мощные компании не поддерживают правительственные инициативы – предпочел подчеркнуть необходимость создания благоприятного инвестиционного климата, который привлечет бы инвесторов в экономику страны. Это – явное смягчение конфронтационного тона, который мы слышали в нескольких речах, произнесенных Путиным с момента ареста Ходорковского в конце прошлого года. Можно предположить, что правительство – желая получить от инвесторов и предпринимателей поддержку своим усилиям по ускорению роста и расширению базиса экономики – предпочтет метод «убеждения» мерам «принуждения».

**...и даже подчеркнул необходимость развития нефтепроводного транспорта**

Во-вторых, в речи Путина содержались конкретные мысли по важному для нефтяного сектора вопросу – развитие трубопроводов. В частности, Путин неожиданно подчеркнул необходимость принять решение о маршруте азиатского нефтепровода, а также – самое обнадеживающее – высказался за Северо-Западный маршрут (в своей речи он упомянул Баренцево море – идея, недавно запущенная руководством Транснефти). Слова Путина прозвучали после того, как мы в течение ряда месяцев слышали от правительственных чиновников странные намеки на то, что Россия может перестать поощрять рост экспорта нефти, несмотря на то, что 1) страна занимает одно из первых мест в мире по запасам нефти, 2) ее налоговые поступления сильно зависят от экспорта энергоносителей, 3) экспорт важен как геополитический аргумент в торговых спорах с другими странами, особенно с США, 4) есть возможность захватить долю рынка и 5) заинтересованность со стороны отечественных нефтепроизводителей.

Возможность столь странной политики, видимо, коренится в недавних битвах с частными компаниями за контроль и финансирование экспортных маршрутов, в неопределенности резервной базы Восточной Сибири, в стремлении к поддержанию хороших отношений с ОПЕК и в решимости государства обуздать усилившихся частных нефтепроизводителей. Каковы бы ни были причины, оптимизм последних лет внезапно обернулся опасениями того, что российский бум нефтедобычи ожидает вовсе не плавное снижение, а скорее... крутое падение. Несмотря на поступающие от правительства противоречивые сигналы, мы сохранили – по нашему основному сценарию – веру в то, что разум, в конце концов, возобладал, хотя и не ясно, когда именно.

**Путин подчеркнул необходимость быстрых решений по проектам новых нефтепроводов**

Проявленный Путиным интерес к вопросу о нефтепроводах позволяет предположить, что это «когда» уже наступило. Мало того, это может быть признаком некоторого уменьшения «веса» Транснефти в правительственных кругах, ответственных за принятие решений. В прошлом компания занимала по вопросу строительства трубопроводов двойственную позицию – агрессивно проталкивая собственные проекты, она подвергла обструкции не только проекты, угрожавших ее монополии, но и любые крупные начинания, требовавшие смелых форм финансирования. Известно, что крупные проекты требуют финансовых решений, выходящих за рамки сбора комиссионных с пользователей нефтепроводами – метод, на который Транснефть обычно полагалась, даже при расширении Балтийской трубопроводной системы.

Тем не менее, есть основания проявлять скепсис и осторожность. В момент, когда Путин произносил свою речь, в Москву прибыл министр энергетики США Спенсер Абрахам, чтобы обсудить проблемы экспортных мощностей. Было ли заявление Путина «костью», цинично брошенной высокому гостю, или важным подтверждением политического курса на расширение экспорта нефти? Об этом мы узнаем лишь через несколько месяцев.

### ЕС перестает «придираться» к Газпрому

В-третьих, нам известно, что правительство России заручилось поддержкой Европейского Союза в вопросе о вступлении в ВТО. Конкретным проявлением этого стал тот факт, что российское правительство достигло компромисса с Брюсселем по болезненному вопросу Газпрома.

Это соглашение знаменует собой впечатляющую победу российских переговорщиков. По сообщениям, представители ЕС отказались от своих требований покончить с экспортной монополией Газпрома и были вынуждены согласиться на российский план изменения внутренних цен на газ, отпускаемый предприятиям. Этот план, по большому счету, лишь санкционировал динамику роста цены, намеченную в Энергетической стратегии России, обнародованной в прошлом году. Раньше европейские переговорщики требовали, чтобы Газпром резко повысил отечественные цены на газ и положил конец тому, что Брюссель считает неприемлемой субсидией российской промышленности. Это отношение привело к спекуляциям на тему о том, какой уровень цен на газ считают в ЕС «справедливой» – паритет с европейскими экспортными ценами (в настоящее время около \$120), паритет по цене за вычетом транспортных расходов и налогов (в настоящее время около \$90), или что-то ниже.

В конце концов, разумеется, согласились на «что-то ниже», а паритет по цене за вычетом транспортных расходов и налогов будет возможен лишь где-то после 2010 г., если только цены экспорта не вернуться обратно к долгосрочным средним значениям порядка \$80. Чтобы выполнить обещание российского правительства, органы, регулирующие работу газовой отрасли, обязаны сделать лишь чуть больше, чем просто поднять тарифы в соответствии с Энергетической стратегией России до 2020 г. (документом, уже предусматривающим рост тарифов до \$37-42/тыс. куб м к 2006 г. и \$49-57/тыс. куб м к 2010 г.). Лишь два года назад перспектива роста цены газа до \$40/тыс. куб м к 2010 г. казалась весьма туманной. Теперь, на фоне недавних повышений цены, и (самое важное) с учетом соглашения с ЕС, ожидается, что к 2010 г. цена газа приблизится, как минимум, к \$50/тыс. куб м. Текущая средняя цена за газ, реализуемый Газпромом промышленным потребителям России, составляет приблизительно \$28/тыс. куб м.

Соглашение России с ЕС не требует от нас изменения наших оценочных предположений по Газпрому, ибо мы используем ценовую траекторию согласно Энергетической стратегии уже с середины прошлого года. Важно, что соглашение с ЕС снижает риск отступления назад. В целом, если

**Соглашение России с ЕС об условиях вступления в ВТО служит укреплению тенденции к повышению отечественных цен на газ**

**Ожидается, что к 2010 г. цена газа приблизится, как минимум, к \$50/тыс куб м**



соглашение между ЕС и Россией можно приветствовать, то не вполне справедливо утверждать, что оно дает мощный импульс Газпрому и акционерам. Скорее, договоренность означает, по сути, одобрение Евро-союзом основной рыночной позиции Газпрома (медленная реформа, отсутствие среднесрочной угрозы экспортной монополии, постепенное – за период до конца десятилетия – повышение отечественных цен).

### Юкос говорит рынку нечто «уже известное»

**Юкос указал на возможность банкротства (что не удивительно) и тем самым обеспокоил рынок**

По мере приближения годовщины «Дела Юкоса» рынок остается невосприимчивым к некоторым – ранее немислимым – предположениям, но при этом крайне чувствительным к другим. В конце мая Юкос выпустил пресс-релиз, в котором (вновь) указал на серьезную (и не вызывающую удивления) возможность банкротства, отметив при этом вероятность того, что компании будут – в рамках налоговых расследований – предъявлены уголовные обвинения. Ни то, ни другое не стало новостью, но обеспокоило рынок. Он поддался страху перед неизвестным, вместо того, чтобы осознать тот факт, что набор возможных исходов дела не стал принципиально иным – ни по объему, ни по степени вероятности. К сожалению, то, что рынку было (в общем) известно, стало, тем не менее, восприниматься как нечто «новое». Это справедливо для обеих перспектив – уголовных обвинений и возможного банкротства.

Возможность уголовных обвинений стала предметом частых рыночных спекуляций с момента ареста Ходорковского, и многие считают их средством завершения борьбы. Стоит отметить, что по российскому законодательству уголовные обвинения могут быть предъявлены лишь физическому, а не юридическому лицу. Т.о., заявление Юкоса о возможном предъявлении ему уголовных обвинений почти наверняка указывает на то, что в ходе налоговых преследований уголовная ответственность может быть возложена на менеджмент компании. Это подкрепляет предположение, будто Ходорковский может стать «громоотводом» для самых тяжких обвинений, что позволит Юкосу осуществить выплаты и сохранить бизнес.

В пресс-релизе указана вероятность банкротства где-то в 2004 г. Ясно, что до тех пор, пока Сибнефть признается «платой» по любым налоговым недоимкам (даже возникшим в ходе слушаний по делу о банкротстве), Юкос останется работающей корпорацией с положительным денежным потоком – и стоящей, по меньшей мере, своей текущей цены. Мы полагаем, что даже если Юкос *принудят* к банкротству, то его активы достаточны для урегулирования огромного числа потенциальных претензий и для поддержания цены акций компании на текущем уровне. Нельзя не отметить абсурдность судебного решения о «замораживании» активов компании в обеспечение налоговых выплат – и последующего отказа ей в разрешении продать активы в целях *совершения этих самых* выплат. Даже согласившись, что «умом Россию не понять», приходится вернуться к вышеозначенной позиции: «Если Юкос станет банкротом, то назначенный в судебном порядке временный управляющий займется сбором активов компании, чтобы удовлетворить ее кредиторов и налоговые власти. Почему бы в этот момент последним просто не взять акции Сибнефти, позволив Юкосу выйти из процедуры банкротства невредимым и таким же прибыльным, как раньше?»

Инвесторы размышляют: 1) прибегнет ли Юкос к российскому аналогу «Статьи 11», чтобы навязать эндшпиль, и 2) не *пожелают ли* основные акционеры Юкоса банкротства, чтобы «вытащить» свои кредиты на \$1,6 млрд. Что касается графика, то внешний управляющий будет иметь 7 месяцев на то, чтобы разобраться в процедуре банкротства, что обещает ее завершение к концу года.

***По-видимому, ни добровольное, ни вынужденное банкротство не отвечает интересам ни одной из сторон***

***Вы можете предположить самое худшее в отношении Юкоса – и он все еще будет иметь потенциал роста от текущей цены акций***

***Мы следим за новостями, касающимися планов правительства продать принадлежащий государству пакет из 7,6% акций ЛУКОЙла ...***

***...и за завершением налогового аудита российских нефтедобывающих компаний***

Да, процедура добровольного банкротства действительно существует в России, хотя не совсем ясно, какие преимущества она даст по сравнению с вынужденным банкротством. Юристы подчеркивают, что в обоих случаях Юкосу будет по суду назначен управляющий, который составит список кредиторов по их приоритетности и затем решит, кто из них что получит и из каких средств (это подразумевает утрату Юкосом контроля над тем, что будет продано). Даже сегодня остается «потенциальная» возможность того, что судебный запрет на продажу активов будет снят.

Основные акционеры могут справедливо опасаться того, что в свете явно политического характера обвинений, выдвинутых до сих пор, назначенный судом управляющий может быть не слишком «полезным» для их интересов. Такой управляющий имеет полное право заблокировать любые выплаты в их пользу, сославшись на их соучастие в каких-либо действиях, приведших к банкротству компании. В целом, акционеры из Менап едва ли могут рассчитывать на статус кредиторов в ходе слушаний дела о банкротстве. Поэтому ни у компании, ни у основных акционеров нет стимула согласиться на добровольное банкротство.

Игра с акциями Юкоса не рассчитана на чистую спекуляцию, но требует скорее логичной оценки рисков и вознаграждений, даже в отношении неизвестных составляющих. Между прочим, если бесцеремонно обанкротить Юкос, то найдет ли правительство покупателя на акции ЛУКОЙла? Мы неоднократно писали, что сегодня такой покупатель должен быть не слишком впечатлительным, и понятно, почему. Юкос мог бы быть объявлен банкротом или выйти из процедуры банкротства – и все же не заслуживал бы котировки на текущем уровне. Можно представить себе самое худшее: что-то близкое к полному демонтажу компании – и все же у нее будет потенциал роста от текущей цены акций. Лакмусовый тест здесь – ваша уверенность в том, что правительство уготовило Юкосу забвение. Мы же так не думаем.

### **Вглядываясь в перспективу...**

В летней перспективе мы ожидаем два события. Первое, в июне правительство должно объявить о планах продажи ЛУКОЙла – шаг, который покажет, готово ли оно разрешить дело Юкоса удовлетворительным для рынка образом. Второе (может быть, более важное для духа уверенности в отрасли) событие: в начале июля Счетная палата, возглавляемая бывшим премьер-министром Сергеем Степашиным, завершит обзор схем минимизации налогов, применявшихся ранее российскими нефтяными компаниями. Всякое решение, подразумевающее большее, чем призыв к нефтяникам «пройтись со шляпой по кругу и скинуться» (особенно в случае, если дело Юкоса не приблизится к завершению), вызовет на рынке особую обеспокоенность. Впрочем, наш базовый сценарий предполагает лишь предупреждение и существенную (но никак не разорительную) уплату в счет любых «значительных» нарушений.

В целом, нефтегазовый сектор России начал лето в обстановке неопределенности. Тем не менее, «переоценка» событий конца мая позволяет предположить, что дела не так уж плохи – если Вы согласны с фундаментальным тезисом: российское правительство не стремится вывести Юкос из бизнеса (что не равнозначно банкротству, от которого Юкос должен будет оправиться). Всем, кроме отчаянных пессимистов, напоминаем: российскую нефть сорта Urals blend продают дороже \$34 за баррель, что вдвое выше номинальной долгосрочной средней цены. Должно же в этом быть какое-то утешение?



## Динамика и оценка акций

Илл. 6. Динамика АДР, с начала месяца, на 28 мая 2004 г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
<b>Нефть и Газ</b>									
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	29,9	-5,8	15,4	39,7	15,8	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	115,0	-0,9	23,3	133,0	55,3	
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	27,0	-15,6	-4,4	38,0	19,5	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	33,5	-2,2	13,2	40,0	18,0	
Татнефть	2	20 в 1	25,0	26,1	-2,0	14,3	30,2	17,9	
Юкос	1	4 в 1	20,0	34,3	-26,7	-21,7	68,5	33,0	
<b>Энергетика</b>									
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	10,75	4,9	95,5	12,3	4,0	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	51,3	-12,5	10,5	61,1	34,2	
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	8,3	-2,9	26,9	9,3	5,3	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	25,25	-6,7	-6,5	35,5	21,4	
<b>Телекоммуникации</b>									
ВымпелКом	3	3 в 4	40,0	93,2	-0,5	26,7	109,2	39,5	
Голден Телеком	3	1 в 1	14,0	25,9	-14,8	-7,0	37,5	20,6	
МТС	3	20 в 1	22,0	116,6	4,2	40,8	141,2	50,0	
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	14,0	-2,5	43,8	13,0	5,6	
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	5,8	-13,6	18,8	6,1	2,8	
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	12,4	-5,6	-1,3	15,9	8,9	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	8,1	3,1	10,0	7,7	3,1	
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	4,2	-13,8	-13,8	5,3	2,7	
<b>Прочие сектора</b>									
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	58,0	-7,9	-13,8	84,0	23,4	
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	7,4	-18,7	-11,4	8,4	5,2	
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,7	4,5	3,8	3,8	2,5	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	16,1	-3,9	-5,6	22,8	15,2	
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	9,5	5,4	21,9	8,5	3,0	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 7. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 28 мая 2004 г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2003П	2004П	2003П	2004П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Газпром	1,801	-2	52	2,200	0,908	103,7	42 634	7,4	6,3	4,5	3,9	3,37	87	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	27,55	1	13	33,15	16,85	4,8	22 744	6,1	8,3	5,8	5,4	32,7	19	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	2,6	-17	-7	3,78	1,975	0,1	12 327	5,2	6,3	5,5	5,0	3,56	37	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,6305	-3	3	0,789	0,364	1,3	25 799	13,0	14,5	3,9	3,8	0,72	14	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1,345	1	17	1,490	0,884	0,1	3 027	5,8	7,0	4,2	4,5	1,55	15	ДЕРЖАТЬ
Юкос	7,6	-32	-31	15,97	7,6	2,5	20 524	3,1	3,3	3,0	2,8	15	97	ПОКУПАТЬ
Petrobras	26,0	-3	-2	34,8	18,5	13,1	26 995	5,0	5,3	3,2	3,2			
PetroChina	0,5	6	-19	0,6	0,4	62,9	81 210	9,6	9,6	5,0	4,7			
Sinorec	0,4	4	-19	0,5	0,2	43,7	47 254	11,9	9,6	7,6	6,6			
<b>Среднее</b>								<b>8,5</b>	<b>8,2</b>	<b>5,3</b>	<b>4,8</b>			
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0,203	2	73	0,245	0,087	0,0	968	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,900	0	26	0,900	0,440	0,0	689	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,082	4	19	0,092	0,055	0,5	2 318	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,263	-3	-9	0,354	0,217	7,5	10 774	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
<b>Телекомы</b>														
МГТС	15,0	0	15	15,0	7,0	0,0	1 349	22,9	20,6	5,9	5,5	14,0	-7	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	Н/З	Н/З	5,7	5,2			
<b>Среднее</b>								<b>13,2</b>	<b>9,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>			
Ростелеком	2,030	-8	-4	2,640	1,500	1,2	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	Н/З	Н/З	3,4	3,2			
<b>Среднее</b>								<b>16,8</b>	<b>12,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,7</b>			
ВымпелКом	96,0	-1	27	109,2	39,5	48,0	5 162	22,0	12,1	11,4	7,3	31,0	33,3	ПОКУПАТЬ
МТС	120,4	4	41	141,2	50,0	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			
Mobinil	19,2	-16	-2	24,0	11,6	0,0	1 883	17,0	17,1	8,7	7,4			
<b>Среднее</b>								<b>17,0</b>	<b>13,4</b>	<b>6,7</b>	<b>7,4</b>			
Голден Телеком	26,3	-15	-7	37,5	20,6	5,8	942	17,0	12,4	8,0	5,1	36,0	37	ПОКУПАТЬ
Netia	1,4	5	6	1,5	0,9	1,8	402	Н/М	Н/М	Н/М	6,6			
<b>Металлургия</b>														
Норильский Никель	55,0	-8	-19	81,1	26,1	1,5	11 765	12,5	6,7	5,3	3,9	91,0	65	ПОКУПАТЬ
Amplats	34,7	-5	-21	57,0	31,8	1205,9	7 475	23,5	12,3	11,6	8,4			
Inco	30,7	-6	-19	39,6	19,1	37,8	5 690	52,0	7,3	13,4	4,1			
Implats	67,9	-5	-23	97,1	63,1	2394,4	4 523	8,7	11,6	5,7	6,6			
<b>Среднее</b>								<b>28,1</b>	<b>10,4</b>	<b>12,5</b>	<b>6,2</b>			
Северсталь	157,0	8	28	198,0	67,0	0,2	3 466	6,9	4,1	3,8	2,4	250,0	59	ПОКУПАТЬ
China Steel	0,9	0	5	1,1	0,6	52,9	8 352	7,5	6,8	5,2	5,1			
POSCO	118,5	-3	-14	153,7	87,9	59,3	10 540	5,7	5,5	3,0	3,0			
<b>Среднее</b>								<b>6,6</b>	<b>6,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>			
<b>Продукты</b>														
Балтика	14,1	-3	24	14,9	11,3	0,0	1 652	11,6	9,8	6,6	5,7	14,4	2	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	9,6	5	22	8,5	3,0	0,0	1 040	11,0	6,3	11,3	8,5	8,9	-7	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	16,1	-3,9	-5,6	22,8	15,2	0,2	706,2	19,8	33,5	9,2	9,8	17,5	9	ДЕРЖАТЬ
Okocim	6,2	1	-3	6,7	3,1	0,0	178	Н/З	Н/З	10,4	Н/З			
Grupo Modelo-C	2,5	0	6	2,7	2,0	1,9	8 054	Н/З	Н/З	Н/З	Н/З			
<b>Среднее</b>								<b>Н/З</b>	<b>Н/З</b>	<b>10,4</b>	<b>Н/З</b>			
<b>Торговля</b>														
ГУМ	1,82	0	1	2,30	1,31	0,0	109	8,8	8,5	4,4	4,4	2,10	15	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	3,1	-4	-29	5,2	3,0	0,1	264	15,4	14,2	11,5	9,9			
Matahari Putra Prima	55,1	-23	-5	82,7	46,9	3,0	149	11,7	11,8	4,4	3,5			
<b>Среднее</b>								<b>13,5</b>	<b>13,0</b>	<b>7,9</b>	<b>6,7</b>			
<b>Машиностроение</b>														
ОМЗ	7,5	-8	-18	10,5	6,9	0,0	265	18,5	17,6	7,2	6,7	10,2	36	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	22,7	-2	-29	37,2	19,2	12,2	1 723	8,6	10,6	3,2	3,3			
Atlas Copco	32,5	-1	-1	34,9	24,3	63,0	8 443	21,6	15,8	8,4	7,6			
<b>Среднее</b>								<b>21,6</b>	<b>13,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>			

