



Май: В ожидании вестей с Востока

7 мая 2004 г.

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Снижение курса рубля ведет к сокращению ликвидности

- **Цены акций упали на 19% по сравнению с пиком рынка, зафиксированным 12 апреля.** Нынешняя коррекция по форме и глубине похожа на две предыдущие коррекции прошлого года, за которыми всякий раз следовало бурное ралли с ростом цен до новых рекордных высот. На этот раз темпы восстановления цен будут, по-видимому, не такими быстрыми: нет ясности в отношении исхода дела Юкоса-Сибнефти, возможного пересмотра стоимости активов на момент их приватизации и использования т.н. схем уклонения от уплаты налогов. Особенно беспокоит инвесторов резкие негативные последствия возможного повышения процентных ставок в США для всех развивающихся рынков мира, а также снижения цен на сырьевые товары в результате опять-таки возможного замедления темпов роста экономики Китая.
- **В майский портфель мы рекомендуем включить акции Газпрома, Сбербанка и ряда телекоммуникационных компаний.** Эти компании считаются менее рисковыми с политической точки зрения: они не имеют прямого отношения к приватизации, и их не обвиняют в уклонении от уплаты налогов. В то же время в последнее время цены российских суверенных обязательств отставали от динамики мирового рынка облигаций из-за внутрироссийских проблем и использования их инвесторами как наиболее удобного инструмента для выхода «в деньги» (из-за относительно более высокой ликвидности). На данный момент облигации уже выглядят перепроданными, и поэтому можно предположить, что ралли на рынке акций начнется именно с приходом денег с рынка суверенных облигаций.
- **Рост курса доллара и процентных ставок в США выталкивает капитал из России; на конец года мы прогнозируем обменный курс на уровне 30 рублей за доллар.** Рост курса доллара и ожидающееся повышение процентных ставок в США побуждают российские компании к изменению их валютных позиций. Несколько месяцев назад многие ожидали, что первое увеличение банковских ставок в США произойдет лишь в 2005 г., сегодня же велики шансы, что ставки могут быть подняты уже этим летом. В результате мы теперь ожидаем, что снижение курса рубля станет тенденцией, и поэтому на конец года прогнозируем обменный курс на уровне 30 рублей за доллар.
- **Стагнация резервов ЦБ из-за увеличения оттока капитала из России приведет к сокращению ликвидности во второй половине 2004 г.** Стагнация резервов ЦБР, ставшая результатом сокращения притока капиталов в Россию, означает, что в ближайшие месяцы в России начнет ощущаться нехватка ликвидности. Мы не думаем, что повышение ставок нанесет ущерб российским компаниям. Нас больше беспокоят возможные негативные последствия для банковского и финансового секторов. В частности, снижение ликвидности может негативно отразиться на акциях компаний «второго эшелона», интерес к которым проявляют, в первую очередь, российские инвесторы.

Портфельные рекомендации*

Газпром внутр.	Потенциал роста 62%. «Политически» малорисковая бумага. Либерализация рынка акций и реформирование рынка газа неизбежны.
ОМЗ	Потенциал роста 48%. Отрасли обрабатывающей промышленности, в которых работает компания, являются приоритетными для правительства
Северсталь	Потенциал роста 61%. Меньше подвержена колебаниям цен на металлы, чем Норильский Никель.
Мегионнефтегаз	Потенциал роста до справедливой стоимости 53%. Хорошая возможность «сыграть» на консолидации активов и росте их стоимости.
Уралсвязьинформ	Самая крупная из МРК. Потенциал роста 24%, прогнозы по прибыли могут быть повышены.
МТС	Бумаги ВымпелКома дешевле, но у него в последнее время возникли проблемы, поэтому в краткосрочной перспективе акции МТС могут быть выгоднее.
ВымпелКом	Мы ожидаем, что нынешние противоречия органами регулирования будут благополучно разрешены. Потенциал роста до справедливой стоимости 37%, прогнозы по прибыли могут быть повышены.
Сбербанк	В краткосрочной перспективе сильно зависит от роста доходностей на рынке облигаций, но с точки зрения более отдаленной перспективы может играть важную роль в отечественной экономике.
Трубные заводы	ЧТПЗ (потенциал роста 71%) и Выксунский метзавод (35%).

Прим.: * временной горизонт – 3-6 месяцев

Последние публикации

Российские акции: инвесторам надоело жить в тревожном ожидании <i>Крис Уицфер</i>	30 апреля 2004 г.
Региональные телекомы: в поисках скрытой стоимости <i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	23 апреля 2004 г.
Калина: Ставка на рост рынка <i>Александр Свинов</i>	12 апреля 2004 г.
Северсталь: в 2004 г. рентабельность будет еще выше <i>Максим Матвеев, CFA</i>	8 апреля 2004 г.
МТС в 4 кв. 2003 г.: тенденция к стабилизации нормы EBITDA <i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	5 апреля 2004 г.
Иностранные инвестиции – главное условие реформ <i>Наталья Орлова</i>	31 марта 2004 г.
Отчет ВымпелКома за 4-й кв. 2003 г.: Высокая норма EBITDA компенсирует потери от 13%-ного снижения ARPU <i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	26 марта 2004 г.
Прогноз по дивидендам за 2003 год <i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	26 марта 2004 г.
ВымпелКом в 4 кв. 2003: ожидается снижение ARPU на 11% <i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	24 марта 2004 г.
Обзор привлекательности инвестиций <i>Крис Уицфер</i>	18 марта 2004 г.
Мотивы для инвестиций: пришло время действовать <i>Крис Уицфер</i>	15 марта 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
Снижение курса рубля ведет к сокращению ликвидности.....	6
Валютный рынок обозначил сдвиг тренда.....	6
Сокращение ликвидности уже привело к повышению ставок.....	7
Динамика и оценка акций.....	9
Графики.....	12
Календарь событий.....	14
Экономика и политика.....	15
Новости компаний и отраслей.....	17
Нефть и газ.....	17
Энергетика.....	26
Телекомы.....	29
Металлургия.....	35
Машиностроение.....	38
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	40
Банковский сектор.....	43
Рынок облигаций.....	45
Индекс РТС: восстановление вероятно от 600-625.....	48

Комментарии по рынку

Кристофер Уифер, (7095) 970-5081

За последние 9 месяцев это уже третья серьезная коррекция на рынке акций

Инвесторы на рынке акций зачастую приравнивают операционные риски к суверенному риску

Возобновление роста цен акций будет сдерживаться возможным повышением ставок в США и замедлением роста экономики Китая

За последние 9 месяцев на рынке акций было уже две резкие коррекции, движимых повышением потенциального риска из-за событий, связанных с Юкосом.

Со 2 по 17 июля 2003 г. после сообщения об аресте Платона Лебедева индекс РТС потерял 21,6%. В течение следующих 3 месяцев акции подорожали на 50,4%. Затем с 20 октября по 19 ноября акции снова упали на 25,3%. На этот раз это было связано с арестом Михаила Ходорковского. Через 4 месяца акции подорожали на 62,6%.

Нынешнее падение на рынке акций началось 13 апреля – на сегодняшний день акции потеряли в цене 18%.

Причина вполне очевидна: несоответствие между низким уровнем суверенного риска и высоким уровнем риска по акциям отдельных компаний. В результате инвесторы склонны игнорировать операционные риски и уповать исключительно на улучшение общей ситуации в экономике, особенно когда их не беспокоят плохими новостями. Когда же приходит плохая новость (а это неизбежно, пока остаются нерешенными проблемы с Юкосом и Менатепом), на рынке начинается сильная коррекция. В подобной ситуации падение рынка усиливается необходимостью исполнять депозитные требования и может и зачастую продолжаться до тех пор, пока рынок не скажет: «достаточно» (трейдеры обычно считают «достаточным» 20-25%-ное падение) или не выйдут какие-либо официальные данные о росте экономики. Затем все повторяется снова.

Нынешняя коррекция происходит на фоне ожиданий неизбежного роста процентных ставок на американском рынке, за которым обычно следует замедление притока денежных средств на развивающиеся рынки, что, в свою очередь, вызывает затяжную (в несколько месяцев) коррекцию цен на финансовые активы стран этого региона. Возобновления роста после нынешней коррекции будет происходить медленнее, чем в случае двух предыдущих коррекций (2003 г.).