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



Илл. 8. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 28 мая 2004 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2003П	2004П	2003П	2004П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Мегионнефтегаз	17	-3	31	20,5	8,3	5,1	1 989	80,9	36,4	9,9	8,3	26,4	55	ПОКУПАТЬ
Башнефть	4,8	0	39	5,4	2,72	9,9	885	4,6	4,1	2,5	2,4	5,6	17	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	3,11	4	64	3,41	1,325	90,0	311	7,4	6,2	6,1	4,6	3,234	4	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>														
Башкирэнерго	0,325	0	16	0,398	0,230	16,3	339	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,660	0	38	0,660	0,270	0,0	393	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	6,87	-3	74	7,35	3,7	0,9	123	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,6312	9	18	0,700	0,325	9,5	383	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	13,5	0	35	13,75	7	0,0	183	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	4,2	0	9	4,9	3,45	0,2	152	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,050	0	43	0,062	0,026	0,6	156	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,100	0	41	0,127	0,041	22,5	351	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,39	-7	-22	0,5	0,25	1,1	204	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,041	11	40	0,042	0,022	3,9	191	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
<b>Телекомы</b>														
Дальсвязь	1,15	2	-7	1,45	1,125	3,0	142	9,0	2,2	2,7	17,3	1,97	71	ПОКУПАТЬ
Волга Телеком	3,02	4	12	3,45	1,765	87,8	914	20,6	11,7	5,5	4,0	3,45	14	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,5155	-11	21	0,68	0,351	50,0	454	12,8	14,5	3,9	3,5	0,63	22	ПОКУПАТЬ
Сибирь Телеком	0,05	1	33	0,05	0,03	73,9	718	9,7	6,4	4,4	2,4	0,07	47	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,039	4	-1	0,046	0,020	341,9	1 247	21,0	11,9	7,0	3,7	0,050	30	ПОКУПАТЬ
Центр Телеком	0,36	-1	3	0,447	0,274	63,6	710	25,0	32,1	4,2	3,3	0,39	8	ДЕРЖАТЬ
Юж Телеком	0,0895	2	-8	0,121	0,08	49,1	339	10,4	13,0	4,7	1,5	0,14	56	ПОКУПАТЬ
<b>Другие сектора</b>														
АвтоВАЗ	26,5	-7	-4	31,5	20,75	17,6	822	22,4	25,3	3,5	3,1	29,0	9	ДЕРЖАТЬ
Выксунский МЗ	175	9	-29	247	160	1,7	329	5,7	6,0	2,9	2,6	250	91	ПОКУПАТЬ
НТМК	0,63	-2	9	0,795	0,58	38,7	825	7,9	3,3	3,1	1,8	1	43	ПОКУПАТЬ
Мечел	137,5	-5	50	186	91,5	25,8	435	16,8	6,7	8,1	4,1	250	59	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	397	4	47	457	237	1 873,9	7 789	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	412	4	ДЕРЖАТЬ
Челябинский труб- ный 3-д	0,277	0	-19	0,4	0,1725	0,6	131	17,0	13,4	5,1	5,0	0,53	91	ПОКУПАТЬ
Иркут	0,58	2	-18	0,865	0,57	19,5	510	34,0	8,0	10,0	5,9	0,8	38	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

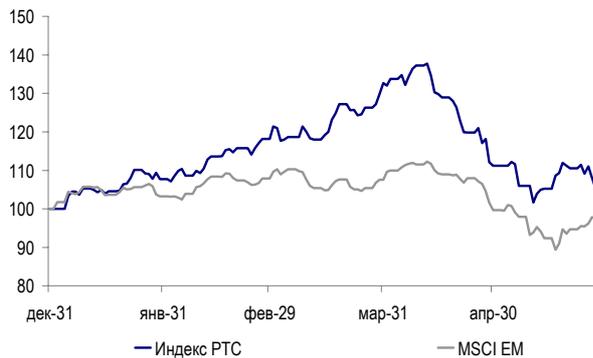
Илл. 9. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 28 мая 2004 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2003П	Дивиденд. доход %	Расчетная цена \$	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
<b>Нефть и Газ</b>												
Транснефть прив.	842	0	38	1025,000	348,000	609,5	Н/Д	36,2	4	ПЕРЕСМОТР	Н/Д	ПЕРЕСМОТР
Сургутнефтегаз прив.	0,425	1	8	0,499	0,212	107,8	33	0,0031	1	0,46	8	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,655	-8	11	0,820	0,520	18,1	51	0,0319	5	0,93	42	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>												
РАО ЕЭС прив.	0,253	5	-4	0,339	0,175	21,0	4	0,0050	2	0,17	-33	ПОКУПАТЬ
<b>Телекоммуникации</b>												
Ростелеком прив.	1,500	-9	5	1,790	1,075	54,7	26	0,1141	8	1,60	7	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

**Графики**

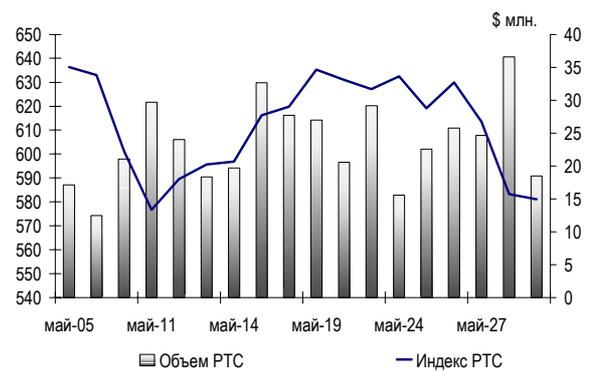
**Илл. 10. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года**



Источники: РТС, Рейтер

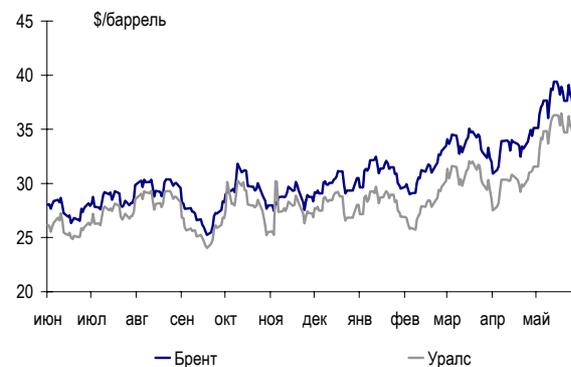
- В мае индекс РТС упал на 7,9% при средненежном объеме \$23,5 млн.

**Илл. 11. Динамика РТС, с начала месяца**



Источник: РТС

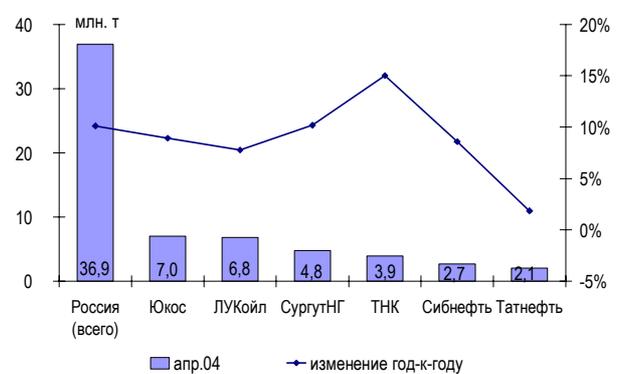
**Илл. 12. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.**



Источник: Блумберг

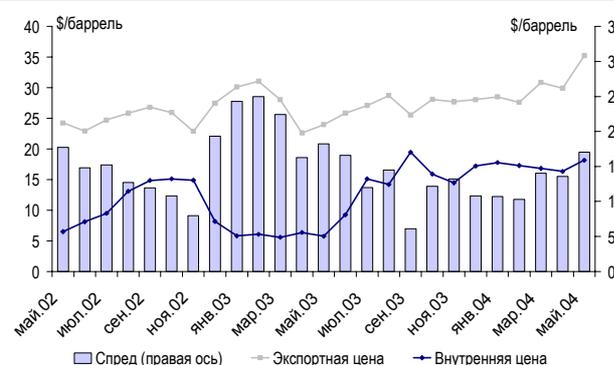
- Цена нефти Brent осталась на рекордно высоких уровнях, и в мае в среднем составила \$37,9/баррель
- Темп производства нефти в России достиг пика – рост в апреле год-к-году составил 10,1%

**Илл. 13. Добыча нефти компаниями, апрель 2004 г.**



Источник: Министерство энергетики

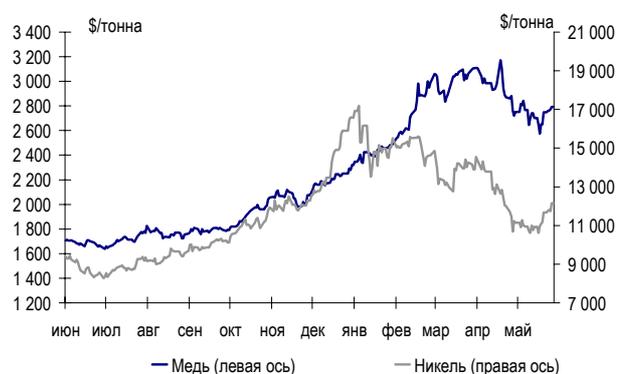
**Илл. 14. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2004**



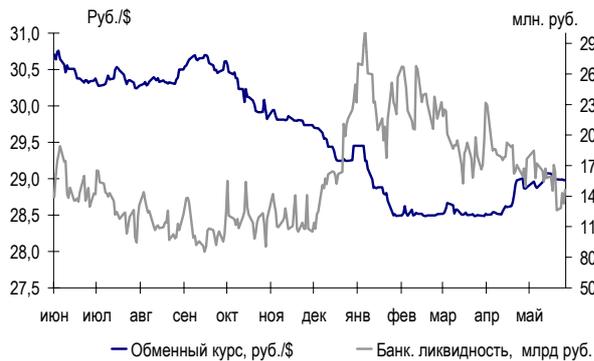
Источник: Министерство энергетики

- Внутренняя цена нефти выросла на 11% год-к-году и достигла 52% от экспортной цены
- После резкого падения в апреле, цена никеля выросла на 10%, а меди – на 3%

**Илл. 15. Цены на медь и никель, последние 12 мес.**

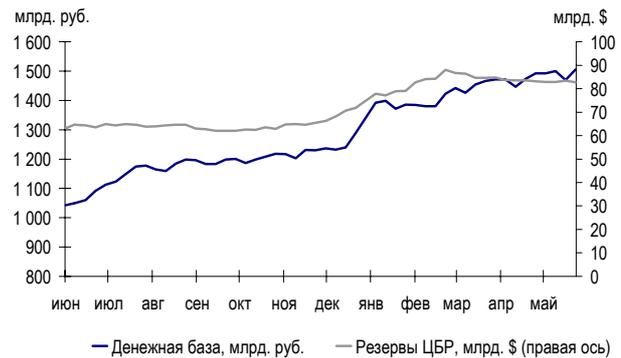


Источник: Блумберг

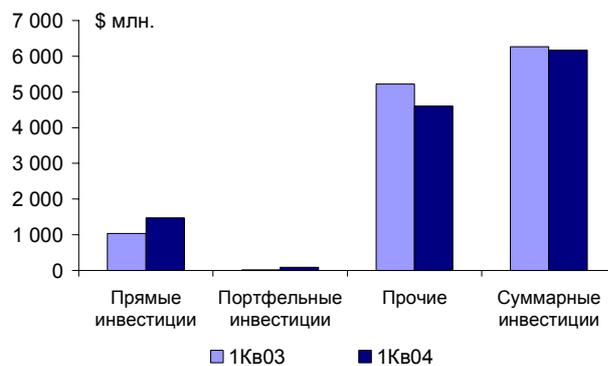
**Илл. 16. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев**


Источник: ЦБР

- Падение рублевой ликвидности во второй половине мая привело к стабилизации курса руб./\$
- Резервы ЦБР остались неизменными из-за стабильного обменного курса

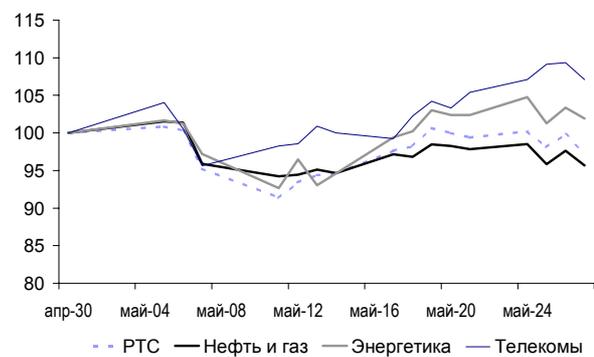
**Илл. 17. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев**


Источник: ЦБР

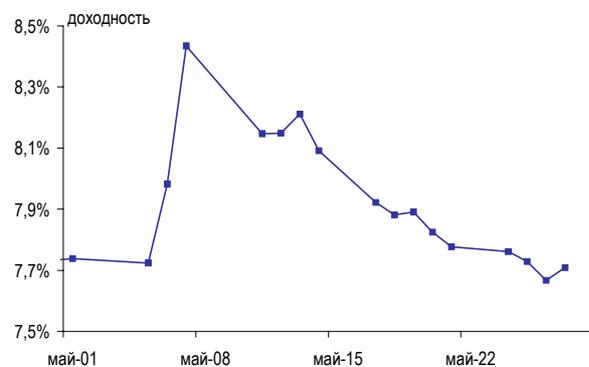
**Илл. 18. Иностраннные инвестиции, 1Кв03 и 1Кв04**


Источник: Госкомстат

- Портфельные инвестиции выросли в 1Кв04 год-к-году в пять раз, но составили всего 1,4% от суммарных инвестиций
- Телекоммуникационные акции успешно сопротивлялись в мае падению рынка

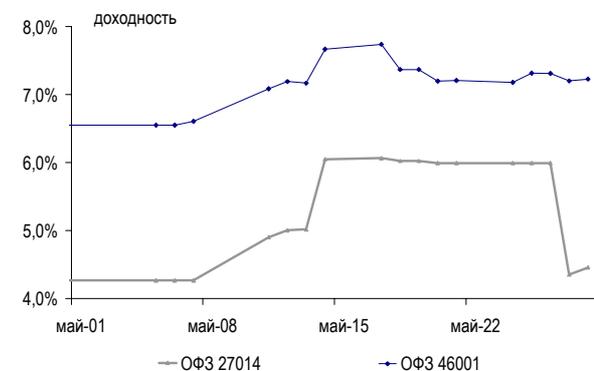
**Илл. 19. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца**


Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 20. Динамика Евро-30, с начала месяца**


Источник: Рейтер

- Ожидания повышения процентной ставки ФРС США привело к высокой волатильности цен облигаций во всем мире
- Нехватка ликвидности вызвала продажу ОФЗ

**Илл. 21. Динамика ОФЗ 27013–46001, с начала месяца**


Источник: Рейтер



## Календарь событий

Илл. 22. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
2 июня	Казанская ГТС	Ежегодное собрание акционеров
3 июня	нефть	Собрание ОПЕК в Бейруте
3 июня	Красноярскэнерго	Ежегодное собрание акционеров
4 июня	Пурнефтегаз	Ежегодное собрание акционеров
5 июня	ГАЗ	Ежегодное собрание акционеров
5 июня	Аэрофлот	Ежегодное собрание акционеров
7 июня	Таганрогский МЗ	Внеочередное собрание акционеров
7 июня	Северский трубный завод	Внеочередное собрание акционеров
7 июня	Синарский трубный завод	Внеочередное собрание акционеров
10 июня	Удмуртнефть	Ежегодное собрание акционеров
11 июня	Центртелеком	Ежегодное собрание акционеров
14 июня	Самараэнерго	Ежегодное собрание акционеров
15 июня	Дальсвязь	Ежегодное собрание акционеров
17 июня	РИТЕК	Ежегодное собрание акционеров
17 июня	Протон-ПМ	Ежегодное собрание акционеров
18 июня	Сибирь Телеком	Ежегодное собрание акционеров
18 июня	Синарский трубный завод	Внеочередное собрание акционеров
18 июня	Сбербанк	Ежегодное собрание акционеров
19 июня	МГТС	Ежегодное собрание акционеров
22 июня	Волга Телеком	Ежегодное собрание акционеров
24 июня	Красное Сормово	Ежегодное собрание акционеров
24 июня	Юкос	Ежегодное собрание акционеров
24 июня	ЛУКОЙЛ	Ежегодное собрание акционеров и публикация годовой отчетности по US GAAP
24 июня	Кузбассэнерго	Ежегодное собрание акционеров
24 июня	Норильский Никель	Ежегодное собрание акционеров
25 июня	Мегионнефтегаз	Ежегодное собрание акционеров
25 июня	Татнефть	Ежегодное собрание акционеров и публикация годовой отчетности по US GAAP
25 июня	Газпром	Ежегодное собрание акционеров
25 июня	Пермэнерго	Ежегодное собрание акционеров
25 июня	ЛОМО	Ежегодное собрание акционеров
25 июня	НЛМК	Ежегодное собрание акционеров
26 июня	Ростелеком	Ежегодное собрание акционеров
26 июня	ИРКУТ	Ежегодное собрание акционеров
28 июня	Мосэнерго	Ежегодное собрание акционеров
29 июня	Ленсвязь	Ежегодное собрание акционеров
30 июня	ТНК	Ежегодное собрание акционеров
30 июня	РАО ЕЭС	Ежегодное собрание акционеров
30 июня	Северо-Западный Телеком	Ежегодное собрание акционеров
30 июня	ОМЗ	Ежегодное собрание акционеров
30 июня	Силловые Машины	Ежегодное собрание акционеров
30 июня	СУАЛ	Ежегодное собрание акционеров
30 июня	Бурятзолото	Ежегодное собрание акционеров
июнь	Северсталь-Авто	Публикация отчетности по МСФО

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

## Экономика и политика

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

**Договоренности с Евросоюзом открывают дорогу для подписания соглашения о вступлении России в ВТО к 2005 г.**

В мае основной политической и экономической новостью стало подписание соглашения с Евросоюзом о вступлении России в ВТО. Крупный сдвиг в переговорах с крупнейшими торговыми партнерами России (на европейские страны приходится 56% внешнеторгового оборота страны), открывает дорогу для достижения более широких договоренностей по членству в ВТО с США и другими членами этой организации. В целом подписанное с Евросоюзом соглашение увеличивает вероятность того, что все необходимые договоренности о вступлении в ВТО могут быть достигнуты до конца нынешнего года. Важно и то, что соглашение с Евросоюзом заключено на выгодных для России условиях. В частности, Газпром сохранит монополию на транзит газа, а оговоренное в соглашении повышение тарифов на газ на период до 2010 г. не должно привести к существенному росту инфляции. Кроме того, российским финансовым компаниям гарантирована некоторая степень защищенности.

**В своем послании к ФС Путин говорил о необходимости социальной реформы, но изменений в структуре экономического роста не предвидится**

Другим важным событием мая стало послание президента Путина к Федеральному Собранию. Содержание его речи подтверждает наше предположение, что в ближайшие годы во главу угла будет поставлено решение социальных проблем, и что государство будет перестраивать систему выполнения обязательств перед обществом. Мы, однако, не думаем, что этот курс существенно повлияет на структуру экономического роста: бюджетный профицит и увеличение размера стабфонда по-прежнему в числе первоочередных задач правительства, и увеличения социальных расходов не ожидается.

**ЦБ рассматривает новое валютное законодательство как инструмент удержания обменного курса рубля на текущем уровне**

Мы полагаем, что в июне рынок сосредоточится на результатах валютной либерализации (соответствующее законодательство вступает в силу 18 июня). Следовательно, основными индикаторами будут динамика резервов Центробанка, обменный курс и приток капитала. Мы думаем, что ЦБ позволит капиталам уходить из страны, т.к. при высоких ценах на нефть это будет способствовать поддержанию обменного курса рубля на нынешнем уровне.

### Илл. 23. Основные события

Дата	Событие
18 мая	<b>Рост промышленного производства в РФ в январе-апреле 2004 г составил 7,4% – Госкомстат</b> Основным двигателем роста промышленности по-прежнему остается топливная отрасль, показывающая стабильные темпы прироста. Так, по итогам 4-х месяцев 2004 г темп роста в сфере ТЭК составил 8,4% по сравнению с 8,3% за аналогичный период прошлого года. Нельзя не отметить наращивание производства в пищевой промышленности – на 10,4% по сравнению с 8% год назад. В то же время, тревожащим сигналом является замедление темпов роста в машиностроении (до 8,6% по сравнению с 15,3% год назад) и строительстве (до 7,3% по сравнению с 10,4% в январе-апреле 2003 г). На наш взгляд, такая тенденция в долгосрочном плане может привести к снижению спроса со стороны конечных потребителей и на инвестиционные ресурсы. В то же время в краткосрочном плане, до конца текущего года высокий уровень цен на нефть будет поддерживать конечный спрос и способен стимулировать 8%-ный темп роста ВВП.
26 мая	<b>Президент Путин подчеркнул необходимость строительства новых нефтепроводов.</b> Во время ежегодного обращения, президент Путин подчеркнул необходимость строительства новых экспортных трубопроводов. Он потребовал от чиновников ускорить сроки принятия решения по этой проблеме, которые уже давно откладывались. Комментарии Путина определенно ободряют, так как они дают понять, что этот критический вопрос не только не похоронен, но и выделен в качестве приоритетного.
31 мая	<b>Минэкономразвития пересмотрело прогноз роста ВВП в 2004 г.</b> 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%.
31 мая	<b>Инфляция в РФ в январе-мае составит 5,1%, в мае – 0,5% – прогноз МЭРТ.</b> 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.

Источник: оценки Альфа-Банка



## Новости компаний и отраслей

## Нефть и газ

Метью Томас (44 20) 7382-4184

Анна Бутенко (7 095) 795-3745

**В центре внимания – Юкос**

В мае всеобщее внимание было вновь приковано к Юкоосу. Во-первых, удовлетворил иск Министерства по налогам и сборам о взыскании с Юкоса \$3,4 млрд. Во-вторых, Юкос сделал логичный ход, выпустив пресс-релиз, в котором говорится о возможности банкротства компании в случае увеличения суммы иска с учетом недоимок за 2001-2003 гг. В результате в мае акции Юкоса провалились на 32%, достигнув минимального значения, зафиксированного в феврале 2002 г. В целом по сравнению с пиком цены (октябрь 2003 г.) капитализация компании снизилась на \$22,7 млрд. На данный момент биржевые котировки Юкоса уже включают все возможные губительные для компании последствия этого дела, причем в последние дни, очевидно, и вариант распада компании как таковой. Другими словами, ситуация сейчас такова, что даже предположив самый худший сценарий, вы рискуете увидеть на мониторе еще более низкие котировки Юкоса. Лакмусовой бумагой в данном случае будет ответ на вопрос: Является ли обращение Юкоса в небытие целью государства? Мы считаем, что нет.

**Метод и сроки продажи госдоли (7,6%) в капитале ЛУКОЙла будут объявлены Правительством в ближайшее время**

Другие корпоративные новости. Правительство, по-видимому, в скором времени примет решение о способе и сроках продажи оставшихся у государства акций ЛУКОЙла (7,6%). По словам руководителя МЭРТ Германа Грефа, этот вопрос будет рассмотрен в течение нескольких ближайших дней, причем пакет, скорее всего, будет продан на аукционе. По нашему мнению, продажа пакета одним лотом на аукционе самый оптимальный способ, т.к. он позволяет привлечь стратегических покупателей и избежать снижения на цены акции. Последнее может произойти в случае продажи на открытом рынке. Напрашивается вопрос: сумеет ли правительство успешно продать свою долю в ЛУКОЙле в то самое время, когда оно бесцеремонно банкротит Юкос?

**Сибнефть получила судебное определение, позволяющее начать свертывать слияние с Юкосом**

Сибнефть сделала еще на один шаг на пути к расторжению оказавшейся несвоевременной сделки по слиянию с Юкосом. Московский арбитражный суд отклонил апелляцию Юкоса и оставил без изменения свое решение от 1 марта о том, что эмиссия компанией Юкос 464 млн. акций была произведена с нарушением закона. Суд постановил аннулировать эмиссию. Теперь Сибнефть может, по крайней мере, частично начать свертывать слияния с Юкосом: бывшие владельцы Сибнефти могут получить назад свои 57,5% акций в обмен на 17% акций Юкоса. С другой стороны, все эти действия не могут быть осуществлены до тех пор, пока действует судебный запрет на реализацию активов Юкоса. Более того, хотя отмежевание от попавшего в беду Юкоса было бы выгодно Сибнефти, у последней есть свои собственные проблемы, в т.ч. вероятность возобновления судебного процесса по неуплате налогов.

**Соглашение между Россией и ЕС о вступлении в ВТО обеспечивает стабильный рост внутренних тарифов на газ**

Позитивное в течение последнего месяца развитие ситуации для Газпрома привело наконец к соглашению между Россией и ЕС о вступлении России в ВТО. Стабильный рост внутренних тарифов на газ в течение оставшихся лет нынешнего десятилетия обеспечен, при этом предполагается, что цены достигнут к 2010 г., как минимум, \$50 за тыс. куб. м. Россия заверяет, что будет следовать планам, намеченным в Энергетической стратегии России до 2020 г. Более того, Россия обязуется не поднимать в будущем экспортные пошлины на газ, фактически остановив их на уровне существующей в настоящее время ставки в 30%.



**Сургутнефтегаз приступит к разработке запасов в Восточной Сибири**

В мае было несколько положительных новостей и для Сургутнефтегаза. Во-первых, компания наконец отказалась от сомнительных планов по строительству второго нефтеперерабатывающего завода на северо-западе России, посчитав, что расчетная стоимость проекта в \$3,5 млрд. (!) слишком велика. Мы положительно оцениваем это решение, т.к. считаем, что модернизация существующих производственных мощностей наряду с приобретением заводов у других компаний может стать более выгодным вложением скопившихся у компании крупных денежных. Во-вторых, Сургутнефтегаз, по-видимому, заключил сделку с «дочкой» Юкоса – Ленанефтегазом – на разработку Талаканского месторождения. В результате шансы Сургутнефтегаза получить этот привлекательный актив в Восточной Сибири значительно возросли.

**Газпром**

**Илл. 24. 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	7,4	6,3	6,4	7,2
EV/EBITDA	4,5	3,9	4,1	4,5
Капитализация, млн. \$	42 634			
EV, млн. \$	53 928			
Добыча, млрд. куб. см	3 457			
Запасы, млрд. куб. м	104 009			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 25. Краткий обзор компании**

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 26. Основные события**

Дата	Событие
12 мая	<b>Газпром может объединиться с Total для разработки труднодоступных запасов Ямбургского месторождения.</b> Газпром может объединиться с Total для разработки труднодоступных запасов Ямбургского месторождения. По неофициальным источникам французская нефтяная компания предлагает создать СП для разработки глубокозалегающих запасов газа на месторождении, однако предметных переговоров пока не было. Ямбургское месторождение Газпрома является одним из так называемой «большой тройки» месторождений компании, которые обеспечивает львиную долю производства газа (около 62%). Тем не менее, наряду с двумя другими месторождениями Уренгойским и Медвежьим, запасы Ямбургского месторождения уже более чем на половину выработаны и добыча на нем снижается. Совместная разработка труднодоступных запасов с крупным иностранным партнером должна помочь компании уменьшить снижение добычи на месторождении. Более того, это не будет первым опытом для компании – ранее Газпром уже объединился с немецкой Wintershall для разработки труднодоступных ачимовских залежей на Уренгойском месторождении.
17 мая	<b>Газпром опубликовал неконсолидированную отчетность за 1Кв04 по РСБУ – выручка выросла на 18% до \$8,36 млрд.</b> Газпром опубликовал свою отчетность за 1Кв04 по РСБУ. Хотя наша оценка компании основывается на отчетности по МСФО, которая часто существенно отличается от РСБУ, последняя предоставляет полезную информацию о тенденциях (в большей части по выручке). Выручка компании выросла на 18,2% год-к-году до \$8360 млн., в связи с высокими ценами на газ, которые отстают от цен на нефть примерно на 6-9 месяцев, роста добычи (+2,6% год-к-году) и роста доли экспорта. Этот темп роста соответствует нашему прогнозу роста выручки компании по МСФО на год. В то же время операционная прибыль выросла всего на 6,9% до \$2177 млн., тогда как чистая прибыль фактически сократилась на 9% до \$1,56 млрд. Компания не предоставила никаких детальных объяснений этого падения, приписав его колебаниям неоперационных доходов и расходов из-за продажи активов и курсовых разниц. Однако это не означает, что данное падение обязательно отразится в отчетности по МСФО. За весь года мы ожидаем, что компания покажет консолидированную прибыль в размере \$6819 млн., +19% к нашему прогнозу прибыли за 2003 г.
18 мая	<b>Ожидается, что совет Директоров Газпрома порекомендует выплатить \$0,024 дивидендов на акцию.</b> Совет директоров Газпрома проведет собрание 25 мая, чтобы принять решение о размере дивидендов за 2003 г., который будет рекомендован акционерам для утверждения 25 июня ежегодном собрании акционеров. Уже достаточно давно ожидается, что размер дивидендов составит 16,5 млрд. руб. (\$569 млн.), что было порекомендовано МЭРТ и было одобрено в составе финансового плана компании на этот год. Исходя из этой цифры платеж на акцию составит \$0,024, что соответствует доходности в 1,6%. Дата составления списка держателей локальных акций уже прошла (7 мая), тогда как дата для держателей АДА может быть установлена не ранее официального объявления дивидендов (т.е. 25 мая).
25 мая	<b>Совет директоров Газпрома рекомендовал дивиденды \$0,024/акция, дивидендная доходность составляет 1,3%, как и ожидалось.</b> Совет директоров Газпрома рекомендовал акционерам одобрить дивиденды за 2003 в размере 0,69 руб. (\$0,024) на акцию. Эта сумма изначально была рекомендована МЭРТ, и была заложена в бюджет компании на этот год. Таким образом, общие дивиденды должны составить \$569 млн, что на 78% выше уровня прошлого года. Дивидендная доходность по обыкновенным акциям составит, таким образом, 1,3%. Общее собрание акционеров, которое должно одобрить дивиденды пройдет 25 июня, дата закрытия реестра – 7 мая для акций.

Источник: оценки Альфа-Банка

## ЛУКОЙЛ

### Илл. 27. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	23 053	24 256	22 991	17 075
EBITDA, млн. \$	4 115	4 431	3 818	3 966
Чистая прибыль, млн. \$	3 752	2 749	2 229	2 307
P/E	6,1	8,3	10,2	9,9
EV/EBITDA	5,8	5,4	6,3	6,1
Капитализация, млн. \$	22 744			
EV, млн. \$	23 998			
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. 28. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Медленный прогресс в улучшении операционной эффективности (издержки на добычу барреля – \$2,5)
- Умеренные темпы роста добычи (2-3%)

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Возможно, что большие капвложения (\$2,1 млрд. в 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. 29. Основные события

Дата	Событие
13 мая	ЛУКОЙЛ опубликовал официальную статистику за 1Кв04; добыча выросла на 6,7% год-к-году до 1,7 млн. б/с. ЛУКОЙЛ опубликовал официальную статистику производственной деятельности за 1Кв04. Общий объем добычи компании вырос на 7,9% год-к-году (или на 6,7%, в пересчете на день, чтобы удалить эффект дополнительного дня в феврале этого года) до 1,70 млн. б/с (21,2 млн. т). Наиболее высокие темпы роста были показаны зарубежными дочерними предприятиями ЛУКОЙЛА (+20,4%), чья доля в общем объеме производства компании выросла до 3,8% с 3,4% в прошлом году, а также российской дочерней компанией РИТЭК, которая увеличила добычу на 27% год-к-году.
27 мая	Правительство объявит метод и сроки продажи 7,6% ЛУКОЙЛА. По словам министра экономического развития и торговли Германа Грефа, правительство намерено обсудить приватизацию оставшегося пакета из 7,6% в ЛУКОЙЛЕ. Продажа этого пакета включена в правительственную программу приватизации на этот год. По словам Грефа, государство уже приняло решение о методе и сроках продажи – акции будут проданы на аукционе, однако он отказался раскрыть остальные детали. По нашему мнению, продажа пакета на аукционе в одном лоте – наиболее выгодный метод, так как позволит привлечь стратегических покупателей и избежать давления на цену акций на открытом рынке.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сибнефть

### Илл. 30. 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	5,2	6,3	7,8	8,8
EV/EBITDA	5,5	5,0	5,3	5,6
Капитализация, млн. \$	12 327			
EV, млн. \$	14 075			
Добыча, млн. бнэ	242			
Запасы, млн. бнэ	4 718			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 31. 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 добычу

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 32. Основные события**
**Дата Событие**

- 7 мая **Финансовый директор Total подтвердил интерес компании к Сибнефти.** Total официально подтвердила интерес к покупке доли в Сибнефти. По информации Financial Times, Финансовый директор Total Робер Кастэнь заявил, что Total могла бы рассмотреть покупку пакета в компании, но только после того, как завершится раздел с Юкосом, а также после снижения цен на нефть. Тем не менее, он отрицал факт проведения переговоров на эту тему в настоящий момент. Ранее в апреле Financial Times сообщила, что Total заручилась поддержкой Кремля на покупку блокирующего пакета в Сибнефти.
- 12 мая **Сибнефть сохраняет планы нарастить добычу на 20% в этом году; принимая во внимание рост за 4M04 на 11%, мы скептически в отношении данных планов.** Сибнефть вновь подтвердила планы нарастить производство нефти на 20% в этом году до 37,7 млн. тонн (750 тыс.б.с.). В то же время, на протяжении первых четырех месяцев этого года рост производства компании был существенно медленнее, чем планировалось. В январе-апреле уровень добычи вырос только на 11% г-к-г до 660 тыс.б.с. Компания объясняет замедление темпов роста временной остановкой высокодебитных скважин в апреле для плановых мероприятий. Для поддержания запланированных уровней производства на протяжении оставшегося года компании требуется добывать в среднем 800 тыс.б.с, что на 21% выше уровня 4M04, а потому мы остаемся несколько скептически настроенными относительно способности компании достичь столь амбициозных целей. На данный момент в наших моделях заложен рост производства на 17% год-к-году на данный год.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сургутнефтегаз

**Илл. 33. 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	13,0	14,5	18,9	18,5
EV/EBITDA	3,9	3,8	4,4	4,1
Капитализация, млн. \$	25 799			
EV*, млн. \$	11 212			
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. 34. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

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

**Угрозы**

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 35. Основные события**
**Дата Событие**