Илл. 1. Российский рынок акций: Три шага вперед – один назад



Источник: DataStream

30 апреля: РТС закрылся на отметке 631,1

Тактическая рекомендация: Потенциал роста небольшой, но цены почти у «дна»

Рынок, вероятно, опустится еще ниже, а затем начнет медленно подниматься

Мы полагаем, что в течение следующих трех месяцев следует ожидать усиления волатильности цен. Инвесторы, по-видимому, будут действовать более осторожно, ожидая прояснения ситуации по ряду проблем (см. ниже).

События, от которых будет зависеть, насколько осторожными будут действия инвесторов, и которые, в случае их «учета» в ценах акций или изменения могут заставить нас пересмотреть рекомендации в отношении тактики действий на рынке:

1. Влияние ожидающегося повышения процентных ставок в США на объем притока денежных средств в паевые фонды, инвестирующие в акции развивающихся рынков
2. Влияние объявленного правительством курса на ослабление курса рубля на уровень ликвидности российского рынка
3. Размер чистого притока капитала в Россию как показатель солидарности бизнеса и инвесторов со стремлением правительства ускорить темпы роста экономики
4. Динамика цен на нефть в условиях, когда от ОПЕК все настойчивее требуют сократить среднюю цену, а экспорт из Ирака становится все более проблематичным
5. Четкая декларация основных целей экономической политики КНР на 2005 г.
6. Урегулирование ситуации с Юкосом, Сибнефтью и Менатепом
7. Очередные шаги по либерализации рынка акций Газпрома
8. Условия реструктуризации электроэнергетики
9. Дальнейшие планы правительства по реструктуризации российской экономики.

Стратегическая рекомендация: Как и прежде, расчет на рост рынка

Справедливая стоимость рынка соответствует 772 пунктам индекса РТС

Мы полагаем, что наши модели реалистично отражают уровень прибыли и рисков по конкретным компаниям. Как только перечисленные выше проблемы будут разрешены, на рынке акций (РТС) снова начнется постепенный рост до уровня справедливой стоимости (772 пункта).

Но из-за высоких цен на нефть в оценках возможного роста рынка возникают деформации

С другой стороны, в настоящее время акции большинства российских компаний торгуются ниже уровня их справедливой стоимости, и если мы абстрагируемся от влияния на них высоких цен на нефть (нефть играет доминирующую роль и в экономике, и на фондовом рынке) и сравним полученный уровень «базового» роста со стоимостными коэффициентами, применяемыми для акций ненефтяных компаний, то увидим, что в настоящее время российские акции в целом торгуются на уровне, сопоставимом с другими развивающимися рынками.

Основные положения

Бывало, что коррекция на рынке происходила и без Юкоса

Обозначившаяся ориентация на повышение процентных ставок в США позволила российскому правительству воспользоваться благоприятным моментом, чтобы объявить о намерении ослабить рубль. Такие заявления будут способствовать снижению биржевых курсов акций в самое ближайшее время и в среднесрочной перспективе. Более того, такая модель рыночной конъюнктуры укладывается в стереотип поведения инвесторов, уже наблюдавшийся ранее: рост цен в течение целого квартала сменяется периодом незначительной фиксации прибыли и консолидации (причем это происходило даже тогда, когда не было крупных негативных событий, которые обычно приводят к падению рынка).

Важно, что все долгосрочные факторы остаются в силе

Хотя с точки зрения тактики, отмеченные выше тенденции на мировом и российском валютном рынках свидетельствуют о том, что в следующие три месяца инвесторы будут проявлять повышенную осторожность на рынке акций, в более отдаленной перспективе ситуацию на рынке будет определяться следующими главными факторами:



- довольно высокий уровень средней цены на нефть (мы полагаем, \$28 за баррель Brent по итогам 2004 г., что означает снижение нормализованной средней до \$22, начиная с 2007 г.);
- уверенность инвесторов в том, что правительству удастся быстро начать реформы в экономике, которые будут стимулировать рост в несырьевых отраслях;
- отсутствие негативных новостей в компаниях, а также других событий, которые могли бы повысить уровень риска инвестиций в акции;
- чрезмерное увеличение объема денежных средств на рынке в условиях практически не изменяющегося и к тому же ограниченного набора объектов для инвестирования.

Есть условия для роста акций до уровня справедливой стоимости во 2-й половине этого года

Государство может активизировать расследования в отношении крупных нефтяных компаний

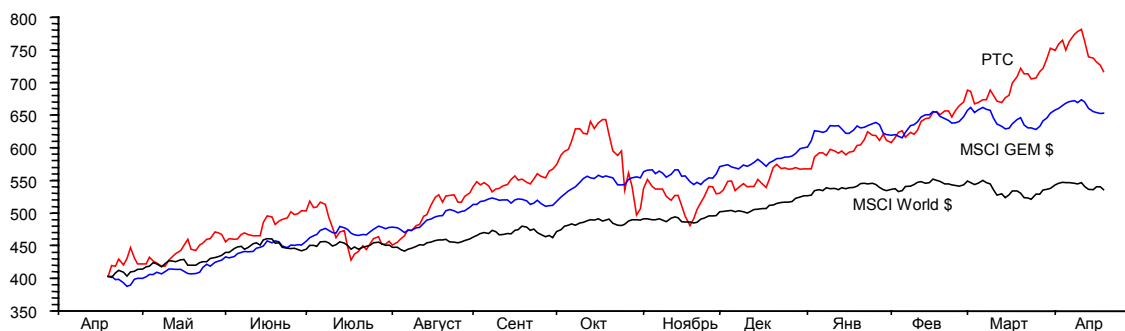
Инвесторы будут переключаться в акции, которые имеют значительный потенциал роста стоимости и политически менее уязвимы

Если исходить из того, что указанные выше факторы продолжают действовать, то логично предположить, что как только обозначится эффект от повышения процентных ставок и завершится последовавшая за этим коррекция, рынок начнет возвращаться на уровень справедливой стоимости (так было уже не раз).

Полагая, что в наших моделях заложены реалистичные оценки суверенного и операционного риска, с которым сопряжено инвестирование в российские акции, мы, тем не менее, не принимали в расчет возможность распространения действий правительства на другие (помимо уже начатых расследований) крупные нефтяные компании (предъявленные Юкосу обвинения в неуплате налогов на сумму \$3,5 млрд и на сумму свыше \$1 млрд – Сибнефти) и ограничились предположением, что налоговая нагрузка на нефтяные компании в целом будет постепенно расти.

По мере проведения этих и других (в частности в отношении Менатеп) расследований событийный риск, конечно же, будет приниматься в первую очередь, а долгосрочные макроэкономические показатели – во вторую, и уровень цен акций в целом будет ниже, а волатильность рынка выше. Этот событийный риск сосредоточен главным образом в нефтяном секторе, и поэтому можно предположить, что инвесторы будут продолжать переключаться в политически менее рискованные бумаги, среди которых и в силу политических причин и по потенциалу роста стоимости несомненным фаворитом является **Газпром**.

Илл. 2. Динамика индекса РТС, развивающихся рынков и мирового рынка акций в целом (за последние 12 мес.)



Источник: DataStream

Примечание: Более подробно об оценке стоимости компаний и методологии анализа см. отчет за 30 апреля «Российские акции: инвесторам надоело жить в тревожном ожидании».



Снижение курса рубля ведет к сокращению ликвидности

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

- Рост курса доллара и процентных ставок в США выталкивает капитал из России; к 2005 г. ожидается обменный курс 30 руб/\$
- Стагнация резервов ЦБ из-за увеличения оттока капитала из России ведет к сокращению ликвидности во 2-м полугодии 2004 г.
- Ожидаемый рост процентных ставок негативно скажется на банках, а также на акциях, интерес к которым традиционно проявляют российские инвесторы

Валютный рынок обозначил сдвиг тренда

Несмотря на высокие нефтяные цены, курс рубля начал падать

Рост курса доллара спровоцировал игру на понижение курса рубля...

...так как ЦБР дал понять, что он предпочитает слабый рубль

В 2003 г. рублевые депозиты в России давали доходность выше 20% в долларовом выражении (тогда как в мире доходность была 6-7%), и это привлекало капитал

Теперь в ожидании ослабления рубля компании и банки увеличивают запасы долларов

Хотя сегодня цена нефти сорта Brent на 10% выше, чем в начале 2003 г., обменный курс рубля перестал расти с февраля, а в апреле снизился на 2%. Разворот тренда валютного курса отражает изменение в характере притока капиталов в Россию.

Важным фактором, влияющим на настроение рынка, стало глобальное усиление доллара и ослабление евро. Хотя повышение курса доллара не привело немедленно к ослаблению рубля, оно заставило банки закрыть свои короткие позиции на валютном рынке.