- 7 мая **СургутНГ отказался от идеи строительства нового НПЗ в Приморске – разумный шаг.** Сургутнефтегаз принял решение отказаться от проекта строительства нового НПЗ в Приморске. Изначально компания намеревалась совместно с Роснефтью построить НПЗ мощностью 8-10 млн. т и стоимостью примерно \$1,3 млрд. Сургутнефтегазу, который, как ожидается, добудет в этом году близко к 59 млн. т нефти, не хватает перерабатывающих мощностей. Ему принадлежит только один НПЗ Кириши мощностью 18 млн. т, расположенный в Ленинградской области. Тем не менее, чрезвычайно высокая стоимость строительства нового завода, которая теперь уже оценивается компанией в \$3,5 млрд., делает этот проект экономически необоснованным. Более удачное применение накопленных обширных денежных средств компании – модернизация существующих мощностей Киришского НПЗ (оценочная стоимость модернизации – \$1 млрд., с увеличением мощностей до 24 млн. т, и глубины переработки до 85-90%), а также покупка существующих НПЗ.
- 17 мая **Сургутнефтегаз опубликовал свою неконсолидированную отчетность за 1в04 по РСБУ.** Компания продемонстрировала внушительный темп роста выручки – на 24,6% до \$2080 млн., что должно было быть поддержано ростом внутренних цен (экспортные цены не изменились год-к-году) и ростом добычи (+11% год-к-году). Показатели прибыльности впечатляют ещё больше – операционная прибыль компании выросла на 36,1% до \$789 млн., так как затраты росли медленнее, чем выручка (операционные издержки выросли относительно предыдущего года всего на 15,5%). Чистая прибыль скакнула сразу на 72,3% до \$666 млн. Хотя мы основываем наши прогнозы на консолидированной отчетности, для Сургутнефтегаза неконсолидированные цифры гораздо более близки к консолидированным, чем у других компаний сектора. Однако в то время как мы позитивно оцениваем результаты компании, нельзя сказать с уверенностью, что такие же впечатляющие показатели были бы отражены в отчетности по стандартам US GAAP. Тот факт, что компания отказывается публиковать финансы согласно международным стандартам отчетности, разочаровывает, делая компанию непрозрачной и существенно осложняя процесс оценки и прогнозирования финансовых результатов.
- 18 мая **Миноритарии СургутНГ проиграли суд против компании в первой инстанции и намерены подать апелляцию.** Арбитражный суд Ханты-Мансийского АО отказал в удовлетворении иска миноритарных акционеров СургутНГ, направленного на аннулирование 62% акций компании. По крайней мере, 62% акций СургутНГ находятся в перекрестном владении её собственных дочерних компаний, фактически давая менеджменту контроль над холдингом. Группа миноритариев, представленных тремя западными фондами (Hermitage Capital Management, Firebird Management LLC и Prosperity Capital Management), попыталась добиться изменения данной ситуации через суд. Однако, к сожалению, шансы успеха были невелики с самого начала. Истцы заявили, что теперь они намерены подать апелляцию в суд высшей инстанции.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Татнефть

### Илл. 36. 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	5,8	7,0	9,2	7,6
EV/EBITDA	4,2	4,5	5,0	4,5
Капитализация, млн. \$	3 027			
EV, млн. \$	3 851			
Добыча, млн. бнэ	184			
Запасы, млн. бнэ	5 972			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 37. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

- Строительство современного НПЗ к 2008 г. (\$820 млн.)
- Разработка запасов в новых регионах
- Введение дифференцированного налога на добычу может понизить налоговую нагрузку

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 38. Основные события

Дата	Событие
------	---------

24 мая	<b>Татнефть столкнулась с проблемами в завершении покупки 66% в турецком концерне Turgas.</b> Турецкий суд приостановил продажу 66% перерабатывающего концерна Turgas Татнефти и турецкой Zorlu Group. Решение суда было сделано в качестве обеспечительной меры по иску, выдвинутому профсоюзом рабочих завода, который потребовал аннулирования результатов приватизации Turgas, которая якобы была проведена с нарушениями законодательства. Суд может рассмотреть это дело в течение месяца-двух, однако представитель Татнефти заявил, что компания ожидает, что турецкое Агентство по приватизации опротестует решение суда в ближайшем времени.
--------	--

Источник: оценки Альфа-Банка

## Юкос

### Илл. 39. 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	3,1	3,3	4,2	4,4
EV/EBITDA	3,0	2,8	3,2	3,3
Капитализация, млн. \$	20 524			
EV, млн. \$	24 118			
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. 40. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Высокая прибыльность
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

- Разрешение конфликта с властями

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 41. Основные события**

Дата	Событие
6 мая	<b>Следствие по делу Юкоса продолжают:</b> в головном офисе компании представителями Генпрокуратуры снова был проведён обыск в поисках документов. Некоторым топ-менеджерам компании были вручены повестки, предписывающие явиться в прокуратуру для допроса.
13 мая	<b>Мэрия Сургута продаст 0,18% в Сургутнефтегазе на открытом рынке.</b> По информации Ведомостей, мэрия Сургута планирует продать свои 0,18% в Сургутнефтегазе. По информации представителей городской Думы продажа была одобрена в конце апреля и, скорее всего, будет осуществлена на открытом рынке. Принимая во внимание небольшой размер пакета, это вряд ли окажет заметное давление на цену акций. По текущей рыночной цене данный пакет может принести в бюджет около \$40 млн.
26 мая	<b>После четырех дней слушаний, 26 мая московский арбитражный суд объявил о своем решении удовлетворить иск МНС к Юкосу на \$3,4 млрд за 2000.</b> Эта новость, однако, не должна стать сюрпризом – так как возможно только самые отчаянные оптимисты могли ожидать, что Юкос выиграет битву. Основной вопрос теперь в том, как на долго Юкос сможет оттянуть процесс выплаты с тем, чтобы собрать необходимые денежные средства. И так как компания может апеллировать решение в высших инстанциях, она сможет задержать выплату как минимум на несколько месяцев. По нашим оценкам, на конец прошлого года компания располагала денежными средствами и эквивалентами на сумму более \$1 млрд, а также генерирует около \$1 млрд денежных средств каждый квартал, и, соответственно, компания сможет покрыть данный счет из свободных денежных средств; на крайний случай эта сумма и потенциальные новые налоговые претензии могут быть оплачены путем продажи 92% в Сибнефти.
27 мая	<b>Юкос предупреждает о возможном банкротстве в 2004, в случае необходимости выплачивать налоговые претензии в короткие сроки.</b> Юкос сделал официальное заявление, в котором компания предупреждала о возможном банкротстве к концу 2004, если Юкос придется немедленно выплатить \$3,4 млрд по иску МНС к компании, наряду с новыми потенциальными налоговыми обязательствами. По информации компании, она ожидает дальнейших исков за 2001, так как МНС в настоящий момент расследует налоговые платежи компании за данный год.
31 мая	<b>Суд оставил в силе решение аннулировать эмиссию акций Юкоса; обеспечив возможность частичного развода с Сибнефтью.</b> Московский Арбитражный Суд отверг апелляцию Юкоса и оставил в силе решение от 1 марта, согласно которому было предписано аннулировать выпуск 464 млн. акций Юкоса в прошлом году, в связи с нарушением законодательства. Аннулирование выпуска создаст возможность для, как минимум, частичного развода Юкоса и Сибнефти, так как бывшие владельцы Сибнефти смогут получить назад 57.5% акций Сибнефти, в свою очередь, вернув 17% в Юкосе.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Энергетика**

Виталий Зархин, (7 095) 788-0320

Наталья Деветьярова, (7 095) 783-5009

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

**РАО ЕЭС****Илл. 42. Основные события**

Дата	Событие
12 мая	<b>Правительство не примет решение относительно механизма проведения аукционов по ОГК до 21 мая</b> До 21 мая решения правительства по вопросу о способе продажи акций оптовых генерирующих компаний (ОГК) принято не будет, заявил премьер-министр РФ Михаил Фрадков. В этот день должно было состояться заседание совета директоров РАО "ЕЭС России", на котором планировалось рассмотреть механизм проведения аукционов по ОГК. "Сейчас этот вопрос изучается экспертными группами, он сложный, а принимаемое решение очень ответственно для электроэнергетики, смежных отраслей и для регионов", – отметил М.Фрадков. М.Фрадков заявлял ранее, что окончательное решение будет принято не позднее 30 июня – дате проведения годового собрания акционеров РАО "ЕЭС".
13 мая	<b>РАО ЕЭС опротестовало решение суда о деприватизации Саяно-Шушенской ГЭС</b> РАО ЕЭС подало в Высший арбитражный суд надзорную жалобу на решение Федерального арбитражного суда Восточно-Сибирского округа от 12 марта, который признал незаконной приватизацию Саяно-Шушенской ГЭС. В июне Высший арбитражный суд начнет слушания по этому вопросу. РАО ЕЭС владеет 78.9% акций станции. Ранее российские СМИ сообщили, что Правительство республики Хакасия готово заключить с РАО "ЕЭС России" мировое соглашение по Саяно-Шушенской ГЭС, если республика вновь получит бессрочное право покупать необходимый объем вырабатываемой ГЭС электроэнергии по низким тарифам. Как сообщалось ранее, Сибирский арбитражный суд 12 марта принял решение о том, что приватизация Саяно-Шушенской ГЭС, крупнейшей ГЭС России с установленной мощностью 6721 МВт, была незаконной. Вице-премьер Александр Жуков поручил Министерству экономики разработать процедуру передачи ГЭС в федеральную собственность. Выдав это поручение, Жуков выполнил формальную обязанность правительства предпринимать меры для исполнения судебных решений.
17 мая	<b>Христенко высказывается против деприватизации Саяно-Шушенской ГЭС</b> Деприватизация Саяно-Шушенской ГЭС может обернуться убытками для государства, говорится в сообщении министерства промышленности и энергетики РФ со ссылкой на слова и.о. главы ведомства Виктора Христенко. "Моя позиция – никакой деприватизации быть не может", – сказал В.Христенко. Кажущаяся краснота возвращения национального достоинства оборачивается просто огромными прямыми убытками государства", – подчеркнул министр.

**Илл. 43. Основные события (продолжение)**

Дата	Событие
18 мая	<p><b>Минэкономразвития планирует предоставить свободный доступ к федеральному оптовому рынку электроэнергии, начиная с 2005 г</b></p> <p>Правительство РФ на своем заседании 27 мая может рассмотреть предложения по ликвидации перекрестного субсидирования в электроэнергетике в рамках обсуждения тарифов на услуги естественных монополий, сообщил замминистра экономического развития и торговли Андрей Шаронов. По его словам, МЭРТ хочет ввести эту систему ликвидации перекрестного субсидирования уже со следующего года. Суть предложений состоит в том, чтобы легализовать перекрестное субсидирование в электроэнергетике вплоть до его отмены (как предполагается, оно будет постепенно отменено в ближайшие 4-5 лет). Для этого всех потребителей электроэнергии в России предлагается разделить на две категории: субсидируемые (население) и субсидирующие. С последней категории предполагается собирать единый сбор и направлять на доплату за электроэнергию, потребляемую населением.</p> <p>При этом чтобы облегчить систему расчетов, МЭРТ хочет добиться, чтобы все расчеты велись через федеральный оптовый рынок. В связи с этим, в МЭРТ планируют предоставить промышленным предприятиям свободный доступ к регулируемому оптовому федеральному рынку электроэнергии начиная с 2005 г.</p>
19 мая	<p><b>Инвесторы просят правительство РФ не допустить деприватизации Саяно-Шушенской ГЭС</b></p> <p>Члены Ассоциации по защите прав инвесторов (АПИ) просят правительство РФ рассмотреть возможность обращения в суд для защиты интересов государства, как главного акционера ПАО "ЕЭС России", в ситуации вокруг Саяно-Шушенской ГЭС.</p> <p>Как говорится в распространенном в среду письме главы совета директоров АПИ Сергея Генералова, адресованном премьер-министру РФ Михаилу Фрадкову, решение арбитражного суда Восточно-Сибирского округа, признавшего недействительной приватизацию Саяно-Шушенской ГЭС, "привело к существенному понижению котировок акций ПАО "ЕЭС России" и других энергетических компаний". "В результате государству, как основному акционеру ПАО "ЕЭС России", был причинен ущерб в размере более \$1,5 млрд., – подчеркивает С.Генералов.</p> <p>АПА была создана в апреле 2000 года и объединяет около 30 российских и иностранных инвесторов. Общий объем их вложений в экономику России, по данным самой АПИ, превышает \$10 млрд. Многие инвесторы, входящие в АПИ, являются акционерами российских энергетических компаний.</p>
20 мая	<p><b>МЭРТ лишают полномочий по регулированию тарифов</b></p> <p>Президент Путин подписал указ, согласно которому Федеральная служба по тарифам (ФСТ) выводится из подчинения Минэкономразвития и переходит в прямое подчинение председателю правительства Михаилу Фрадкову.</p> <p>Таким образом, указом внесены изменения в принятое всего три месяца назад решение о роспуске Федеральной энергетической комиссии и замене ее на Федеральную службу по тарифам, подотчетную ведомству Германа Грефа.</p> <p>Как сообщает пресса, указ был подписан в ответ на предложение ряда региональных энергетических комиссий переподчинить службу напрямую премьеру, поскольку это обеспечит большую прозрачность и будет положительно воспринято инвесторами.</p> <p>Наличие независимого мощного регулирующего органа, на решения которого не будет влиять текущая политическая конъюнктура, является обязательным условием успешной рыночной реформы электроэнергетики.</p>
21 мая	<p><b>Акционеры Саяно-Шушенской ГЭС на годовом собрании внесли изменения в устав в части перерегистрации ее юридического адреса в Красноярском крае</b></p> <p>Это негативная новость для правительства Хакассии, которое добивается де-приватизации электростанции, так как теперь все налоговые отчисления и платежи за использование воды станция будет осуществлять в бюджет Красноярского края.</p>
21 мая	<p><b>Результаты заседания Совета директоров ПАО ЕЭС:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Совет директоров не обсуждал механизм проведения аукционов по ОГК.</li> <li>2. Совет директоров утвердил дивиденды за 2003 год в размере \$0.0016 (0.0469 руб.) на одну обыкновенную \$0.0079 (0.2283 руб.) – на одну привилегированную акцию. Общая сумма дивидендных выплат составит \$82 млн., что на 20% больше, чем было выплачено в прошлом году. Дивидендная доходность обыкновенных и привилегированных акций составит 0.6% и 3.1% соответственно.</li> <li>3. Совет директоров также утвердил план реструктуризации Ленэнерго, который предусматривает разделение компании в соответствии с базовым планом реструктуризации региональных энергетических компаний.</li> <li>4. Совет директоров отложил до следующего заседания рассмотрение механизма оплаты труда топ-менеджмента в виде опционов на акции компании и вопрос о приобретении ПАО ЕЭС зарубежных активов.</li> <li>5. Во время телефонной конференции с инвесторами после заседания глава ПАО ЕЭС Анатолий Чубайс заявил, что руководство ПАО настаивает на том, чтобы при проведении аукционов по ОГК также могли использовать привилегированные акции, но добавил, что окончательное решение по этому вопросу остается за правительством.</li> </ol>

Источник: оценки Альфа-Банка

**Мосэнерго****Илл. 44. Основные события**

Дата	Событие
26 мая	<p><b>Мосэнерго опубликовало финансовые результаты по МСФО за 2003 год; небольшое улучшение операционной деятельности</b></p> <p>Чистая выручка выросла на 28% до \$2.3 млрд. благодаря высокому росту тарифов (около 25% как на э/энергию, так и на тепло) и умеренному росту спроса на э/энергию и тепло (2% и 3% соответственно). В то же время, издержки выросли на 26%, в основном благодаря росту издержек на газ (на 34% до \$772 млн.), а также из-за существенного роста расходов на ремонт и техобслуживание (на 30%) и других расходов (на 30%). Если рост расходов на топливо не превышает допустимых уровней (так как в любом случае компания не может их контролировать), рост других издержек опередил инфляцию на 3-15%.</p> <p>Тем не менее, рост издержек лишь слегка компенсируется ростом тарифов, что привело к скромной рентабельности EBIT в 2% (по сравнению с 1% в 2002) и скромному увеличению рентабельности EBITDA (с 13.7% в 2002 до 15.6% в 2003).</p>

Источник: оценки Альфа-Банка



## Ленэнерго

### Илл. 45. Основные события

Дата	Событие
25 мая	<p><b>Глава Ленэнерго планирует ускорить формирование ТГК № 1</b></p> <p>Создание крупной территориальной генерирующей компании №1 (6,1 тыс. МВт на базе генерирующих мощностей Ленэнерго, Колэнерго и Карелэнерго планируется завершить до конца текущего года, заявил генеральный директор Ленэнерго Андрей Лихачев после того, как 21 мая Совет Директоров РАО ЕЭС после почти шестимесячной задержки утвердил план реформирования компании.</p> <p>«Мы намерены форсировать создание ТГК, не дожидаясь окончания выделения, разделения и реструктуризации энергокомпаний», – отметил он. По его словам, «Ленэнерго» планирует в ближайшее время обратиться к совету директоров РАО ЕЭС с просьбой рассмотреть возможность ускоренного формирования ТГК.</p>
25 мая	<p><b>Менеджеры Ленэнерго и «Интеррос» создадут СП для совместного ведения бизнеса по распределению электроэнергии в Ленинградской области</b></p> <p>Губернатор Ленинградской области Валерий Сердюков заявил о намерении создать ООО «Ленинградская областная электросетевая компания» (ЛОЭК).</p> <p>Эта структура до конца года возьмет в аренду электросети, принадлежащие муниципалитетам, и станет продавать электричество потребителям. 51 проц. долей в ООО достанется областному правительству, а оставшиеся 49 проц. поделит между собой «дочка» «Интерроса» ЗАО «Новогор» и ООО «Аврора-Энерго Менеджмент», представляющее интересы менеджмента «Ленэнерго». Соответствующее соглашение будет подписано в течение месяца.</p> <p>В настоящее время муниципальные сети находятся в плохом состоянии, и власти области рассчитывают с помощью новой компании привлечь инвестиции в обновление сетей. Согласно проекту соглашения о создании электросетевой компании, на первом этапе муниципалитеты должны передать в аренду свои сети на год. За это время СП произведет их оценку и регистрацию. Через год планируется заключение второго арендного договора – уже на 10 лет. По оценке гендиректора «Ленэнерго» Андрея Лихачева, создаваемая сетевая компания может в первый год своей работы занять около 150 млн. руб. на развитие сетей, а затем привлекать до 500 млн. руб. ежегодно. Лихачев заявляет, что «Аврора-Энерго Менеджмент» станет управляющей компанией для ЛОЭК, а «Интеррос» займется привлечением инвестиций в проект.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Телекомы

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

### РБК

### ДЕРЖАТЬ (Расчетная цена: \$2,05)

**Проект РБК-ТВ  
успешно реализуется**

Руководство РБК считает, что реализация проекта РБК-ТВ идет очень успешно: выручка в 2003 г. составила около \$5,5 млн, план на 2004 г. – \$16 млн (в т.ч. \$11 млн по уже заключенным договорам). По оценкам компании, в настоящее время аудитория делового телеканала составляет 1,6 млн. человек, среднее время просмотра – 251 мин. в неделю (по этому показателю РБК-ТВ не намного отстает от популярных общероссийских телеканалов – например, у НТВ он составляет более 300 мин.).

### Илл. 46. Структура выручки РБК, тыс. \$

	2003 тыс \$	2002 тыс \$	Изменение %
<b>МЕДИА-БИЗНЕС</b>	<b>26 876</b>	<b>15 412</b>	<b>74%</b>
Реклама	23 657	12 870	84%
Информационные услуги	3 219	2 542	27%
IT	15 990	13 739	16%
РБК-ТВ	5 653	0	Н/Д
<b>Выручка всего</b>	<b>48 519</b>	<b>29 151</b>	<b>66%</b>

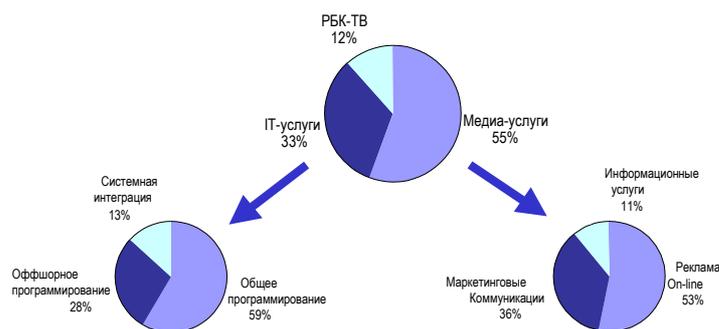
Источник: отчеты компании

**Львиную долю  
выручки по-прежнему  
дает медиа-бизнес  
(в 2003 г. – 55%)**

В Илл. 47 представлена структура выручки РБК. Основная доля в ней по-прежнему приходится на медиа-бизнес без учета ТВ-проекта (55%). Последний в прошлом году уже обеспечил 12% всей выручки РБК, а в 2004 г. этот показатель должен вырасти до 22%. Доля медиа-бизнеса в выручке, по-видимому, будет продолжать расти: в 2004 г. рост в этом сегменте бизнеса компании запланирован на уровне 30%, а сегменте IT – 25% (без учета возможных сделок по покупке активов).

**Выход РБК-ТВ  
на операционную  
прибыль к марту  
2005 г.**

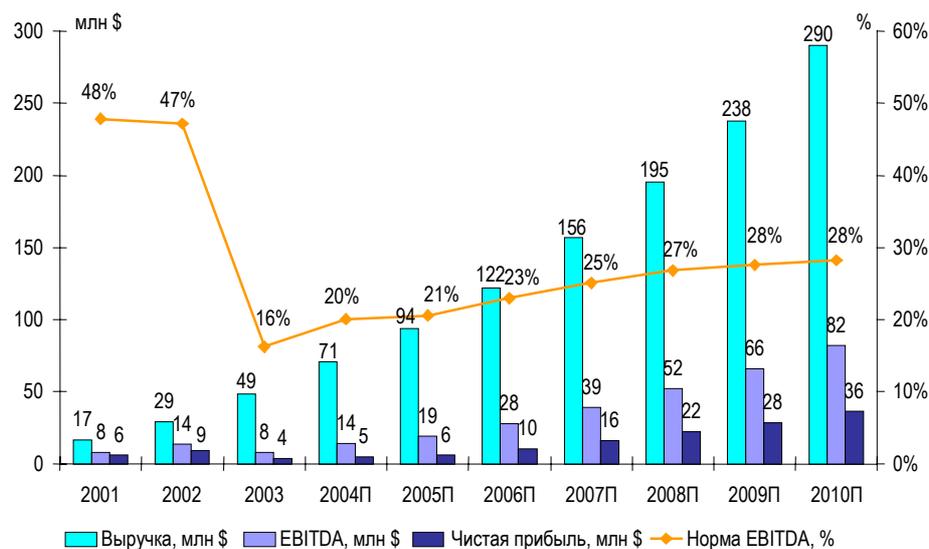
Бизнес-план предусматривает выход ТВ-проекта на операционную прибыль к марту 2005 г. и чистую – к концу 2006 г. – началу 2007 г.

**Илл. 47. Структура выручки РБК в 2003 г.**


Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

### Динамичный рост выручки

В последние несколько лет РБК динамично наращивала выручку, однако рентабельность начала снижаться из-за значительных расходов на ТВ-проект. В 2003 г. норма EBITDA снизилась до 16% по сравнению с 47% в 2002 г. Мы полагаем, что в дальнейшем рентабельность снова начнет расти, однако все равно останется ниже уровня 2003 г. Наш прогноз по выручке, EBITDA и чистой прибыли до 2010 г. представлен в Илл. 48.

**Илл. 48. Финансовые показатели**


Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

### В 2003 г. российский рынок рекламы вырос на 31%...

Одна из причин столь стремительного роста выручки РБК – высокая динамика российского рынка рекламы – в 2001 г. последний вырос на 31% (см. Илл. 49), в 2000-2002 гг. годовые темпы роста составляли 50%. Особенно быстро растет выручка от интернет-рекламы (+64%, до \$18 млн), хотя в этом сегменте точка отсчета очень низкая. В настоящее время реклама в Интернет составляет лишь 0,7% всего рынка рекламы (см. Илл. 50). В России этот ниже, чем в европейских странах, где доля рынка Интернет-рекламы выросла в 2003 г. на 12,5% до €793 млн (~\$950 млн). По данным Forrester Research, в течение следующих пяти лет этот сегмент рынка будет расти ежегодно на 12%.



**...в 2004 г. темпы его роста составят предположительно 20-25%**

По оценкам экспертов, в будущем темпы роста российского рынка рекламы замедлятся – до 20-25% в 2004 г. и 15% в 2005 г. В более долгосрочной перспективе рынок рекламы должен расти примерно теми же темпами, что и ВВП.

То, что до сих пор РБК удавалось увеличивать выручку быстрее, чем рос весь рынок, объясняется следующими причинами:

- Основные для РБК сегменты рекламного рынка – ТВ и online-реклама – росли быстрее рынка в целом, причем эта тенденция, по-видимому, сохранится.
- По оценкам аналитиков рынка рекламы, рекламные бюджеты страховых компаний, банков, производителей автомобилей и оборудования, являющихся целевой аудиторией РБК-ТВ, будут расти быстрее, чем рынок рекламы в целом.

**Одним из основных вызовов станет рост целевой аудитории, времени просмотра и узнаваемости бренда**

Вместе с тем одним из основных вызовов для РБК-ТВ в ближайшем будущем станет рост целевой аудитории, времени просмотра и узнаваемости бренда. Таковы, на наш взгляд, основные факторы удержания основных рекламодателей и привлечения новых. Проблема усугубляется тем, что по данным TSN Gallup Media-Russia, число россиян, просматривающих телепередачи, сократилось в прошлом году на 20%; телеаудитория ведущих общественно-политических каналов (в т.ч. НТВ, ОРТ и РТР) уменьшилась на 7%, а развлекательных (ТНТ, СТС, MTV и др.) – увеличилась в 1,5–2 раза.

**Илл. 49. Российский рынок рекламы**

	2002 млн \$	2003 млн \$	Изменение, %
Телевидение	900	1 210	34
Радио	90	115	28
Пресса	600	745	24
Наружная	400	530	33
Интернет	11	18	64
Кинотеатры	9	12	33
<b>Итого</b>	<b>2 010</b>	<b>2 630</b>	<b>31</b>

Источник: Ассоциация коммуникационных агентств России (АКАР)

**Илл. 50. Структура российского рынка рекламы в 2003 г.**



Источник: Ассоциация коммуникационных агентств России (АКАР)

**В середине июня РБК планирует доэмиссию в объеме 15 млн бумаг с целью профинансировать покупку IT-компаний**

РБК объявила о намерении провести доэмиссию акций в объеме 15 млн. бумаг в середине июня. Привлеченные в ходе размещения этих акций средства компания планирует направить в основном на покупку IT-компаний. По словам менеджеров РБК, компанию интересуют две группы активов:

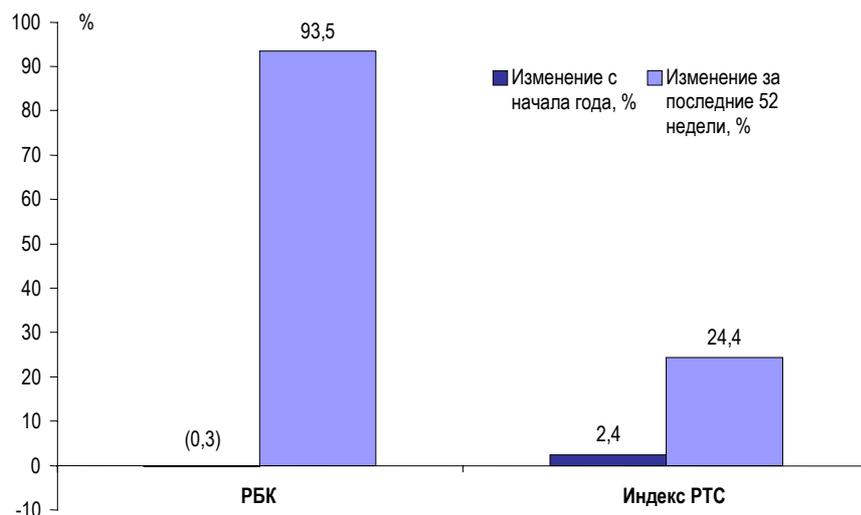
- Компании, покупка которых приведет к росту числа клиентов – в основном в сегменте IT;
- Высокорентабельные компании (без ограничений по их размеру) – в основном в сегменте медиа-бизнеса.

Как такие покупки отразятся на бизнесе компании в краткосрочной перспективе, сказать трудно, но по оценкам самой РБК, в случае реализации указанных выше планов ее выручка в 2004 г. может достичь \$100 млн (текущий прогноз – \$71 млн).

**По итогам последних 52 недель акции РБК выросли на 94%, по сравнению с началом года их цена практически не изменилась**

В 2003 г. акции РБК показали очень хорошую динамику (в результате быстрого развития бизнеса и благоприятных прогнозов по эффективности ТВ-проекта). По итогам последних 52 недель они по-прежнему в большом плюсе (94%), хотя по сравнению с началом года несколько потеряли в цене (по данным на 31 мая, -0,3% при +2,4% по индексу РТС). С нашей точки зрения, крупные покупки активов и улучшение финансовых показателей РБК-ТВ могут стимулировать новую волну интереса к акциям РБК.

**Илл. 51. Динамика акций РБК в сравнении с индексом РТС**



Источники: Bloomberg, ММВБ, РТС

**Акции РБК достаточно дороги по мультипликаторам**

В настоящее время акции РБК торгуются с достаточно высокими стоимостными коэффициентами, хотя и дешевле (за исключением P/E) средних показателей по аналогичным зарубежным компаниям (см. Илл. 52). Высокий уровень стоимостных коэффициентов связан с большими расходами на реализацию ТВ-проекта. При этом следует иметь в виду, что точного зарубежного аналога у РБК нет, поскольку сочетание бизнесов у этой компании носит уникальный характер.



Илл. 52. Сравнительная оценка стоимости акций РБК

	EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E			Норма EBITDA		
	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П
РБК	2,7	2,0	1,5	13,2	9,7	6,7	42	31	19	20	21	23
BskyB	3,6	3,3	3,0	10,2	12,7	10,2	47	24	17	35	26	29
Sogecable	3,9	3,5	3,2	18,9	13,5	10,3	Отриц.	57	22	21	26	31
PT Multimedia	3,6	3,3	3,0	13,2	11,1	9,5	28	22	15	27	29	31
<b>Средний показатель</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>14,1</b>	<b>12,4</b>	<b>10,0</b>	<b>37</b>	<b>35</b>	<b>18</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>30</b>
Премия (дисконт) относительно зарубежных компаний	-28%	-40%	-49%	-6%	-22%	-33%	12%	-10%	7%	-27%	-24%	-25%

Источники: Bloomberg, IBES, оценка Альфа-Банка

Мы скорректировали модель DCF по РБК с учетом новой информации, полученной от руководства компании (см. Илл. 53), а также нашей собственной оценки эффективности бизнеса компании в различных сегментах рынка. Для расчета стоимости в постпрогнозный период мы использовали темп роста в 2% (такую же, как и для региональных компаний связи со значительной долей мобильного бизнеса и Голден Телекома).

Илл. 53. Исходные параметры модели DCF, млн \$

	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
FCF	(1,2)	1,4	4,3	9,3	16,1	24,2	33,0
Кумулятивная WACC, %	100,0	112,9	127,5	143,9	162,5	183,5	207,2
Приведенная стоимость	(1,2)	1,2	3,4	6,4	9,9	13,2	15,9
Темп роста в постпрогнозный период	2,0%						
Стоимость компании	197,9						
Стоимость компании в постпрогнозный период	75%						
Чистый долг	(7,4)						
Стоимость акционерного капитала	205,3						
Стоимость акционерного капитала в расчете на акцию, \$	2,05						

Источник: оценка Альфа-Банка

**Наша рекомендация по акциям РБК – ДЕРЖАТЬ; расчетная цена – \$2,05**

В итоге мы пришли к расчетной цене \$2,05 за акцию (предыдущая расчетная цена была \$1,50, после чего мы сняли рекомендацию по этой акции с целью ее пересмотра). Новая расчетная цена требует рекомендации ДЕРЖАТЬ (потенциал роста от текущей цены \$1,95 составляет 5%).

## Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	361	550	660	792
EBITDA, млн. \$	115	181	220	268
Чистая прибыль, млн. \$	55	76	97	123
P/E	Н/З	12,4	9,7	7,7
EV/EBITDA	8,0	5,1	4,2	3,4
Капитализация, млн. \$	942			
EV, млн. \$	919			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 55. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## МТС

### Илл. 56. 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	23,2	12,6	10,3	9,0
EV/EBITDA	9,0	6,4	5,3	4,7
Капитализация, млн. \$	11 997			
EV, млн. \$	11 998			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 57. 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. 58. Основные события

Дата	Событие
4 мая	<b>Дивиденды МТС за 2003 г. составят \$2,22 на АДА, доходность – 2%.</b> МТС опубликовала размер дивиденда за 2003 г.: \$2,22 на АДА (доходность 2%), что в два раза превышает уровень предыдущего года – \$1,107. Это соответствует предыдущим заявлениям компании, что она распределит примерно 40% от чистой прибыли 2003 г. по US GAAP в виде дивидендов. Дата составления списка для держателей АДА для получения дивиденда и участия в общем собрании акционеров была назначена на 10 мая. Ежегодное собрание акционеров пройдет 24 июня и, среди прочих вопросов, подтвердит предложенный уровень дивидендов. Дивидендная доходность МТС соответствует доходности дивидендов Голден Телекома (2% из расчета на год). Мы ожидаем среднюю дивидендную доходность по обыкновенным акциям региональных телекомов на уровне 0,9%, а по привилегированным – на уровне 3,2%.
13 мая	<b>МТС сохранила лидерство по новым подключениям в своей «дойной корове», московском рынке: численность абонентов в Москве выросла до 5,6 млн. человек и до 16,1 млн. в России в целом.</b> Компания показала довольно хорошие результаты на Украине, подключив ещё 0,25 млн. абонентов до уровня 4,1 млн. человек.
21 мая	<b>МТС назначила руководителей макро-регионов в новой структуре компании.</b> МТС объявила результаты первой стадии реорганизации – введение макро-регионов и назначение их директоров. Напомним, в течение прошлого года новая команда, пришедшая в МТС, возглавляемая Президентом Василием Сидоровым, начала реорганизацию структуры МТС, с целью увеличения её эффективности и повышения управляемости. Реорганизация включает в себя создание трёх уровней управления: Центр, Макро-регион и Регион.

Источник: оценки Альфа-Банка

## ВымпелКом

### Илл. 59. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1 336	2 125	2 603	2 912
EBITDA, млн. \$	613	964	1 208	1 378
Чистая прибыль, млн. \$	234	426	526	598
P/E	22,0	12,1	9,8	8,6
EV/EBITDA	11,4	7,3	5,8	5,1
Капитализация, млн. \$	5 162			
EV, млн. \$	7 005			
Число абонентов, '000	5 155			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 60. 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. 61. Основные события

Дата	Событие
13 мая	<b>ВымпелКом лидировал по чистым подключениям в апреле на фоне сезонно застывшего рынка.</b> Агентство AC&M consulting опубликовало статистику по абонентской базе мобильных операторов за апрель. Результаты оказались хорошими и для МТС, и для ВымпелКома, хотя они были ожидаемы и соответствуют тенденциям в отрасли. Уровень проникновения в России вырос на 1,5 п.п. по сравнению с предыдущим месяцем, достигнув 30,6%. Рынок мобильной связи обычно замирает в апреле (по темпам роста новых подключений), перед сезонным ростом подключений в мае и летом. В этом году количество чистых подключений незначительно снизилось месяц-к-месяцу, что мы объясняем сезонными трендами, а не первыми знаками насыщения рынка.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Операторы традиционной связи МГТС

### Илл. 62. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	519	601	626	670
EBITDA, млн. \$	228	253	262	285
Чистая прибыль, млн. \$	63	70	88	97
P/E	22,9	20,6	13,6	12,4
EV/EBITDA	5,9	5,3	5,1	4,7
Капитализация, млн. \$	1 349			
EV, млн. \$	1 342			
Используется линий, '000	4 040			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 63. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 64. Основные события

Дата	Событие
------	---------

14 мая	МГТС опубликовала пересмотренную (аудированную) чистую прибыль за 2003, которая на 10% ниже изначально опубликованной – 1,937млрд. руб. против 2,2157 млрд. руб. По информации компании это было сделано в рамках улучшения стандартов корпоративного управления, и роста прозрачности и надежности в глазах инвесторов. Компании пришлось отобразить отложенные налоговые активы с 1998, когда компания поучила убыток и, соответственно, получила налоговые льготы. Конечно, эта новость разочаровывает, так как чистая прибыль является базой для дивидендов. Тем не менее, данная транзакция является не денежной, и, соответственно, ни выручка, ни операционная прибыль не были затронуты. Более того, изначально компания ожидала в 2003 1,75 млрд.
--------	--

Источник: оценки Альфа-Банка

## Ростелеком

### Илл. 65. 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	29,4	20,1	19,1	16,9
EV/EBITDA	3,8	3,6	4,0	4,0
Капитализация, млн. \$	1 844			
EV, млн. \$	1 628			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 66. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 67. Основные события****Дата Событие**