Ослаблению рубля содействует инициатива ЦБР по исчислению корзины валют. В начале апреля представители ЦБР объявили, что будет введен валютный индекс, который отражал бы динамику рубля по сравнению с курсом \$/€. Они предложили создать и новый финансовый инструмент – с большей волатильностью, чем курс рубль/\$, но с гораздо меньшей волатильностью, чем курс рубль/€. Представители ЦБР не упомянули о намерении ориентироваться на валютную корзину, и мы не думаем, что это произойдет, пока на евро приходится 10% всех транзакций в России.

ЦБР, безусловно, примет во внимание растущее проникновение евро в российскую экономику, что приведет к снижению его роли в операциях обмена: рубль/\$. Кроме того, ЦБР посылает ясный сигнал о том, что он предпочитает слабый рубль. Эта логика настроила рынок на дальнейшее снижение курса рубля.

Спекулятивный настрой рынка нашел поддержку в изменении тренда движения российских капиталов. В 2003 г. отечественный и иностранный капитал активно шел в Россию благодаря тому, что между курсом рубля и доллара в стране сложился широкий спрэд, который не успевал быстро реагировать на изменение валютных трендов, и в который все еще был заложен «дешевающий» рубль. Большое значение потенциальных выгод видно из простого сравнения ставок по депозитам: если иностранные заимствования стоили российским компаниям 6-7%, то отечественные депозиты в долларах давали доходность 8%. Т.о., платежи по рублевым депозитам составляли 14%, а в долларовом выражении – свыше 20%. В этом – главная причина, по которой чистый отток капитала сократился с \$8,1 млрд в 2002 г. до \$3 млрд в 2003 г.

Снижение отечественных процентных ставок и сужение спреда между зарубежной и российской доходностью заставило некоторые компании и банки пересмотреть позиции. В 1-м кв. 2004 г. российские банки начали сокращать рублевые резервы, а компании вынуждены были в ожидании девальвации вернуться к прежним уровням иностранных заимствований. Население же продолжает менять доллары на рубли, и в 1-м кв. 2004 г.



продало \$3,5 млрд. Мы ожидаем, что поведение изменится в текущем месяце, когда курс рубля начнет снижаться в номинальном выражении. Это приведет к дополнительному давлению на резервы ЦБР и станет негативным сигналом для рынков. Поэтому нас не удивит, если в 2004 г. в Росси произойдет чистый отток капитала.

Илл. 3. Основные статьи платежного баланса, поквартально, 2004 г. против 2003 г., \$ млрд

	1Кв.03	2Кв.03	3Кв.03	4Кв.03	1Кв.04
Банковский сектор, пассивы	0,6	2,7	1,9	6	1
Банковский сектор, активы	0,2	0,6	-4,2	2,4	-2,8
Корпоративный сектор, пассивы	3,2	3	4,7	4,2	2,7
Корпоративный сектор, активы	-0,9	-1,5	-1,1	-1,1	-2,2
Доля валютной наличности в активах	0,8	3,1	1,1	1,6	3,5

Примечание: «+» указывает на снижение активов и увеличение пассивов, «-» указывает на увеличение активов и снижение пассивов; Источник: ЦБР

Рост процентных ставок в США будет означать сокращение притока капиталов в Россию

Теперь ожидание роста процентных ставок в США побуждает российские компании к изменению их валютных позиций. Несколько месяцев назад очень многие ожидали, что первое увеличение банковских ставок в США произойдет лишь в 2005 г., сегодня же велики шансы, что ставки могут быть слегка подняты этим летом. Для российских компаний повышение мировых процентных ставок сделает иностранные заимствования менее привлекательными, а зарубежные счета – более доходными.

На конец года мы даем прогноз обменного курса: 30 руб/\$

Коротко говоря, теперь мы ожидаем, что снижение курса рубля станет тенденцией, и поэтому на конец года прогнозируем новый обменный курс: 30 руб/\$.

Сокращение ликвидности уже привело к повышению ставок

Стагнация резервов ЦБР, вызванная сокращением притока капиталов в Россию, будет иметь серьезные последствия для финансовых рынков.

Если резервы ЦБР не вырастут, то Россию ожидает нехватка ликвидности

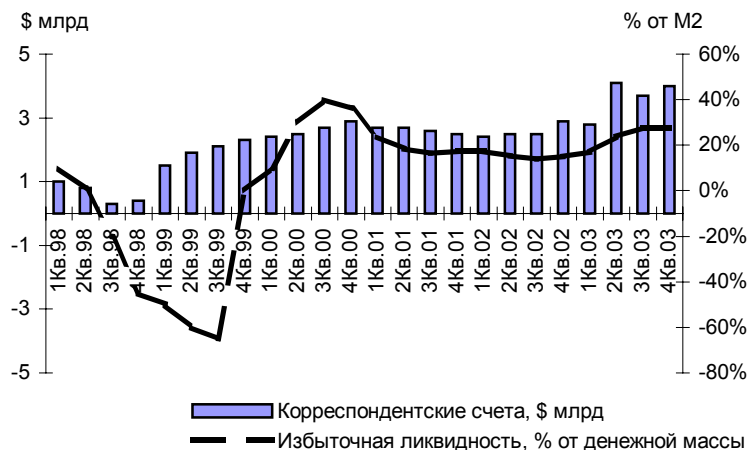
Первая проблема возникает в сфере ликвидности. Главным каналом ее притока в банковскую систему остается ЦБР (его печатный станок), так как межбанковский рынок развит слабо. Недавние расследования по делу Юкос/Менатеп препятствует активному развитию рынка, поскольку теперь банки должны быть более осторожны при выборе контрагентов. Мы не ожидаем, что денежный мультипликатор увеличится с нынешнего уровня 3х (по сравнению с уровнем 8-10х в развитых странах).

Половина роста денежной массы не была абсорбирована в 2003 г., что привело к инфляции активов

В 2003 г. Россия пережила избыток ликвидности, который обернулся быстрым ростом цен на недвижимость и другие активы. По нашим оценкам, половина роста денежной массы не была абсорбирована, что привело к инфляции активов.



Илл. 4. Избыточная ликвидность – и динамика корреспондентских счетов



Источник: ЦБР

В случае стагнации резервов ЦБР объем ликвидности резко сократится

Стагнация резервов ЦБР означает, что в ближайшие месяцы в России начнет ощущаться нехватка ликвидности. Проблема может усугубиться в силу нескольких факторов:

- **Введение Центробанком нового валютного регулирования**, по которому компании получают право открывать счета в иностранных банках, что может вызвать уменьшение отечественной ликвидности.
- **Продолжающееся давление на Юкос** (и рост налогов на нефтяной сектор) может затруднить процесс репатриации капиталов в Россию.

Низкая ликвидность уже привела к росту ставок «overnight»,...

Некоторые признаки уже налицо – в конце апреля ставки «overnight» выросли на 20%, тогда как с начала 2003 г. они колебались в диапазоне 1-3%. С лагом нескольких месяцев это приведет к общему росту ставок во всей экономике.

...но повышение ставок не повредит предприятиям

Впрочем, мы не думаем, что повышение ставок нанесет российским компаниям ущерб. Во-первых, их рычаг заемных средств пока невелик, и иностранная задолженность корпораций составляет лишь 12% ВВП. Во-вторых, свыше половины капвложений финансируются из собственных средств предприятий.

Высокие ставки очень негативно скажутся на банках, так как их прибыли сократятся

В то же время мы обеспокоены состоянием российских банков. Хотя им придется ради привлечения клиентов увеличить ставки по депозитам, конкуренция на рынке кредитов не позволит добиться роста доходности. Т.о., во 2-м полугодии 2004 г. и в 2005 г. сокращение валютного рынка продолжится.

Низкая ликвидность негативно скажется на акциях, интерес к которым проявляют российские инвесторы

Сокращение ликвидности негативно скажется и на финансовых рынках. Хотя держатели российских капиталов дают 30-40% суммарного оборота фондового рынка, они по-прежнему играют важную роль по отношению к отдельным ценным бумагам, например, РАО ЕЭС и компаний второго эшелона. Т.о., их динамика в дальнейшем может оказаться не столь впечатляющей.