- 14 мая **Мы повышаем рекомендации по обыкновенным акциям Ростелекома и Волга Телекома до ПОКУПАТЬ из-за потенциала роста 26% и 25%.** Мы повышаем рекомендации по обыкновенным акциям Ростелекома и Волга Телекома с ДЕРЖАТЬ до ПОКУПАТЬ из-за потенциала роста 26% и 25% к расчётным ценам \$2,50 и \$3,45, соответственно. Это техническое повышение, соответствующее нашей методологии. Акции телекомов значительно упали за последний месяц, Ростелеком и Волга Телеком потеряли соответственно по 25% и 17% от их капитализации на дату пикового значения рынка 12 апреля. Рынок редко принимает во внимание результаты Ростелекома по РСБУ, однако они могут послужить хорошим индикатором результатов по МСФО и всё ещё важны для расчёта дивидендов.
- 17 мая **Ростелеком опередил рынок после объявления 1Кв04 по РСБУ.** Ростелеком опубликовал очень хорошую отчётность за 1Кв04 по РСБУ. Выручка увеличилась на 17% год-к-году в «реальном» выражении (т.е. за исключением эффекта новой системы расчётов) при «реальном» увеличении операционных издержек всего на 2,1%. EBITDA выросла на 19%, однако норма EBITDA сократилась до 42,5% с 49,5% в 1Кв03 (техническая реакция на новую систему расчётов). В то же время операционная маржа выросла на 36% с 35% в 1Кв03. По производственным показателям деятельности компания показала рост всех направлений бизнеса: трафик междугородней связи вырос на 10% год-к-году, тогда как входящий трафик международной связи вырос на 39%, что отражает рост доли рынка. Исходящий трафик международной связи вырос на 15%, и даже трафик и выручка от деятельности в Москве (исторически наиболее слабая часть бизнеса Ростелекома) выросли на 3% и 10%, соответственно.
- 21 мая **Ростелеком перестанет быть монополистом с 2007 г.** Как часть соглашения с ЕС о планируемом вхождении России в ВТО, стороны согласились, что Ростелеком перестанет быть монополистом с 2007. Новость широко обсуждалась, и была ожидаема рынком. Однако твердый срок был объявлен впервые. Мы не ожидаем дальнейшего обострения конкуренции с 2007 г., так как немногие операторы владеют своими магистральными сетями, сравнимыми с сетью Ростелекома. Единственное исключение – Транстелеком, который арендует сеть у своей родительской компании, железнодорожного монополиста. Акция Ростелекома может, тем не менее, быть волатильной из-за негативного восприятия будущей потери его монополии. Однако мы считаем, что ущерб акции от либерализации рынка дальней связи довольно ограничен. Поэтому мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ и расчётную цену \$2,50.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Металлургия**

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

**Выход отчета по МСФО за 2003 г. в самом начале июня будет основным событием**

После резкого (на 10-20%) падения цен на металлы в апреле рынки никеля и платины начали восстанавливаться (в мае +10% и +4%, соответственно), а золота, меди и палладия стабилизировались (+1-3%). Норильский Никель опубликовал сильные результаты за 2003 и 1Кв2004 по РСБУ (неконсолидированные), которые соответствовали нашим ожиданиям и позволили нам сохранить наши прогнозы по МСБУ. Выход отчета с фактическими данными по МСФО за 2003 г. (в самом начале июня) будет основным событием, определяющим динамику акций Норильского Никеля в краткосрочной перспективе.

В мае цена акций Северстали выросла на 10%, но потенциал роста до нашей расчетной цены (\$250) все еще высокий (59%). Благоприятный рынок позволил Северстали повысить план по выпуску продукции в 2004 г. до 9,25 млн. т. Если компании удастся выполнить план, прогноз выручки может увеличиться на 1,5%.

**12 июня Северсталь и ее проверенный временем партнер Arcelor будут участвовать в аукционе по Криворожстали**

Вместе со своим партнером компанией Arcelor Северсталь участвует в приватизационном аукционе по продаже 93,02% крупнейшего на Украине сталелитейного предприятия Криворожсталь, намеченного на 12 июня. Стартовая цена аукциона – \$714 млн, остальные 6,98% акций предприятия будут проданы членам трудового коллектива. Криворожсталь – интегрированный сталелитейный комбинат, производящий 6,3 млн. т проката (2003 г.), и его доля составляет около 20% всей выплавляемой на Украине стали. Комбинат, 100% акций которого принадлежит государству, поставляет на экспорт 86% своей продукции (преимущественно в страны «дальнего зарубежья»). В 2003 г. выручка комбината составила \$1,4 млрд. Северсталь намерена получить контрольный пакет акций Криворожстали, однако вместе с тем Северсталь заявила, что готова участвовать в аукционе не только в связке с Arcelor, но и с украинской группой или производителем. В последнем случае Северсталь и украинский партнер могли бы получить равные по размеру пакеты акций.



Если Северстали удастся найти украинского партнера, то, с нашей точки зрения, шансы такого альянса на успех значительно возрастут (без такого партнера вероятность победы на аукционе незначительна). По словам президента Северстали Алексея Мордашова, его компания готова заплатить за Криворожсталь \$1 млрд.

Победа в аукционе стала бы важной вехой в реализации стратегии Северстали по расширению присутствия на внешних рынках. Мы будем следить за ходом аукциона, а также за новостями о других проектах с участием Северстали, которая в настоящее время проявляет наибольшую активность в приобретении металлургических активов. В частности, Северсталь, по-видимому, заинтересована в приобретении чешского сталеплавильного предприятия Vitkovice Steel (выручка за 2003 г. – \$400 млн, объем производства – 1 млн т). По нашим оценкам, стоимость Vitkovice Steel может составлять порядка \$300-400 млн, и такая сделка соответствовала бы стратегии Северстали.

## Норильский Никель

**Илл. 68. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	5 064	6 526	6 035	5 530
EBITDA, млн. \$	2 136	2 956	2 640	2 550
Чистая прибыль, млн. \$	943	1 759	1 540	1 479
P/E	12,5	6,7	7,6	8,0
EV/EBITDA	5,3	3,9	4,3	4,5
Капитализация, млн. \$	11 765			
EV, млн. \$	11 383			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 69. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Диверсифицированная экспортная выручка</li> <li>• Высокая ликвидность по сравнению с другими компаниями этого сектора</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Низкий технологический уровень по сравнению с западными компаниями</li> <li>• Социальные расходы превышают 100 млн.долл. в год</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Реализация обновленной программы модернизации</li> <li>• Разработка новых проектов по производству металлов (золото и др.)</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Пересмотр итогов приватизации и реструктуризации</li> <li>• Рост налогового бремени</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 70. Основные события**

Дата	Событие
11 мая	<b>Норильский Никель и Stillwater решили не заключать контракт на ежегодную продажу 1 млн. унц палладия Норильского никеля американской компанией.</b> Норильский Никель и его дочерняя компания (55.5%) Stillwater Mining Company решили отложить подписание договора, по которому Stillwater продавала бы ежегодно 1 млн. унц. палладия Норильского Никеля. Это решение вызвано улучшением рынка палладия – в частности, Норильский Никель объявлял, что компания не только продаст в этом году весь произведенный палладий (мы оцениваем производство палладия компанией на уровне 2,7 млн. унц), но может даже продать некоторый объем палладия из запасов. Таким образом, в этом году необходимости заключать контракт с Stillwater нет.
17 мая	<b>Операционная прибыль Норильского Никеля за 2003 выросла на 89% год-к-году до \$2,05 млрд – соответствует нашим ожиданиям.</b> Норильский Никель опубликовал неконсолидированные результаты по РСБУ за 2003 год, которые в целом соответствовали нашим ожиданиям. Благодаря сильному рынку металлов и росту продаж, выручка возросла на 56% год-к-году до \$4408 млн. Операционная прибыль возросла на 89% год-к-году до \$2050 млн (3% выше нашего прогноза на уровне \$1984 млн), при этом операционная рентабельность составила 47%. Чистая прибыль выросла до \$1,2 млрд, что на 79% выше скорректированной на чрезвычайные расходы цифры за 2002. Сильные цены в 1кв04 позволили Норильскому Никелю еще более улучшить рентабельность, и операционная рентабельность достигла 52%.
26 мая	<b>Стартовая цена Сухого Лога была увеличена в пять раз до \$150 млн.</b> Начальная цена крупнейшего неразработанного месторождения золота Сухой Лог (33 млн. унций, сейчас – госсобственность) составит \$150 млн. (увеличение в пять раз относительно ранее опубликованной в прессе цифры \$33 млн.) По его словам, в правительстве нет разногласий по основным вопросам, и условия долгожданной приватизации могут быть объявлены в конце июня. Единственным нерешенным вопросом остался вопрос о штрафах за несоответствие требованиям лицензии. Цитируя официальный источник в министерстве, «Ведомости» ранее раскрыли некоторые возможные условия, включая предварительный вариант штрафов. Согласно статье, победитель должен начать добывать 10 тонн золота в год в течение 4 лет и 25 тонн в год в течение 7 лет, а правительство намерено ввести штрафы в размере \$15 млн. и \$30 млн. за несоответствие этим временным требованиям.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Северсталь

### Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	3 136	5 491	5 397	5 936
ЕБИТДА, млн. \$	947	1 491	1 438	1 502
Чистая прибыль, млн. \$	504	849	803	846
P/E	N/3	4,1	4,3	4,1
EV/ЕБИТДА	3,8	2,4	2,5	2,4
Капитализация, млн. \$	3466			
EV, млн. \$	3624			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 72. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

- Приобретение активов за рубежом позволит увеличить мощности и укрепить 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. 73. Основные события

Дата	Событие
14 мая	<b>Операционная прибыль Северстали за 1Кв04 по РСБУ выросла на 23% год-к-году – соответствует нашим ожиданиям.</b> Северсталь опубликовала финансовые результаты по РСБУ за 1Кв04. Выручка выросла на 29% год-к-году до \$786 млн прежде всего благодаря благоприятному рынку, в то время как выпуск проката год-к-году не изменился и составил 2,19 млн. тонн (+0,6% год-к-году). Мы относим данные сравнительно небольшие темпы роста на счет ремонтных работ в 1Кв04. Данные работы учтены нами в модели, и мы сохраняем наш прогноз продаж на 2004 год на уровне 9,06 млн. тонн. В апреле Северсталь улучшила операционные показатели, и по итогам 4М04 выпуск проката компанией увеличился на 1,7% год-к-году. Результаты в целом соответствовали нашим ожиданиям и нейтральны для компании. В краткосрочной перспективе основными катализаторами остаются публикация результатов за 2003 по МСБУ и динамика цен на сталь. Мы сохраняем наши прогнозы по МСБУ на 2004 год и рекомендацию ПОКУПАТЬ акции с расчетной ценой \$250 за акцию.
18 мая	<b>Китай, крупнейший импортёр стали в мире, может упразднить антидемпинговые пошлины на импорт холоднокатаной стали из России, Южной Кореи, Тайваня, Украины и Казахстана, чтобы сократить стоимость материалов и увеличить конкуренцию на китайском рынке.</b> В 2003 г. ММК экспортировал в Китай 700 тыс. т холоднокатаной стали, Северсталь – 359 тыс. т и НЛМК – 250 тыс. т. Тарифы на данный момент находятся на уровне 18% для ММК, 9% для Северстали и 7% для НЛМК. Китай – один из основных рынков для российских производителей стали (по нашим оценкам, доля Китая в российском экспорте составляет около 16%), и поэтому упразднение тарифов может быть выгодным для крупнейших российских производителей стали. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акции Северстали.
21 мая	<b>Северсталь увеличивает прогноз выпуска проката до 9,25 млн. тонн в 2004 году.</b> Общее собрание акционеров Северстали, прошедшее 21 мая, не принесло сюрпризов. Как и ожидалось, среди прочих вопросов акционеры рассмотрели и утвердили дробление акций с коэффициентом (1:25 ratio), и в результате число акций компании увеличится до 551854800. Этот шаг направлен на увеличение ликвидности, однако, мы не думаем, что это приведет к росту ликвидности акций. Отдельной новостью, благодаря благоприятному рынку Северсталь планирует увеличить рост производства товарного проката на 5% до 9,25 млн. тонн против объявленного ранее планируемого роста на уровне 3-4%. В нашей модели мы ожидаем рост на 2,8% до 9,06 млн. тонн. Тем временем, Северсталь увеличила выпуск проката на 0,6% год-к-году до 2,19 млн. тонн из-за ремонтных работ в 1Кв04 (тем не менее, в апреле Северсталь улучшила операционные данные, и выпуск проката возрос на 1,7% год-к-году за 4М04). Если Северсталь увеличит выпуск проката до данного целевого уровня, то по сравнению с уровнем, заложенным в нашей модели, выручка компании может возрасти на \$85 млн., что только на 1,5% выше нашей текущей оценки в \$5.5 млрд.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Машиностроение

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

**Растущий спрос на грузовики позволил КамАЗу увеличить объем продаж на 20%**

28 мая на КамАЗе прошло годовое собрание акционеров, утвердившее отчет компании за 2003 г., где содержались итоги по РСБУ. Благодаря росту объемов продаж (сбыт грузовиков вырос на 20%, год-к-году) как неконсолидированные, так и консолидированные показатели его выручки продемонстрировали двузначные темпы роста. Увеличению этих продаж способствовал рост зарубежного спроса: в 2003 г. КамАЗ экспортировал 19% своей продукции. Хотя в 2002 г. на долю экспорта приходился 31% объема производства, наблюдаемое снижение этой доли объясняется сокращением поставок в Ирак. В 2003 г. из всех произведенных в России грузовиков 12% были изготовлены на КамАЗе.



## Илл. 74. Финансовые результаты КАМАЗа за 2002-2003 гг. по РСБУ

	Неконсолидированные показатели			Консолидированные показатели		
	2003 млн \$	2002 млн \$	Growth %	2003 млн \$	2002 млн \$	Growth %
Выручка	842,6	622,8	35%	956,5	742,7	29%
Себестоимость	727,9	510,4	43%	815,1	605,9	35%
Валовая прибыль	114,7	112,5	2%	141,4	136,8	3%
Коммерческие расходы	40,5	49,8	-19%	40,1	49,9	-20%
Общехозяйств. расходы	36,4	22,7	61%	58,4	38,0	54%
Операционная прибыль	37,7	40,0	-6%	42,9	48,9	-12%
Прочие расходы (доходы)	38,8	19,4	100%	37,0	74,5	-50%
Прибыль до налогообложения	-1,1	20,6	-105%	5,9	-25,6	-123%
Налоги	-1,6	-39,0	-96%	2,9	-28,1	-110%
Чистая прибыль	0,5	59,6	-99%	3,0	2,5	20%
Амортизация и износ	5,2	5,2	-1%	Н/Д	Н/Д	Н/Д
ЕБИТДА	42,9	45,2	-5%	Н/Д	Н/Д	Н/Д
<b>Рентабельность</b>						
Валовая	14%	18%		15%	18%	
Операционная	4%	6%		4%	7%	
Чистая	0%	10%		0%	0%	
ЕБИТДА	5%	7%		Н/Д	Н/Д	
Объем пр-ва, грузовики				24 066	20 055	20%
Объем пр-ва, л/автомобили				40 016	38 743	3%

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

**Рост цен на металлы привел к снижению прибыльности КАМАЗа**

Рост выручки компании был по большей части уравновешен сильным увеличением себестоимости реализованной продукции. Как следует из Илл. 75, рентабельность производства грузовиков существенно зависит от затрат на материалы. В 2003 г. 30%-ный рост цен на металлы поспособствовал дальнейшему увеличению доли этих затрат в себестоимости продукции.

**Илл. 75. Структура издержек у КамАЗа в 2002-2003 гг. по РСБУ (неконсолидированные показатели)**

	2003	2002
Сырье и материалы	82%	79%
Расходы на оплату труда	6%	6%
Расходы на социальную сферу	2%	2%
Износ и амортизация	1%	1%
Прочие издержки	9%	11%

Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

В 2003 г. коммерческие, общие и административные расходы выросли на 12%, однако их совокупная доля в выручке компании за 2003 г. снизилась до 10% (аналогично среднему по отрасли) на консолидированном уровне и до 9% на неконсолидированном против 12% за 2002 г. Тем не менее, рост общих и административных расходов нельзя объяснить повышением цен на металлы, что ставит вопрос о качестве управления издержками.

Воздействие растущих цен на металлы было частично скомпенсировано ростом производства иной продукции, нежели грузовики (т.е. за счет запасных частей и легковых автомобилей). Консолидированная валовая рентабельность упала до 15% (против 14% неконсолидированной).

**Объем продаж КамАЗа будет расти за счет использования лизинга**

На наш взгляд, КамАЗ не смог просто переложить на плечи потребителя бремя растущей стоимости факторов производства (например, цен на металлы) из-за высокой эластичности по цене рынка грузовиков. Чтобы сделать рыночные условия более благоприятными, КамАЗ продолжает развивать свою программу лизинга, которая в 2003 г. позволила ему передать в лизинг почти 800 грузовиков/автобусов. К началу 2004 г. КамАЗ располагал заказами на лизинг свыше 1000 грузовиков и автобусов.

**Итоги 1-го кв. 2004 г. не дают оснований говорить о переломе нисходящего тренда**

Итоги 1-го кв. 2004 г. вызывают гораздо большие опасения, поскольку неконсолидированная валовая рентабельность снизилась до 9%. Все тенденции, наблюдавшиеся в 2003 г., сохранились – при увеличении объемов продаж темп роста расходов превысил темп роста выручки.

**Илл. 76. Неконсолидированные показатели КамАЗа по РСБУ за 1-кв. 2003 и 2004 гг.**

	1-й кв. 2004 млн \$	1-й кв. 2003 млн \$	Изменение %
Выручка	272,3	173,2	57%
Себестоимость реализованной продукции	247,3	150,3	65%
Валовая прибыль	25,0	22,9	9%
Коммерческие и общехозяйств. расходы	20,9	13,0	60%
Операционная прибыль	4,2	9,8	-58%
Прочие расходы (доходы)	3,1	7,3	-58%
Прибыль до налогообложения	1,1	2,5	-58%
Налоги	2,9	5,4	-45%
Чистая прибыль	-1,9	-2,9	-34%
<b>Рентабельность</b>			
Валовая	9%	13%	
Операционная	2%	6%	
Чистая	-1%	-2%	
Объем пр-ва, грузовики	5864	4744	24%

Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

**Ключевые факторы роста котировок: отчеты за 2003 г. по МСФО и GAAP, сделка слияния «ОМЗ–Силловые машины»**

Исключая КамАЗ, одним из катализаторов роста котировок компаний в машиностроительном секторе остается публикация финансовых отчетов по международным стандартам. В июне опубликуются отчеты компаний АвтоВАЗ, ЗМЗ, УАЗ, Северсталь-Авто (консолидированные) и корпорации «Иркут». В конце июня появится отчетность ОМЗ, а уже в начале июня ожидается отчет компании «Силловые машины». Между тем, в отрасли будет также отслеживаться прогресс сделки слияния «ОМЗ–Силловые машины».

## Объединённые Машиностроительные Заводы

**Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	465	483	486	516
ЕБИТДА, млн. \$	52	55	58	67
Чистая прибыль, млн. \$	14	15	18	25
P/E	18,5	17,6	14,6	10,7
EV/ЕБИТДА	7,2	6,7	6,4	5,5
Капитализация, млн. \$	265			
EV, млн. \$	370			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 78. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Позиция монополиста на российском рынке машиностроения; 65% рынка бурового, 90% горнодобывающего оборудования</li> <li>• Рост ликвидности акций вследствие выпуска АДР 1-ого уровня</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Низкая рентабельность (норма чистой прибыли в 2002 – 4%)</li> <li>• Недостаток квалифицированной рабочей силы</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Развитие основного бизнеса в результате реструктуризации, инвестиции в 2003-2008 гг. – 210 млн. долл.</li> <li>• Слияние с Силловыми Машинами</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность</li> <li>• Снижение цен на нефть ниже \$15 заставит нефтяные компании снизить капитальные затраты</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 79. Основные события**
**Дата Событие**

21 мая **ОМЗ продают дивизионы OILEQ и SHIP по 2003П EV/EBITDA = 5,5, что на 30% ниже оценки самих ОМЗ** объявили, что намерены продать свои дивизионы по производству судов (SHIP) и оборудования для нефтяных компаний (OILEQ). Эти два дивизиона – основные для ОМЗ, по нашим оценкам они составили 48% от консолидированной выручки и 47% от операционной прибыли в 2003П г. На конец марта доля дивизионов OILEQ и OILEQ в книге заказов ОМЗ составила 39%.

ОМЗ продаст 85% «ОМЗ-Морские и Нефтегазовые Проекты» (состоит из дивизионов SHIP и OILEQ) за 1,45 млрд. руб. (\$50 млн.) группе инвесторов, большей частью менеджменту ОМЗ. Новым владельцам также придется принять на себя \$70 млн. обязательств этих дивизионов.

ОМЗ на данный момент торгуется по 2003П P/S = 0,7 и 2003П EV/S = 0,9, тогда как продажа дивизионов SHIP и OILEQ планируется по гораздо более низким коэффициентам (P/S = 0,2 и EV/S = 0,5), что не в интересах миноритарных акционеров. Активы продаваемых дивизионов представляют более 25% активов ОМЗ, так что эта сделка, согласно Уставу компании, должна быть единогласно одобрена советом директоров компании. Более того, сделка может быть рассмотрена как сделка с заинтересованностью, так что она должна быть одобрена внеочередным собранием акционеров. Так как сделка не выгодна для миноритариев, она может и не получить одобрения совета или собрания акционеров.

*Источник: оценки Альфа-Банка*

## Пищевая промышленность и розничная торговля

**Александр Свинов, (7 095) 795-3745**

Отчет Калины за 1Кв04 по РСБУ соответствует ожиданиям рынка: выручка по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выросла на 21%. Квартальные отчеты по GAAP компания не публикует, поэтому в краткосрочной перспективе значимым событием будет отчет за полугодие текущего года (ожидается в сентябре).

**Показатели Балтики за 1-й кв. 2004 г. оказались хуже прогнозов**

У Балтики ситуация иная – выручка и чистая прибыль за 1Кв04 оказались хуже прогноза. Особенно неожиданным стало снижение чистой рентабельности на 2 п.п. (до 8,5%). С другой стороны, иллюзий относительно 1-ого квартала мы и не питали: 2003 год для Балтики был неудачным, и быстрого изменения в ситуации ждать не приходится. Тем не менее, положительные изменения в компании есть. Они связаны в основном с активизацией сбытовой деятельности и новым дизайном упаковки. Эти усилия все же должны положительно сказаться на динамике продаж в 2004 г.

**По нашим оценкам, выручка САНа вырастет на 67% г-к-г, EBITDA – в 3 раза (до \$21,3 млн.)**

31 мая должен выйти отчет Сан Интербрю за 1Кв04 по GAAP. Мы полагаем, что он будет очень хорошим, и компания снова покажет опережающий рост по сравнению с отраслью. По нашим оценкам, объем реализации вырастет на 35%, а рынок пива – в среднем на 21%. Вместе с тем цена акций Сан Интербрю уже достигла уровня справедливой стоимости, и поэтому наша рекомендация по этой бумаге – ДЕРЖАТЬ.

## ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

### Вимм-Билль-Данн

#### Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	825	938	1176	1296
EBITDA, млн. \$	84	80	100	106
Чистая прибыль, млн. \$	36	21	29	28
P/E	19,8	33,5	24,0	25,0
EV/EBITDA	9,2	9,8	7,8	7,3
Капитализация, млн. \$	706			
EV, млн. \$	778			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 81. Краткий обзор компании

##### Сильные стороны

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

##### Слабые стороны

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

##### Возможности

- Выход на новые ниши (бутилированная вода, сыр) увеличит продажи
- Сотрудничество с молочными фермами обеспечит стабильные поставки молока

##### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## Балтика

#### Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	729	874	884	897
EBITDA, млн. \$	252	295	298	300
Чистая прибыль, млн. \$	143	169	169	168
P/E	11,6	9,8	9,8	9,8
EV/EBITDA	6,6	5,7	5,6	5,6
Капитализация, млн. \$	1 652			
EV, млн. \$	1 673			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 83. 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

#### Илл. 84. Основные события

Дата	Событие
26 мая	<b>Результаты 1Кв04 для Балтики оказались ниже ожидаемых рынком (особенно по чистой прибыли), хотя в целом они соответствовали нашим оценкам.</b> Компания увеличила производство на 5,6% до 3,38 млн. гл, тогда как рост цен на 5,5% и укрепление рубля на 11% вылились в увеличение выручки на 23,3% до \$160 млн. (мы ожидали \$168 млн.) Норма валовой прибыли практически не изменилась (исключая эффект от корректировки на бутилирование в 2П03 – компания теперь включает стоимость бутылок в выручку и себестоимость), снизившись лишь на 0,4 п.п. до 41,2%, тогда как общие, коммерческие и административные издержки росли быстрее выручки по причине увеличения расходов на рекламу относительно предыдущего года в 4 раза. Это негативно отразилось на норме операционной прибыли, которая снизилась на 1,5 п.п. до 12,4%. Норма чистой прибыли сократилась почти на 2 п.п. по той же причине, составив 8,6%, что близко к нашему прогнозу 8,3%.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сан Интербрю

### Илл. 85. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	612	827	918	993
EBITDA, млн. \$	114	152	162	158
Чистая прибыль, млн. \$	24	42	51	46
P/E	43,1	24,6	20,3	22,8
EV/EBITDA	11,3	8,5	7,9	8,2
Капитализация, млн. \$	1040			
EV, млн. \$	1288			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 86. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

#### Возможности

- Новые формы упаковки и новые сорта пива увеличат долю рынка

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## КОСМЕТИКА Концерн Калина

### Илл. 87. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	167,0	195,2	224,5	254,9
EBITDA, млн. \$	20,6	25,0	30,2	35,6
Чистая прибыль, млн. \$	11,3	14,1	17,6	21,2
P/E	16,6	13,3	10,6	8,8
EV/EBITDA	10,0	8,1	6,7	5,6
Капитализация, млн. \$	187			
EV, млн. \$	207			
Кол-во акций, млн.	9,8			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 88. 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 небрендованных 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. 89. Основные события

#### Дата Событие

17 мая **Неконсолидированная прибыль калины по РСБУ за 1Кв04 выросла на 21%, чистая прибыль – на 4%; наше мнение нейтрально.** Калина, лидер российской косметической отрасли, опубликовал свою неконсолидированную отчетность за 1Кв04 по РСБУ. Результаты в целом соответствуют ожиданиям и, хотя они не включают результаты деятельности компании в СНГ, они, тем не менее, служат хорошим индикатором общих результатов.

Выручка выросла на 21% благодаря росту продаж в сопоставимых ценах на 9%, а также росту цен на 10% (оценка). Компания улучшила валовую прибыль на 23% благодаря переходу к более дорогому ассортименту. Тем не менее, мы были удивлены увидеть существенный рост общих, управленческих и коммерческих издержек. Мы считаем затраты на рекламу и маркетинг основными причинами этого роста, однако не думаем, что они будут иметь существенный эффект на оценку компании. Мы ожидаем, что отчетность компании за 1П04 по US GAAP (конец лета) прольет свет на структуру затрат, а на данный момент сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ неизменной.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

### Сбербанк

#### Илл. 90. 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	7,9	6,5	6,6	6,7
Капитализация, млн. \$	7 789			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 91. 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. 92. Основные события

Дата	Событие
------	---------

- |        |   |
|--------|---|
| 12 мая | <b>Акции Сбербанка войдут в MSCI с весом 3,36%; результаты за 1Кв04 вряд ли помешают росту.</b> Обыкновенные акции Сбербанка с 28 мая будут включены в индекс MSCI Russia с весом 3,36%. Включение акций Сбербанка в индекс приведет к снижению долей в индексе Сургутнефтегаза и PAO EЭС. Данное событие стало результатом роста ликвидности после размещения ГДР. Хотя данный выпуск ГДР был неспонсируемым, он подразумевает рост прозрачности, и более открытую позицию менеджмента по отношению к инвесторам. Как выпуск ГДР, так и включение в MSCI является очень благоприятной новостью для акций Сбербанка, так как ликвидность акций Сбербанка повысится. Тем не менее, так как эффект роста ликвидности будет вскоре целиком заложен в цену, акции будут теперь торговаться на фундаментальных новостях, которые вряд ли будут положительными.   |
| 13 мая | <b>Прибыль Сбербанка по РСБУ выросла на впечатляющие 18% год-к-году в 1Кв04; мы пересматриваем нашу расчетную цену.</b> Сбербанк опубликовал результаты по РСБУ за 1Кв04, которые показали, что валовая прибыль выросла больше – на 18% год-к-году. Несмотря на жесткие рыночные условия, банк смог предотвратить снижение чистой процентной маржи, и сохранил данный показатель на уровне 6,3% в 1Кв04 против 6,4% в 4Кв03. Сбербанк смог на 33% год-к-году увеличить доход от портфеля кредитов, и на 23% – доход от портфеля инструментов с фиксированной доходностью. Данные результаты связаны с высоким курсом рубля в 1Кв04, который помог обеспечить банк более высоким, чем ожидалось, долларовом доходе от кредитов, номинированных в рублях. Рост затрат на персонал, тем не менее, остался значительным – 31% год-к-году, что говорит о необходимости повышения контроля над затратами. |
| 19 мая | <b>Собрание директоров Сбербанка установило размер дивидендов на уровне \$4,6 на обыкновенную акцию (269% от номинала акции) и \$0,099 на привилегированную (288% от номинала).</b> Предложенный размер дивидендов должен быть одобрен на ежегодном собрании акционеров 18 июня. Установленный размер дивидендов подразумевает доходность 1,1% по обыкновенным акциям, что соответствует нашим ожиданиям. Этот уровень также похож на дивиденды восточноевропейских банков, большинство из которых предлагают доходность 1,0-1,5%. Доходность по привилегированным акциям Сбербанка была установлена на уровне 2,0%.  |

Источник: оценки Альфа-Банка

**Рынок облигаций**

Валентина Крылова, (7 095) 795-3742

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

**Благоприятные макропоказатели США спровоцировали резкое падение цен облигаций 6-7 мая**

По итогам мая изменение цен российских еврооблигаций было смешанным, в то время как волатильность резко возросла. Основным дестабилизирующим фактором оставались опасения повышения ставки ФРС в ближайшее время. Ряд экспертов прогнозирует, что ввиду улучшения ситуации на рынке труда США и ускорения инфляции, первое решение о повышении учетной ставки может состояться уже 30 июня (на ближайшем заседании Комитета по операциям на открытом рынке). Эти опасения резко усилились после опубликования 6-7 мая данных о макроэкономической ситуации в США, которые оказались гораздо лучше, чем ожидалось. В частности, в апреле было создано 288 тыс. рабочих мест вместо ожидавшихся 170 тыс. Кроме того, мартовские показатели занятости были пересмотрены в сторону увеличения (с 308 тыс. до 337 тыс.). На фоне этих новостей доходность к погашению 10-летних казначейских облигаций США взлетела с 4,56% до 4,80%. Как следствие, 6-7 мая котировки российских суверенных облигаций упали на 3-7,5%. Доходность к погашению «Россия-30» выросла до уровня 8,4%, который последний раз был зафиксирован в феврале 2003 г.

**Во второй половине мая котировки российского долга восстановились на фоне позитивных новостей**

После такого резкого падения на рынке началась техническая коррекция вверх, которая была усилена позитивными внутренними и международными новостями. Во-первых, активный спрос на облигации Казначейства США на аукционах успокоил рынок. Результаты размещения 3-10-летних КО США неожиданно оказались весьма успешными (коэффициент отношения спроса к предложению был высоким). Кроме того, Казначейство США опубликовало регулярный отчет о зарубежных держателях долговых бумаг США. В марте объем зарубежных инвестиций в американские долговые обязательства увеличился на \$39,9 млрд (по сравнению с \$26,9-27 млрд в январе и феврале). Подавляющая часть этих средств (\$31,9 млрд) была вложена японскими инвесторами. В отношении внутренней ситуации, известия о том, что Россия подписала соглашение с ЕС о вступлении в ВТО, повысило интерес инвесторов к российским долговым бумагам. В результате, российские суверенные облигации восстановились после резкого падения, зафиксированного в начале мая, и по итогам месяца изменение котировок было смешанным.

**Волатильность котировок может резко возрасти в преддверии заседания Комитета ФРС**

Основным событием июня станет заседание Комитета по операциям на открытом рынке 30 июня. В преддверии решения об уровне ставки ФРС напряжение на рынке будет нарастать и приведет к увеличению волатильности. Котировки облигаций будут чрезвычайно чувствительны к заявлениям представителей ФРС, а также к макроэкономическим показателям (особенно по уровню инфляции и занятости). Данные по числу новых рабочих мест, появившихся в экономике США, которые будут опубликованы 4 июня, станут определяющими для динамики котировок в июне. Если цифры будут ниже прогнозных 218-225 тыс., это вызовет рост котировок в течение первой декады июня.

Часть инвесторов полагает, что первое повышение ставки ФРС произойдет уже в июне. Поэтому сохранение ставки на прежнем уровне может вызвать рост котировок по всем бумагам. В этом случае, долгосрочные российские еврооблигации могут подорожать на 2-5%.

**Илл. 93. Основные события**

Дата	Событие
1 мая	<b>В мае Россия направит \$698 млн. в счет выплаты внешнего долга.</b>
4 мая	<b>Заседание Комитета по операциям на открытом рынке ФРС.</b> Хотя учетная ставка осталась без изменений, рынок воспринял комментарии ФРС как преддверие ее повышения. Например, представители ФРС перестали давать обещания «быть терпеливыми» при изменении величины ставки. На фоне этих новостей начались активные продажи по всему спектру облигаций.
6 мая	<b>Европейский ЦБ оставил учетную ставку без изменений на уровне 2%.</b> Это решение прогнозировалось экспертами, поэтому не оказало влияния на рынок облигаций.
6-7 мая	<b>Макроэкономические показатели США оказались лучше, чем ожидалось, и это повлияло на резкое снижение котировок по всем бумагам.</b> В апреле в экономике США было создано 288 тыс. рабочих мест вместо ожидаемых 170 тыс. Более того, мартовские показатели были пересмотрены в сторону повышения (с 308 тыс. до 337 тыс.). Это уже второе резкое повышение данного показателя, что усилило опасения по поводу скорого увеличения учетной ставки ФРС. На фоне этих пессимистичных настроений доходность к погашению 10-летних казначейских облигаций взлетела с 4,56% до 4,80%. Котировки российских суверенных облигаций снизились на 1,9-4,8% вслед за американским долгом на фоне высокой активности торгов.
11 мая	<b>АПРОСА планирует разместить в 2004 г. еврооблигации на сумму до \$800 млн.</b>
11-13 мая	<b>Размещение 3-10-летних казначейских облигаций США.</b> Аукционы прошли успешно благодаря активному спросу со стороны как внутренних, так и зарубежных инвесторов. Результаты размещения обнадежили инвесторов.
19 мая	<b>ЦБ Бразилии оставил без изменений ставку Selic на уровне 16%.</b> Учитывая, что инвесторы ожидали понижения ставки на 25 б.п., это решение оказало краткосрочный негативный эффект на развивающиеся рынки.
21 мая	<b>Россия подписала двустороннее соглашение со странами ЕС.</b> Для Газпрома и российского финансового сектора условия соглашения оказались лучше, чем ожидалось. Это известие повысило интерес к российским долговым бумагам со стороны иностранных инвесторов и спровоцировало рост котировок.

Источник: оценки Альфа-Банка



Илл. 94. Динамика валютных облигаций на 28 мая 2004 г.