Динамика и оценка акций

Илл. 5. Динамика АДР, с начала месяца, на 29 апреля 2004 г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
Нефть и Газ									
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	31,9	-15,7	23,0	39,7	13,5	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	114,4	-7,8	22,7	133,0	55,3	
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	32,0	-15,8	13,3	38,0	19,5	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	34,1	-10,7	15,2	40,0	18,0	
Татнефть	2	20 в 1	25,0	27,7	-0,6	21,3	30,2	17,2	
Юкос	1	4 в 1	20,0	47,0	-21,7	7,4	68,5	37,5	
Энергетика									
Иркутскэнерго	1	50 в 1	н/д	10,8	4,9	95,5	12,3	3,4	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	57,2	6,7	26,3	59,5	26,8	
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	8,2	1,9	26,2	9,3	5,3	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	30,3	-3,8	12,0	35,5	14,8	
Телекоммуникации									
ВымпелКом	3	3 в 4	40,0	97,6	-6,1	32,8	109,2	39,0	
Голден Телеком	3	1 в 1	14,0	31,3	-8,2	12,2	37,5	15,8	
МТС	3	20 в 1	22,0	119,5	-9,1	44,3	141,2	45,9	
МГТС	1	1 в 10	н/д	14,3	1,7	50,0	13,0	5,5	
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	6,0	-5,7	25,0	6,1	2,8	
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	13,8	-7,7	9,8	15,9	8,4	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	н/д	8,2	3,6	14,2	7,7	2,7	
ЮжТелеком	1	1 в 2	н/д	4,8	-9,1	0,0	5,3	2,7	
Прочие сектора									
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	69,3	-10,1	3,0	84,0	22,6	
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	8,8	2,1	8,2	8,4	4,6	
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,4	-4,3	-0,3	3,8	2,5	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	18,0	-7,4	5,9	22,8	15,5	
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	8,8	6,5	15,6	8,3	3,0	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 6. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 29 апреля 2004 г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2003П	2004П	2003П	2004П			
Нефть и Газ														
Газпром	2,078	-7	52	1,572	0,722	103,7	49 192	8,6	7,2	5,1	4,4	3,370	62	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	29	-7	19	33,15	16,62	8,1	23 941	6,4	8,7	6,1	5,7	32,7	13	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	3,27	-13	17	3,78	1,975	0,2	15 504	6,6	7,9	6,7	6,0	3,56	9	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,685	-10	11	0,789	0,364	2,3	27 792	14,1	15,7	4,3	4,1	0,72	5	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1,379	1	20	1,490	0,866	0,3	3 120	5,9	7,2	4,3	4,6	1,55	12	ДЕРЖАТЬ
Юкос	11,8	-22	6	15,97	9,51	3,6	31 866	4,7	5,2	4,0	3,6	15	27	ПОКУПАТЬ
Petrobras	32,4	-3	12	34,8	17,2	11,2	33 667	5,8	6,2	3,6	3,7			
PetroChina	0,4	-11	-21	0,6	0,2	74,7	78 905	9,3	9,7	4,9	4,7			
Sinorec	0,3	-12	-24	0,5	0,2	49,1	49 293	11,2	9,4	7,8	7,1			
Среднее								8,5	8,4	5,4	5,2			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,218	1	85	0,245	0,083	0,2	1 037	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,900	20	26	0,900	0,350	0,0	689	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,083	2	21	0,092	0,055	0,6	2 355	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,300	-5	3	0,354	0,151	8,7	12 313	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
МГТС	15,0	3	15	15,0	7,0	0,0	1 341	22,9	20,6	5,9	5,4	14,0	-7	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	13,6	0	10	16,3	7,2	3,5	7 330	15,5	10,6	4,5	4,0			
Tele Norte Leste	11,8	2	-3	14,3	7,1	3,6	4 946	Н/Д	Н/Д	6,3	5,8			
Среднее								15,5	10,6	5,4	4,9			
Ростелеком	2,310	-6	9	2,640	1,415	1,6	2 083	33,5	22,9	4,3	4,0	2,50	8	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,52	20	48	0,54	0,18	5,7	2 656	20,1	15,1	6,4	5,0			
Embratel	4,82	5	-3	5,65	1,71	3,9	1 234	Н/Д	Н/Д	3,9	3,6			
Среднее								20,1	15,1	5,2	4,3			
ВымпелКом	93,7	-6	33	109,2	39,0	45,7	5 036	21,5	11,8	11,2	7,1	31,0	36,7	ПОКУПАТЬ
МТС	111,9	-9	44	141,2	45,9	42,7	11 153	21,6	11,7	8,3	5,9	149,0	33	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	21,211	12	51	24,260	7,890	8,2	1 631	15,5	12,5	5,9	5,1			
Mobinil	22,0	7	16	24,0	11,0	0,0	2 220	20,0	20,2	10,0	8,6			
Среднее								20,0	16,4	8,0	8,6			
Голден Телеком	30,4	-8	12	37,5	15,8	4,5	1 088	19,6	14,3	9,3	5,9	36,0	18	ДЕРЖАТЬ
Netia	1,4	2	2	1,6	0,9	1,7	349	Н/Д	Н/Д	Н/Д	5,6			
Металлургия														
Норильский Никель	63,8	-15	-7	81,1	23,4	5,4	13 647	14,5	7,8	6,2	4,5	91,0	43	ПОКУПАТЬ
Amplats	35,4	-12	-16	54,1	27,8	1223,9	7 624	25,3	13,6	12,4	8,9			
Inco	29,2	-3	-22	39,3	17,9	39,9	5 413	49,5	7,2	12,9	3,9			
Implats	67,6	-9	-19	92,2	50,4	2473,7	4 505	9,2	12,4	6,0	6,9			
Среднее								28,0	11,0	12,6	6,4			
Северсталь	155,0	-22	27	198,0	60,0	0,2	3 421	6,8	4,0	3,8	2,4	250,0	61	ПОКУПАТЬ
China Steel	0,9	-9	10	1,1	0,6	67,4	8 771	7,8	6,7	5,8	5,7			
POSCO	125,6	-9	-10	154,7	84,7	50,6	11 177	6,0	5,8	3,1	3,1			
Среднее								6,9	6,3	4,5	4,4			
Продукты														
Балтика	14,2	1	25	14,9	11,3	0,0	1 664	11,6	9,8	6,7	5,7	14,4	1	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	8,3	6	16	8,3	3,0	0,0	901	9,5	5,4	10,1	7,6	8,9	8	ПОКУПАТЬ
Вимм-Билль-Данн	16,7	-7,4	5,9	22,8	15,5	1,1	734,8	20,6	34,8	9,5	10,1	17,5	5	ДЕРЖАТЬ
Okocim	5,9	-6	-6	6,6	3,1	0,0	168	Н/Д	Н/Д	10,2	Н/Д			
Grupo Modelo-C	2,6	-4	9	2,8	2,0	1,3	8 437	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д			
Среднее								Н/Д	Н/Д	10,2	Н/Д			
Торговля														
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	3,4	-30	-23	5,3	3,1	0,1	289	16,5	15,3	12,6	10,8			
Matahari Putra Prima	81,0	22	33	86,8	49,2	2,4	219	16,4	16,5	6,2	5,0			
Среднее								16,5	15,9	9,4	7,9			
Машиностроение														
ОМЗ	9,2	-1	1	10,5	5,7	0,1	325	22,7	21,6	8,3	7,8	13,6	48	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	22,9	-15	-29	37,5	18,9	10,0	1 737	8,6	5,8	6,6	6,9			
Atlas Copco	32,3	4	1	34,2	23,8	51,1	8 411	22,0	17,6	8,5	7,7			
Среднее								22,0	11,7	7,5	7,3			