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению	Текущая доходность	Дюрация	Спред к безрисковой ставке
			%	%	%	кол-во лет	бп
<b>Еврооблигации</b>							
Евро-05	24.07.05	105,75	-0,35	3,6	8,27	1,09	176,28
Евро-07	26.06.07	113,06	-0,11	5,3	8,84	2,64	246,55
Евро-10	31.03.10	108,00	-0,35	5,8	7,64	3,37	256,59
Евро-18	24.07.18	125,56	-0,40	8,0	8,76	7,95	338,55
Евро-28	24.06.28	145,56	-0,30	8,3	8,76	9,70	356,88
Евро-30	31.03.30	91,25	0,41	7,7	5,48	8,60	305,47
<b>Облигации Минфина</b>							
Минфин 5	14.05.08	87,19	-0,64	6,8	3,44	3,77	343,91
Минфин 6	14.05.06	96,25	0,26	5,1	3,12	1,92	263,88
Минфин 7	14.05.11	76,00	-0,65	7,6	3,95	6,27	342,37
Минфин 8	14.11.07	91,75	-1,34	6,0	3,27	2,85	304,59
<b>Муниципальные облигации</b>							
Москва-04	25.10.04	102,34	-0,20	4,1	10,02	0,40	195,58
Москва-06	28.04.06	111,00	-0,38	4,8	9,86	1,81	236,64
Ниж. Новгород	03.04.05	99,84	-0,10	8,9	8,76	0,28	776,26
<b>Банковский сектор</b>							
Альфа-Банк	19.11.05	104,75	-0,24	7,3	10,26	1,39	522,58
Внешторгбанк-08	11.12.08	98,83	-0,32	7,2	6,96	3,84	377,17
Газпромбанк-05	04.10.05	106,59	0,00	4,5	9,15	1,26	229,36
Газпромбанк-08	30.10.08	95,62	1,19	8,5	7,58	3,82	505,57
Зенит	12.06.06	100,65	0,00	8,9	9,19	1,82	652,54
МДМ-Банк	16.12.05	104,73	-0,26	7,4	10,26	1,40	538,98
МосНарБанк	28.06.04	100,09	0,05	Н/Д	3,12	Н/Д	Н/Д
НИКойл	19.03.07	97,79	-1,43	9,9	9,20	2,49	713,77
НОМОС-банк	13.02.07	98,99	-0,64	9,5	9,22	2,39	683,13
Петрокоммерц	09.02.07	99,99	-1,13	9,0	9,00	2,38	628,15
Русский стандарт-05	28.05.05	102,31	3,87	8,5	10,75	2,57	679,07
Сбербанк	24.10.06	98,13	-0,30	Н/Д	2,93	Н/Д	Н/Д
Уралсиб	06.07.06	95,62	1,19	11,3	9,28	1,89	885,28
<b>Нефтегазовый сектор</b>							
Газпром-07	25.04.07	106,59	0,89	6,6	8,56	4,29	374,79
Газпром-09	21.10.09	113,65	2,04	7,4	9,24	4,98	377,75
Газпром-10	27.09.10	100,49	0,11	7,7	7,76	6,01	412,39
Газпром-13	01.03.13	103,06	0,60	9,1	9,34	10,87	501,84
Роснефть	20.11.06	113,64	-0,62	6,7	11,22	2,33	405,46
Сибнефть-07	13.02.07	102,84	-2,70	10,3	11,18	3,64	757,41
Сибнефть-09	15.01.09	103,75	-1,81	9,7	10,36	2,96	639,22
ТНК	06.11.07	110,28	-1,70	7,5	9,97	-	450,73
<b>Телекоммуникационный сектор</b>							
АФК Система-08	14.04.08	101,18	-1,05	9,9	10,13	4,99	670,86
АФК Система-11	28.01.11	97,56	-0,95	9,4	9,10	2,35	553,84
Вымпелком	26.04.05	105,00	-0,49	4,7	9,95	0,53	305,30
МТС-04	21.12.04	103,75	-0,53	4,0	10,55	3,08	264,11
МТС-08	30.01.08	102,95	-0,77	8,8	9,47	4,96	569,80
МТС-10	14.10.10	94,08	-2,19	9,6	8,90	-	581,13
<b>Металлургический сектор</b>							
Евразхолдинг	25.09.06	98,84	-0,88	9,4	8,98	0,71	687,67
ММК-05	18.02.05	103,25	0,49	5,1	9,69	3,74	299,66
ММК-08	21.10.08	95,25	-0,78	9,3	8,40	3,86	597,31
Северсталь-09	24.02.09	92,76	-0,63	10,6	9,30	6,34	718,51
<b>Другие</b>							
Алроса	06.05.08	98,50	-1,50	8,6	8,25	3,43	534,87
Вимм-Билль-Данн	21.05.08	94,00	-1,57	10,4	9,04	1,39	714,64

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

**Индекс РТС: где расположены уровни поддержки?**

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

**Илл. 95. Индекс РТС – основные технические характеристики**

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления	Уровень поддержки	Диапазон 1-31 мая		
		Краткосрочный	Долгосрочный					
РТС	ПОКУПАТЬ	522-545	Нисходящий	Нейтральный	R4 679.35	50% FiboR S1581.42	Линия тренда OP	643.43
	НА ОТКАТЕ		Замедляется	К понижению	R3 654.29	38.2% FiboR S2578.65	52-недельная MA HI	646.66
	РАСЧЕТНЫЙ	700			R2 637.41	26-недельная MA S3573.65	Минимум 11.05.04 LO	573.65
	УРОВЕНЬ				R1 604.16	200-дневная MA S4545.54	50% FiboR CL	581.07

Источник: оценка Альфа-Банка

- Недельные графики на Илл. 96 и Илл. 98 указывают на то, что долгосрочный тренд на РТС сдвигается в сторону понижения, в то время как долгосрочный составной волновой цикл уже находится в фазе роста.
- Возможный прорыв ниже долгосрочной восходящей линии тренда (581) может вызвать дальнейшее понижение индекса до области поддержки между 522 и 545 или даже до основной поддержки 488 в соответствии с наиболее пессимистическим сценарием. Мы рассматривали бы это как хорошую долгосрочную возможность для покупки.
- Мы полагаем, что среднесрочное восстановление котировок вероятно от сильного уровня поддержки 522-545, но не исключаем формирования модели «двойное дно» вблизи 573, за которым может последовать мощное ралли.
- Мы рекомендуем ОТКРЫВАТЬ НОВЫЕ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ НА ОТКАТЕ по 522-545, используя текущую слабость рынка, с техническим расчетным уровнем 700.

**Илл. 96. Индекс РТС - Технические месячные характеристики, по состоянию на 3 июня 2004 г.**



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

**Классический технический анализ**

**Индекс РТС тестирует долгосрочную восходящую линию тренда на уровне 581**

Техническая картинка на Илл. 96 показывает, что долгосрочный тренд на РТС в настоящее время сдвигается в сторону понижения. После завершения формирования модели «бычья западня» в апреле 2004 г. индекс РТС быстро упал до 52-недельной скользящей средней, затем «отскок»



чил» до 26-недельной скользящей средней, после чего последовало новое снижение. 28 мая индекс РТС снова достиг долгосрочной восходящей линии тренда на Илл. 96, текущее значение которой равно 581,42. Прорыв ниже этого уровня поддержки очень вероятен. В этом случае индекс РТС будет тестировать минимум 11 мая на уровне 573,65.

**Однако возможен ложный прорыв вниз и появление модели «медвежья западня»**

Возможный прорыв ниже долгосрочной восходящей линии тренда (581) может вызвать дальнейшее понижение индекса до области поддержки между 522 и 545 или даже до основной поддержки 488 в соответствии с нашим наиболее пессимистическим сценарием. Вероятность возникновения модели «двойное дно» вблизи отметки 573, на наш взгляд мала, но не равна нулю, так как долгосрочный составной волновой цикл (см. Илл. 98) уже находится в фазе роста. В случае «отскока» от уровня 573 и повторного прорыва выше уровня долгосрочной восходящей линии тренда на Илл. 2 мы прогнозируем начало мощного ралли на РТС в направлении к нашей технической цели 700, так как подобная техническая модель должна рассматриваться как «медвежья западня». К дополнительным медвежьим сигналам на Илл. 96 можно отнести кроссинг 7-недельной и 26-недельной скользящих средних линий в сторону понижения, происходящий в настоящий момент.

### **Краткосрочный тренд и циклы**

**Краткосрочный тренд на РТС все еще «медвежий», но теряет силу**

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 97 продолжает понижаться, однако демонстрирует видимое замедление своего падения, так как медленная адаптивная линия тренда уменьшила свой отрицательный наклон. Это указывает на то, что краткосрочный господствующий тренд на РТС хотя и остается нисходящим, но уже замедляется и теряет силу. В тоже самое время, быстрая адаптивная линия тренда миновала свою локальную вершину и падает в тандеме с медленной ATL. Из данной рыночной ситуации мы видим два возможных исхода. В соответствии с нашим первым сценарием быстрая ATL может «отскочить» от медленной ATL и возобновить рост, что привело бы к формированию модели «двойное дно» вблизи 573. Согласно второму сценарию быстрая ATL может сформировать своё локальное дно ниже медленной ATL и ниже ключевой поддержки 573, что сопровождалось бы мощной бычьей дивергенцией относительно краткосрочного составного волнового цикла (CWC) на Илл. 97.

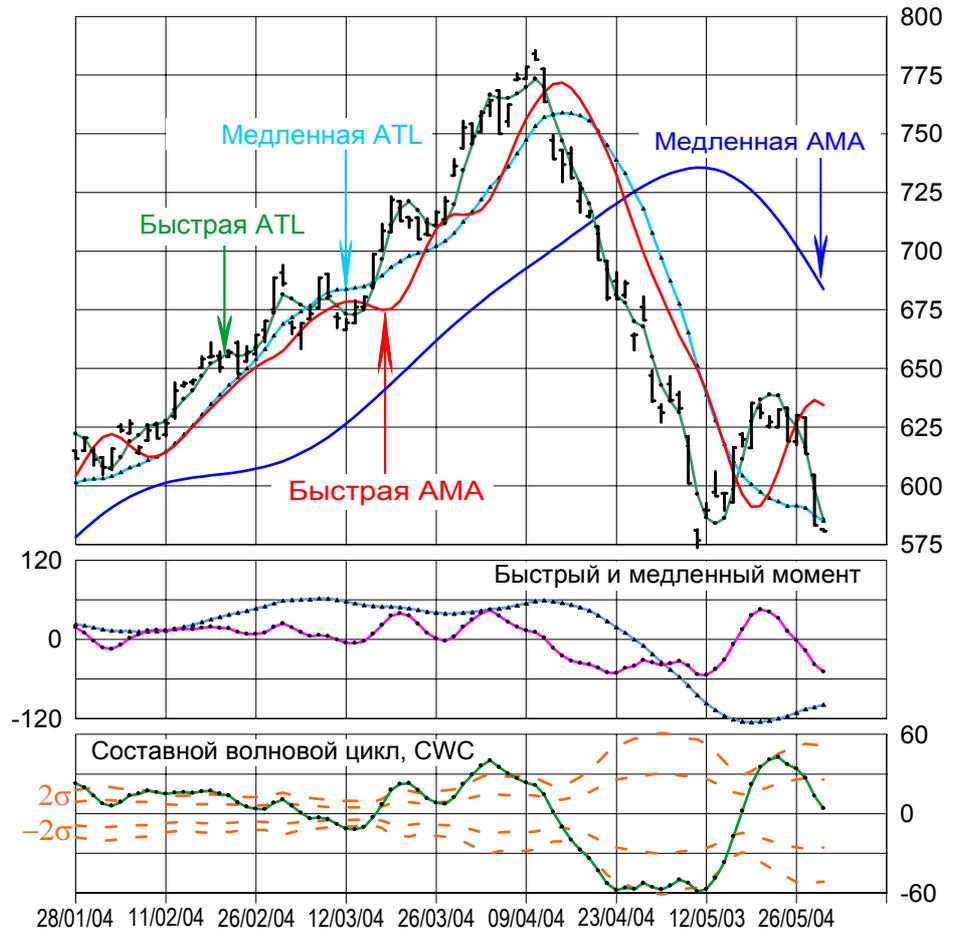
**Медленный момент возобновил рост**

Медленный момент в средней части Илл. 97 пошел свой локальный минимум и возобновил рост несколько дней назад, что подтверждает замедление доминирующей краткосрочной нисходящей тенденции на РТС. Линия быстрого момента все еще понижается, находясь на отрицательной территории, но мы ожидаем, что она пройдет свой локальный минимум в течение нескольких дней.

**Краткосрочный CWC должен возобновить рост от уровня минус «сигма»**

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 97 прошел свой «гребень» в сильно перекупленной области вблизи уровня плюс два «сигма» находится в фазе падения. Мы полагаем, что краткосрочный CWC должен возобновить рост от уровня минус «сигма». Амплитуда краткосрочного составного волнового цикла опять сильно увеличилась, что указывает на большую ожидаемую амплитуду рыночных колебаний в предстоящие дни и недели.

**Илл. 97. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 28 мая 2004 г.**



Источник: оценка Альфа-Банка

**Долгосрочный тренд и циклы**

**Долгосрочный тренд на РТС все еще нейтральный и быстро сдвигается в сторону понижения**

Долгосрочный тренд на РТС продолжает быть нейтральным, но быстро смещается в сторону понижения, так как медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 98 в настоящее время быстро понижается, оставаясь выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Быстрая адаптивная линия тренда (ATL) прошла свой локальный минимум две недели, затем немного подросла, а сейчас направлена вбок. Однако есть неплохой шанс возобновления ее падения, так как текущее значение индекса РТС лежит ниже этой линии (см. Илл. 98).

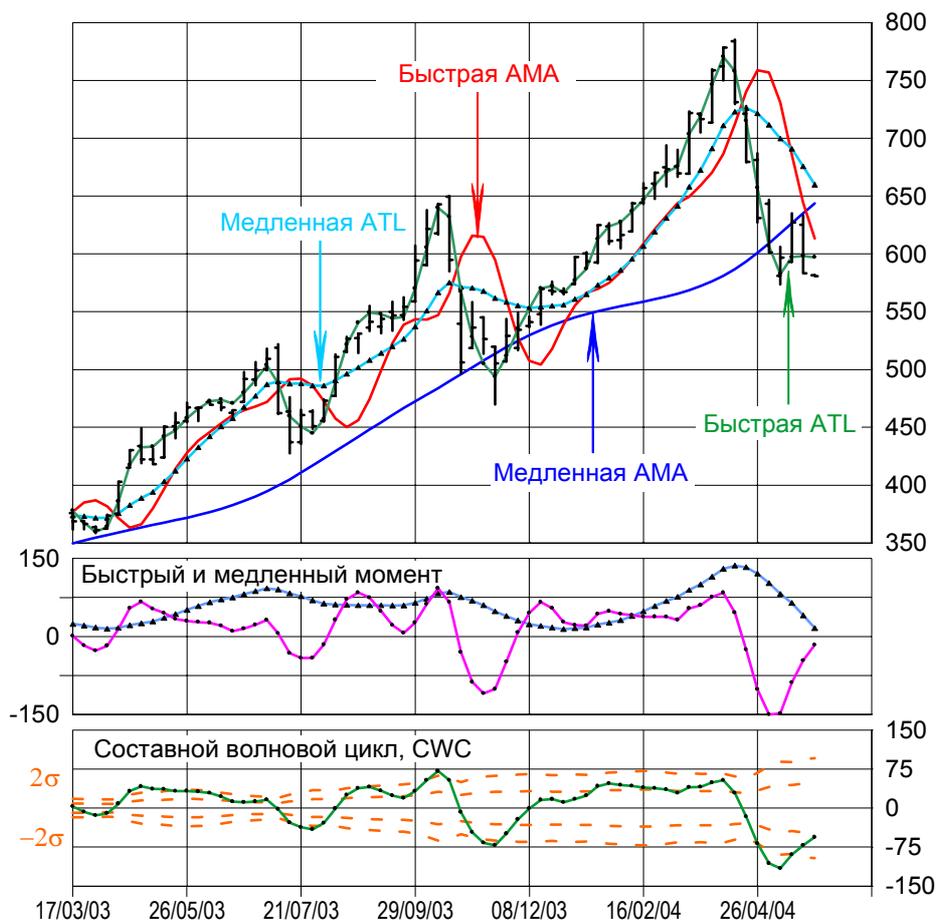
**Индикатор быстрого момента возобновил фазу роста**

Индикатор медленного момента в средней части Илл. 98 продолжает понижаться в области положительных значений, в то время как индикатор быстрого момента уже миновал свой локальный минимум и растет, оставаясь на негативной территории. Такая уникальная комбинация индикаторов моментов в сочетании с растущей медленной адаптивной скользящей средней может привести в результате к новой среднесрочной фазе восстановления рынка через 2-3 недели.

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

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) уже прошел свое «дно» слегка ниже уровня минус два «сигма» и возобновил рост. Мы оцениваем потенциал роста за счет долгосрочного CWC в 150 базисных пунктов. Однако этот потенциал может быть значительно нивелирован благодаря понижающейся трендовой компоненте (медленная ATL).

**Илл. 98. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 28 мая 2004 г.**



Источник: оценка Альфа-Банка

### Уровни поддержки и сопротивления

**Уровень основной поддержки на РТС равен 488**

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС даны на Илл. 95 и Илл. 96. Уровень основной поддержки сейчас расположен вблизи 488. Другая важная область поддержки расположена между 522 и 545. В качестве ключевой поддержки выступает минимум 11 мая 2004 г. вблизи 573.

### Потенциал роста и падения

Учитывая состояние фондового рынка, мы делаем следующие выводы:

**Наиболее вероятный сценарий на июнь предполагает начало восстановления рынка от уровня 522-542**

1. Недельные графики на Илл. 96 и Илл. 98 указывают на то, что долгосрочный тренд (медленная АТЛ) на РТС сдвигается в сторону понижения, в то время как долгосрочный составной волновой цикл (CWC) уже находится в фазе роста.
2. Возможный прорыв ниже долгосрочной восходящей линии тренда (581) на Илл. 98 может послужить триггером для дальнейшего понижения индекса РТС до области поддержки, расположенной между отметками 522 и 545, или даже до основной поддержки 488 в соответствии с нашим наиболее пессимистическим сценарием. Мы рассматривали бы это как хорошую долгосрочную возможность для покупки.
3. Мы полагаем, что среднесрочное восстановление рынка наиболее вероятно от сильного уровня поддержки 522-545, но не исключаем



**Мы рекомендуем  
ПОКУПАТЬ НА ОТКАТЕ  
по 522-545**

формирования модели «двойное дно» вблизи 573, за которым может последовать мощное ралли.

4. Мы рекомендуем ОТКРЫВАТЬ НОВЫЕ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ НА ОТКАТЕ по 522-545 с предварительным техническим расчетным уровнем 700.



**Эта страница специально оставлена пустой**

**Эта страница специально оставлена пустой**

# Информация

## Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций  
Телефон/Факс

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

### Аналитический отдел

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

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

Кристофер Уифер

Метью Томас, Анна Бутенко  
Наталья Орлова  
Андрей Богданов, Светлана Суханова  
Максим Матвеев CFA, Павел Соколов,  
Наталья Шевелёва,  
Александр Свинов

Потребительские товары

Государственные ценные бумаги

Валентина Крылова, Екатерина Леонова,  
Никита Гусаков  
Владимир Кравчук  
Ангелика Генкель, к.э.н.

Технический анализ  
Аналитическая поддержка российских  
клиентов  
Переводчик

Ринат Гайнуллин

### Торговые операции и продажи

Телефон  
Продажи иностранным клиентам

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

Кирилл Суриков  
Александр Захаров

Продажи российским клиентам

Олег Мартыненко  
Александр Насонов  
Константин Шапшаров  
Армен Петергов, Алексей Гурьянов,  
Тамара Заречнева  
Проспект Академика Сахарова, 12  
Москва Россия 107078

Рынки капиталов/Структурированные  
продукты  
Адрес

## Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс

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

### Продажи

Максим Шашенков, Стив Доунер,  
Питер Бобрински  
City Tower, 40 Basinghall Street  
London, EC2V 5DE

Адрес

## Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс  
Продажи, торговые операции  
Продажи  
Адрес

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

Николас Бич  
Майкл Каппан  
540 Madison Avenue, 30th Floor  
New York, NY 10022

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

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

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