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



Илл. 7. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 29 апреля 2004 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	MCap млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2003П	2004П	2003П	2004П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	17,3	-16	33	20,5	8,3	23,0	2 027	82,4	37,0	10,1	8,5	26,4	53	ПОКУПАТЬ
Башнефть	5,1	15	48	5,4	2,72	120,9	937	4,9	4,4	2,6	2,6	5,6	10	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	3,09	-4	63	3,41	1,325	101,5	309	7,4	6,1	6,1	4,5	3,234	5	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,370	-3	33	0,398	0,163	29,1	386	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,660	0	38	0,660	0,270	1,7	393	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	7,35	5	86	7,35	3,01	0,1	131	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,64	-9	20	0,700	0,230	45,4	388	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	13,5	-2	35	13,75	6,05	3,2	183	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	4,9	2	27	4,9	3,45	1,4	177	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,062	17	76	0,062	0,026	2,9	192	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,110	-13	55	0,127	0,041	24,2	386	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,46	-6	-8	0,5	0,23	10,4	241	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,039	-2	34	0,042	0,018	20,3	183	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Дальсвязь	1,2	-12	-2	1,45	1,15	39,6	145	9,4	2,3	2,8	18,0	1,97	64	ПОКУПАТЬ
Волга Телеком	3,15	-1	17	3,45	1,605	145,7	951	21,4	12,2	5,7	4,1	3,45	10	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,605	-5	42	0,68	0,351	63,4	526	15,1	17,0	4,4	4,0	0,63	4	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,05	-5	36	0,05	0,03	105,8	739	9,9	6,6	4,5	2,4	0,07	43	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,040	-2	4	0,046	0,017	289,5	1 302	21,9	12,4	7,2	3,8	0,050	24	ПОКУПАТЬ
Центр Телеком	0,391	-2	12	0,447	0,274	143,5	770	27,2	34,8	4,5	3,6	0,39	0	ДЕРЖАТЬ
ЮжТелеком	0,09	-11	-7	0,121	0,08	85,4	347	10,4	13,1	4,7	1,6	0,14	56	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	28,4	-5	3	31,5	20,75	11,9	876	24,0	27,1	3,6	3,2	29,0	2	ДЕРЖАТЬ
Выксунский МЗ	185	-14	-24	247	185	22,5	348	6,0	6,4	3,1	2,7	250	35	ПОКУПАТЬ
НТМК	0,665	-11	15	0,795	0,58	55,3	871	8,3	3,4	3,2	1,9	1	56	ПОКУПАТЬ
Мечел	155	-8	69	186	91,5	102,2	490	18,9	7,5	8,9	4,5	250	50	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	410,5	-8	52	457	229	1533,6	8 068	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	412	0	ДЕРЖАТЬ
Челябинский труб- ный 3-д	0,31	-7	-9	0,4	0,14	14,0	146	16,7	18,9	5,2	4,9	0,53	71	ПОКУПАТЬ
Иркут	0,62	-7	-12	0,865	0,62	117,4	545	36,4	8,5	10,4	6,1	0,8	29	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

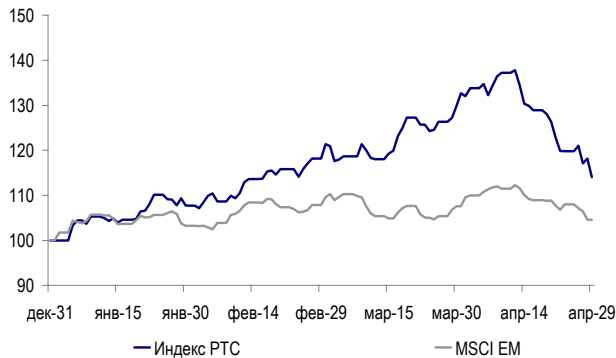
Илл. 8. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 29 апреля 2004 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2003П \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена \$	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Транснефть прив.	905	-7	48	1025	348	608,5	0	28,95	3	560	-38	ПРОДАВАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,431	-12	10	0,499	0,212	216,1	37	0,0031	1	0,46	7	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,783	2	32	0,820	0,518	52,5	43	0,0319	4	0,93	19	ДЕРЖАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,285	-4	8	0,339	0,132	99,7	5	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,645	-4	15	1,790	0,940	634,1	29	0,1141	7	1,60	-3	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Графики

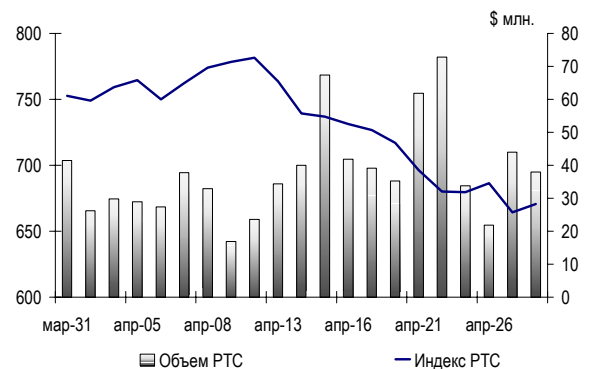
Илл. 9. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года



Источники: РТС, Рейтер

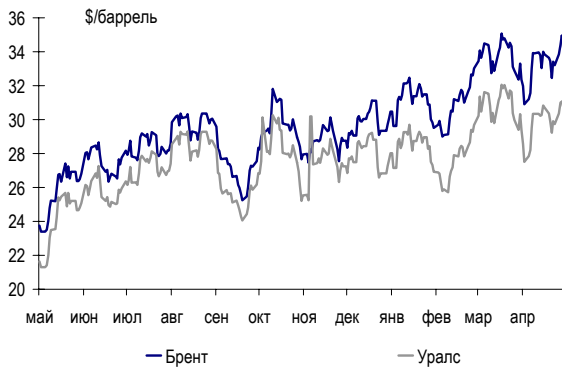
- В апреле индекс РТС упал на 11% при средненежном объеме \$37,7 млн.

Илл. 10. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

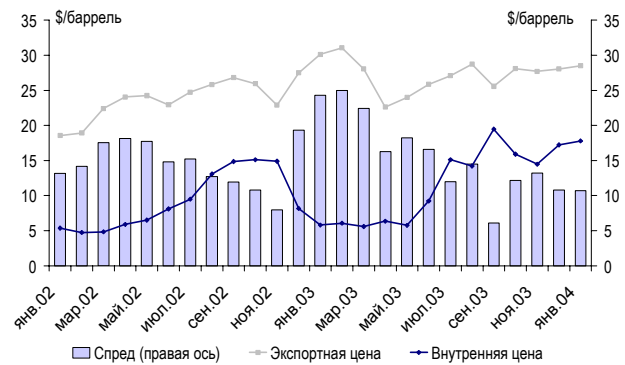
Илл. 11. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

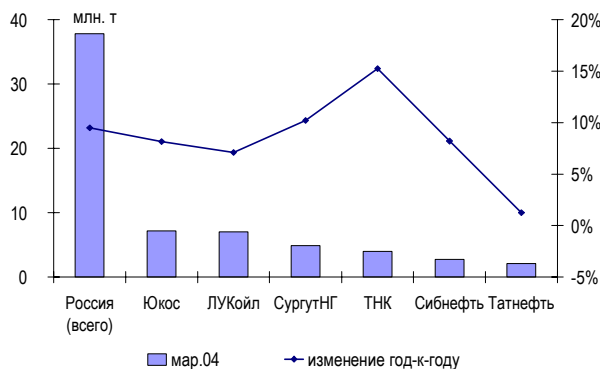
- Цены сырой нефти продолжила рост из-за высокого спроса, снижения квот ОПЕК и беспорядков на Ближнем Востоке
- Внутренняя цена на нефть остаётся на уровне \$16/барр. – спред к экспортной 44%

Илл. 12. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2004



Источник: Министерство энергетики

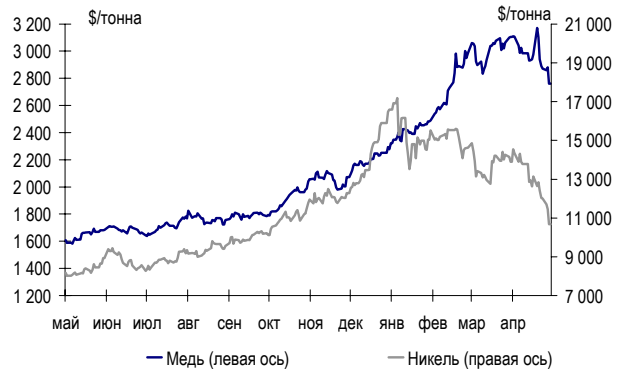
Илл. 13. Добыча нефти компаниями, март 2004 г.



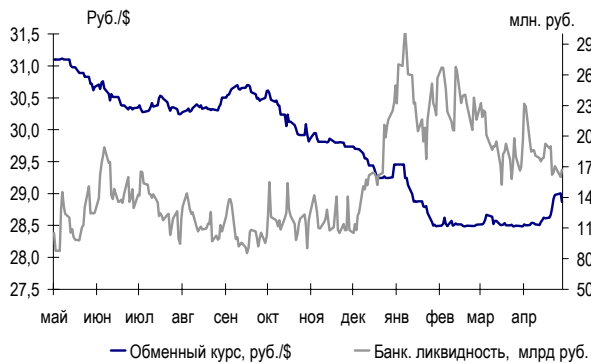
Источник: Министерство энергетики

- ТНК лидировала в марте по темпам роста добычи; общий объем добычи вырос на 9,5%
- Цена меди упала за апрель на 10%, цена никеля снизилась на 20%

Илл. 14. Цены на медь и никель, последние 12 мес.

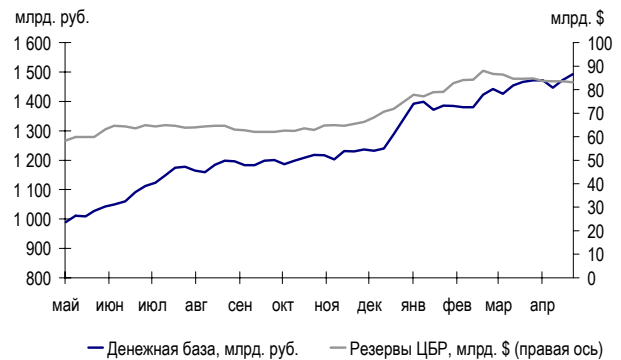


Источник: Блумберг

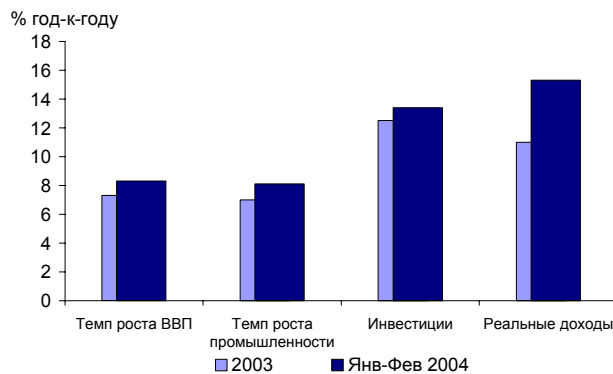
Илл. 15. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев


Источник: ЦБР

- Разворот тренда валютного курса и начало укрепления рубля привело к росту ликвидности
- Из-за роста спроса на доллары, резервы ЦБР в апреле сократились

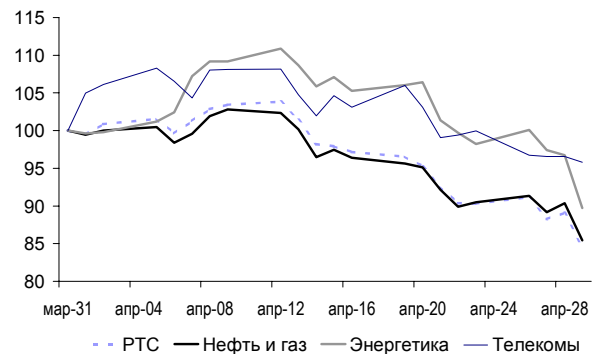
Илл. 16. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев


Источник: ЦБР

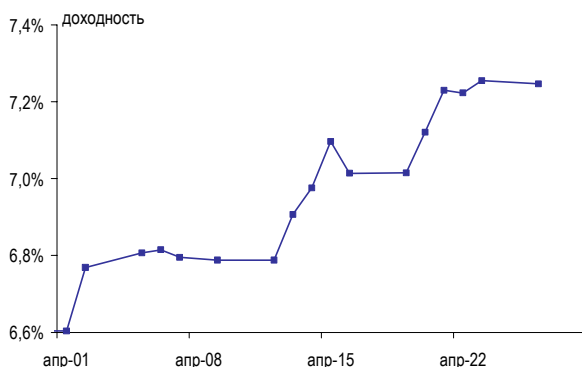
Илл. 17. Макропараметры, 2 мес. 2004 г. и 2003 г.


Источник: Госкомстат

- Результаты января-февраля 2004 г. превысили сравнимые цифры всего 2003 г.
- В апреле лидировали в падении нефтяные и энергокомпании

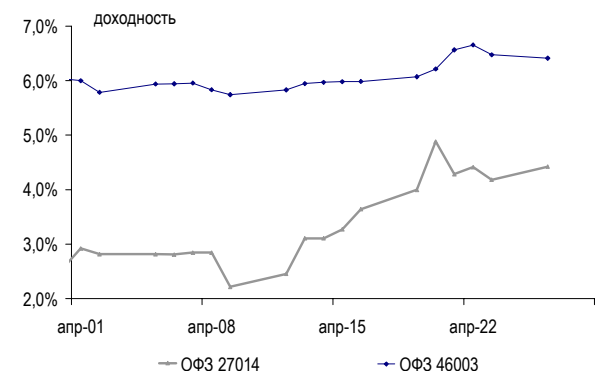
Илл. 18. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 19. Динамика Евро-30, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Ожидания повышения официальной ставки в США подняло доходности по российским госбумагам до уровней конца прошлого года
- Разворот ценового тренда на российском валютном рынке и рост доходностей по госбумагам вызвали активные продажи ОФЗ

Илл. 20. Динамика ОФЗ 27013–46001, с начала месяца


Источник: Рейтер



Календарь событий

Илл. 21. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
1 мая	Сбербанк	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
2 мая	МГТС	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
3 мая	Волга Телеком	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
5 мая	Уфанефтехим	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
5 мая	Иркутскэнерго	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
5 мая	Уфаоргсинтез	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
5 мая	Вимм-Билль-Данн	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
7 мая	Юкос	Предварительные слушания по делу о налоговых штрафах Юкоса
7 мая	ЛУКОЙЛ	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
7 мая	Газпром	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
10 мая	Татнефть	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
12 мая	Синарский трубный завод	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
12 мая	РАО ЕЭС	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
14 мая	Южтелеком	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
14 мая	ВСМПО	Ежегодное собрание акционеров
14 мая	НТМК	Ежегодное собрание акционеров
14 мая	С-3 Телеком	Дата составления списка акционеров для ежегодного собрания
18 мая	СургутНГ	Арбитражный суд заслушает иск миноритариев СургутНГ против компании

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

**Экономика и политика**

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

Апрельское повышение зарплат государственным служащим стало положительным шагом, но изменения, внесенные в программу пенсионной реформы, разочаровали

В апреле президент Путин, Государственная Дума и Правительство РФ предприняли ряд важных шагов в сфере экономической политики. Заметен был прогресс в осуществлении административной реформы: принято решение о повышении зарплат государственным служащим федерального уровня (коснувшееся 10% высших правительственных чиновников). Это позволит приблизить размеры их материального вознаграждения к уровню, сопоставимому с уровнем зарплат в частном секторе, а также поднять их моральное состояние и степень профессионализма. Второй областью, где виден прогресс, стала программа сокращения социальных обязательств государства. Мы ожидали, что Правительство займет твердую позицию в вопросе о снижении государственных расходов, поэтому нас не удивило решение о внесении поправок в законодательство, гарантирующее субсидии населению (что приведет к сокращению бюджетных обязательств на \$4-5 млрд). В то же время мы удивлены пересмотром пенсионной системы, которая теперь предлагает участвовать в накопительной пенсионной программе только лицам не старше 37 лет. Это сократит сумму пенсионных взносов примерно с \$2 млрд до всего лишь \$1млрд в год, что стало для фондового рынка плохой новостью.

Мы ожидаем, что в мае рынок будет озабочен состоянием российской ликвидности

В наступающем месяце главными событиями будут дискуссия о политике ЦБР и ситуация с отечественной ликвидностью. Инвесторы уже явно меняли свое отношение к России: если в 2003 г. страна переживала быстрый приток капитала, то теперь, как представляется, усилился его отток. Эту ситуацию спровоцировали: стагнация резервов ЦБР, недавний рост курса рубля, а также опасения возможного повышения процентных ставок в США раньше, чем это ожидалось. На наш взгляд, все это привело к сокращению ликвидности и росту российских процентных ставок. Поскольку новые правила валютного регулирования, вступающие в силу с июня, позволят российским компаниям открывать счета в иностранных банках, проблема низкой отечественной ликвидности может стать еще более очевидной.

**Илл. 22. Основные события**

Дата	Событие
1 апреля	ОПЕК поддержал сокращение квоты добычи нефти на 1 млн. б/с, начиная с 1 апреля. ОПЕК действительно принял решение сократить квоту на добычу нефти на 1 млн. б/с, начиная с 1 апреля, как было предусмотрено планом, озвученным 10 февраля на встрече в Алжире. Картель понижает целевой уровень добычи, хотя цены нефти оставались выше \$30/барр. в течение последних семи недель, а в качестве причины был приведено ожидаемое сезонное снижение спроса в 2Кв04. Чтобы привести объём производства в соответствие с теперь уже официальной квотой 23,5 млн. б/с, членам картеля придётся понизить добычу примерно на 2,2-2,5 млн. б/с, однако рынок полагает, что в действительности такого радикального сокращения не последует.
5 апреля	Инфляция в РФ по итогам I квартала составила 3,5% – Федеральная статслужба. В марте рост потребительских цен составил 0,8%. По итогам января-марта 2003 г этот показатель находился на уровне 5,2%. Основным движущим фактором инфляции остается рост стоимости услуг и, прежде всего, тарифов. Этот компонент вырос в I квартале на 6,4%, вдвое превысив общий показатель инфляции. Тем не менее, уровень инфляции, зарегистрированный по итогам января-марта на уровне 3,5% является позитивным фактором, поскольку данная цифра составляет около трети запланированного годового показателя (10%). (Год назад, в I квартале 2003 г размер инфляции превышал половину ожидаемого роста цен по итогам года.) На наш взгляд, сохранение инфляции в пределах запланированных 10% по итогам года вполне реалистично. Этому будет способствовать замедление роста золотовалютных резервов, происходящее благодаря наблюдающемуся оттоку капиталов, несмотря на сохраняющиеся высокие цены на нефть.
12 апреля	Налоговая стабильность или неопределённость? Путин даёт понять, что в нефтяной отрасли налогообложение увеличится. Появился ещё один сигнал того, что относительно сдержанные предложенные изменения налогообложения нефтяной отрасли – ещё не конец. На встрече с министрами президент Путин призвал членов правительства сосредоточиться на более равномерном распределении налогового бремени среди добывающих и перерабатывающих секторов, чтобы обеспечить диверсификацию всей экономики. Это последовало за заявлением заместителя премьер-министра Жукова в прошлом месяце, который подтвердил в прессе, что в этом году могут появиться новые налоги в нефтегазовом секторе. Заявление Путина может быть приказом снова сосредоточиться на дифференциации налога на добычу, рассмотрение которого МЭРТ и Минфин отложили на 1-2 года. На данный момент наши модели учитывают предлагаемые изменения единого налога на добычу и экспортных пошлины, которые, как ожидается, будут утверждены в ближайшие несколько месяцев. Появляется всё больше знаков того, что мы увидим изменения налогового режима в ближайшем будущем.
13 апреля	Рост промышленного производства в РФ в I квартале 2004 г составил 7,6%. Рост промпроизводства в I квартале 2004 г на 7,6% объясняется невысоким показателем в марте, составившим 6% по сравнению с 8,7% в феврале и 7,5% в январе. С одной стороны, такие результаты отражают влияние укрепления реального курса рубля на российскую промышленность. Результаты 2003 г свидетельствуют о том, что ситуация на валютном рынке привела к сокращению компаниями расходов для поддержания своей конкурентоспособности.

Источник: оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей
Нефть и газ
Метью Томас (44 20) 7382-4184

Анна Бутенко (7 095) 795-3745

После продолжительного подъема настроение рынка в апреле резко изменилось, в основном, из-за возобновившихся опасений за судьбу компании Юкос.

Юкос

Опасения за судьбу компании Юкос возобновились после ареста активов, обусловленного налоговыми претензиями на сумму \$3,5 млрд

Вероятно, главным катализатором стал тот факт, что рейтинговое агентство S&P резко (на 5 пунктов – с BB до CCC) понизило кредитный рейтинг долгов Юкоса, учтя тем самым риски, обусловленные претензиями МНС о неуплате налогов на \$3,5 млрд и арестом активов компании, последовавшем как мера обеспечения. Мы согласны, что риск дефолта – является тревожным фактором, но, главным образом, в отношении настроения рынка. Если даже дефолт произойдет, и Юкос подвергнется уничижительному процессу реструктуризации долгов, то мы полагаем, что рынок это «простит». Он сочтет возможный дефолт продолжением «дела Юкоса», а не признаком фундаментальной финансовой проблемы, представляющей собой действительную опасность.

Компания все еще имеет громадный положительный поток наличности, кто бы им ни распоряжался

Кое-кто на рынке расценил сценарий «принудительного дефолта» (теоретически возможного под прессом налоговых штрафов) как явное подтверждение намерений правительства обанкротить компанию. Применительно к Юкосу слово «обанкротить» приобретает множество оттенков. На наш взгляд, данное определение не следует применять, имея ввиду полное прекращение функционирования компании – ведь компания имеет громадный положительный поток наличности, кто бы им ни распоряжался. Более того, чтобы уладить претензии, Юкос может продать Сибнефть, даже если это и будет вынужденный отказ. Продажа Сибнефти, уже упоминалась менеджментом Юкоса в качестве плана на тот чрезвычайный случай, если бы на компанию обрушился град новых штрафных санкций. (В мае и в последующий период рынок будет отслеживать новости о возможных новых налоговых штрафах). На наш взгляд, минимальная оправданная стоимость компании, учитывая возможность дополнительных налоговых санкций, и фактическую потерю контроля над Сибнефтью составляет \$10-11 за акцию.

Мы не думаем, что целью правительства является национализация Юкоса

Некоторые инвесторы полагают, что правительство хочет разрушить/национализировать Юкос. Мы не думаем, что это является целью правительства, поскольку в последние девять месяцев государственное давление на Юкос явно происходит в режиме «вкл/выкл», а не «вкл/вкл». Мы полагаем, и уже неоднократно об этом говорили, что это давление имеет целью вытеснить основных акционеров компании. Как постоянно подчеркивалось, мы не считаем, что национализация Юкоса имеет какой-то смысл для правительства России, или что она послужит какой-то полезной цели. Присутствие же в Совете директоров Юкоса представителя государства может быть способом попытаться ослабить напряжение. Мы не считаем эту меру попыткой правительства взять компанию под контроль.

Сибнефть

В апреле усилилась шумиха вокруг потенциального «прихода иностранного инвестора»

В апреле шум вокруг «прихода иностранного инвестора» в Сибнефть усилился. В конце апреля «Reuters» и «Financial Times» сообщили, что компания Total заручилась поддержкой Кремля на покупку 25%-ного пакета акций Сибнефти. Как мы уже подчеркивали, появление нового крупного иностранного инвестора, желающего приобрести большой пакет ак-



ций одной из российских нефтедобывающих компаний, ожидаемо, но не в 2004 г. На данный момент остается слишком много неясных вопросов, чтобы можно было серьезно отнестись к этим последним сообщениям.

Со своей стороны, Total сначала отказалась что-либо комментировать, затем выпустила несколько противоречивых заявлений, которые сделали почти невозможной попытку понять ее истинные намерения, особенно в отношении выбора момента для сделки. С одной стороны, глава ее Управления разведки и добычи нефти Кристоф де Маржери, по сообщениям, подтвердил серьезный интерес компании к приобретению акций Сибнефти, и даже предположил, что сделка будет заключена до конца года. В подтверждение этой версии «Financial Times» сообщила, что компания планирует привлечь Lehman Brothers к содействию в совершении российской сделки. В то же время компания дала сильный предостерегающий сигнал, подчеркнув, что предпочитает мажоритарные пакеты, а также новые проекты. Было особо отмечено, что переговоры, касающиеся любых российских проектов, находятся исключительно на ранней стадии.

Мы скептически оцениваем шансы на появление иностранного инвестора на данной стадии

В этой связи есть масса причин сохранять скептицизм. Согласно агентству «Reuters», источниками сообщений стали «московский бизнесмен и чиновник правительства США», т.е. вся эта история поступила не напрямую из Кремля. Напомним, что за последний год было уже немало такого рода «ложных рассветов». В конце концов, «согласие Кремля» не означает, что сделка гарантирована.

Мы полагаем, что Total, возможно, заинтересована (и, вероятно, больше, чем другие фирмы), но что потенциальная сделка находится на очень ранней стадии. Продажа 25% акций заставляет нас задать ряд логических вопросов. Будет ли покупатель в дальнейшем стремиться к приобретению дополнительных акций? Если нет, то что тогда случится с остальными 75%? Планирует ли Абрамович сохранить свое участие в Сибнефти, или же это – его первый шаг к постепенному выходу из компании? Как «согласие Кремля» соответствует тому предположению, что Абрамович может, в конце концов, сам попасть под «давление»? Мы удивились бы, если бы Total или другой претендент выложили деньги до того, как появилась бы полная ясность в отношении ожидаемых к концу года изменений режима лицензирования. Политика в отношении нефтепроводов также пока остается неясной, также как и возможные налоговые претензии к компаниям за прошлые годы, что не может не остаться незамеченным теми, кто в компании Total отвечает за принятие решений.

Мы полагаем, что еще одна сделка по приобретению российской нефтяной компании состоится, но не в 2004 г.

Мы по-прежнему полагаем, что еще одна крупная сделка по приобретению российской нефтяной компании в какой-то момент состоится, но не в 2004 г. Это значит, во-первых, что мы считаем преждевременным покупать и держать акции таких «кандидатов на поглощение», каким является Сибнефть (ибо риск возможных негативных событий в период ожидания слишком велик). Второе логическое заключение: рыночные опасения насчет того, что давление правительства на Юкос пойдет по «худшему сценарию» (принудительное банкротство, колоссальные штрафы, экспроприация и т.д., не обращая внимания на последствия для инвестиционного климата), хотя и объяснимы, но сильно преувеличены. Дело в том, что крайний исход отпугнул бы всех потенциальных внешних инвесторов. Таким образом, инвесторам следует остановить выбор на одной из компаний (но не на обеих) – и при существующих уровнях цен мы отдаем предпочтение Юкосу.

ЛУКОЙЛ

Правительство еще не определилось со способом и сроками продажи остающихся в его руках 7,6% акций ЛУКОЙЛА

По словам руководителя Федерального агентства по приватизации, Валерия Назарова, продажа остающихся в руках государства 7,6% акций ЛУКОЙЛА может быть проведена путем денежного аукциона на отечественном рынке (она включена в правительственную программу привати-



зации на 2004 г.). Впрочем, правительство еще не приняло решения о способе и сроках продажи. Продажа акций одним блоком на аукционе позволило бы правительству привлечь стратегических инвесторов (таких как ConocoPhillips, которая, согласно слухам, ранее интересовалась приобретением пакета акций ЛУКОЙЛА). Такое решение сэкономит время, требуемое для подготовки размещения акций на мировых фондовых рынках, а также позволит государству получить выгоду от нынешних высоких цен (сегодня цена ЛУКОЙЛА вдвое выше, чем в прошлом году, когда правительство продало на мировых рынках 5,9% акций компании). При текущих рыночных ценах государство сможет выручить за акции примерно \$1,9 млрд. И немного о другом: компания объявила, что ее финансовый отчет за 2003 г. по стандартам US GAAP выйдет не ранее конца июня.

Газпром

Газпром назначил ведущий западный банк советником по вопросам либерализации, чем усилил надежды на скорую отмену «двойного рынка акций»

Для Газпрома центральными были вопросы задолженности и структуры акционерного капитала. Продолжая политику пролонгации долгового портфеля, компания в конце апреля успешно разместила на фондовом рынке еврооблигации на сумму \$1,2 млрд со сроком погашения в 30 лет (с 10 летним пут опционом). В тоже время, разговоры вокруг приближающегося решения об отмене «двойного рынка акций» газового гиганта получили новый толчок, после того, как Газпром объявил, что выбрал Merrill Lynch в качестве советника по вопросам либерализации. Тот факт, что выбор пал на один из ведущих западных банков, заставил многих предположить, что Газпром надеется разработать схему либерализации, которая защитит уровень цен АДС, позволив избежать их обвала, которого многие традиционно ожидают в связи с либерализацией.

Сургутнефтегаз

Миноритарные акционеры проиграли первый раунд борьбы с менеджментом компании

Сургутнефтегаз вышел победителем из первого раунда борьбы со своими миноритарными акционерами, которые пытаются добиться отмены 62% пакета акций, находящегося на балансе самой компании. В апреле Арбитражный суд Ханты-Мансийска вынес постановление в пользу компании, отвергнув аргументы, по которым 62% процента акций Сургутнефтегаза требовалось заморозить, в качестве обеспечительной меры. Российское законодательство обязывает компании аннулировать или продать «казначейские» акции в течение одного года с момента их покупки. Дата следующего слушания назначена на 18 мая. Мы приветствуем усилия миноритарных акционеров, но сохраняем скептическое отношение к их шансам изменить структуру акционерного капитала компании или ее политику в отношении «казначейских» акций.

Сургутнефтегаз еще до конца не закрепил за собой Талаканское нефтяное месторождение

Во-вторых, похоже права компании на владение лицензией на Талаканское месторождение пока не совсем прочны. Хотя политические ветры указывают на прочные позиции компании как хозяйина месторождения, не все члены правительства с этим согласны. Так, новый министр природных ресурсов Юрий Трутнев высказал недавно свои возражения по поводу прав компании Сургутнефтегаз по разработку Талакана – месторождения, предоставленного компании осенью прошлого года в результате спорного решения суда. Очевидно, министр планирует начать судебное разбирательство, однако подробности иска неизвестны. Мы сохраняем уверенность в том, что компания удержит за собой лицензию, но было бы интересно выслушать мнение нового министра, так как оно, очевидно, имеет независимый характер.

Вопросы нефтяной политики государства

Стоит отметить четыре момента, из которых один заслуживает особого внимания: Транснефть, рассматривает возможность альтернативного маршрута «Мурманского проекта». Это обнадеживает; единственное, чего мы опасаемся – это то, что государство будет тянуть с решением по



строительству нефтепроводов, держа всех в напряжении. План Транснефти вызывает много вопросов (Откуда взять финансирование? Во что обойдется строительство?), но северный, глубоководный, незамерзающий и доступный танкерам терминал почти наверняка будет способствовать увеличению как перспектив нефтедобычи, так и эффективности экспорта. В общем, громкие заявления обнадеживают.

Транснефть сообщила об увеличении мощности БТС до 840 тыс. баррелей в сутки

Что касается других нефтепроводов, Транснефть официально увеличила транспортные мощности БТС до 42 млн. тонн в год (840 тыс. баррелей в сутки). Хотя Транснефть хочет «проконсультироваться» с нефтяными компаниями относительно экономической обоснованности дальнейшего увеличения мощностей трубопровода, планы подтверждают реальность намерений достичь 1 млн.240 тыс. баррелей в сутки к концу 2005 г. Вторых, растет интерес Транснефти к «обходному пути вокруг Босфора» с тем, чтобы раскупорить основной российский экспортный маршрут в южную Европу. Наконец, оживились дискуссии вокруг нефтепроводной экспансии на восток на фоне подготовки Транснефтью альтернативного маршрута, по направлению Ангарск-Находка, в то время как правительство Якутии (предметом гордости которого являются нефтяные запасы Восточной Сибири) также предложило свой маршрут нефтепровода.

Тем не менее, инвесторам следует помнить, что риск неприятных сюрпризов остается. В начале текущего месяца министр экономики Герман Греф сделал любопытное заявление, из которого следует, что темпы роста экспорта российской нефти будут существенно замедляться. Это заявление было настолько радикально, что многие предположили, что слова Грефа неправильно процитировали или его неправильно поняли. На фоне намеков на активизацию мурманского маршрута его комментарии показывают, что политика строительства новых нефтепроводов пока под большим вопросом.

До конца года проект Закона «О недрах» должен быть внесен на рассмотрение в Думу

В отношении лицензий пока еще мало конкретики, но основания для оптимизма остаются. Министр природных ресурсов Юрий Трутнев подтвердил интерес к перестройке существующего режима, как с целью улучшения порядка выдачи лицензий, так и для усиления функций. Мы ожидаем в текущем году вынесения на рассмотрение Думы Закона «О недрах», который должен открыть дорогу целой серии аукционов на получение участков для разработки месторождений, особенно, в Восточной Сибири. Мы также ожидаем принятия мер по созданию реального «вторичного» рынка лицензий в России, который позволит российским компаниям оптимизировать структуру своих владений. Что касается текущего момента, то риторика обнадеживает, однако появление нового проекта Закона «О недрах» по-прежнему остается предметом ожиданий.

Газпром

Илл. 23. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	25 623	30 292	29 812	30 400
EBITDA, млн. \$	11 866	13 683	13 212	11 941
Чистая прибыль, млн. \$	5 729	6 819	6 661	5 882
P/E	8,6	7,2	7,4	8,4
EV/EBITDA	5,1	4,4	4,6	5,1
Капитализация, млн. \$	49 192			
EV, млн. \$	60 486			
Добыча, млрд. куб. см	3 457			
Запасы, млрд. куб. м	104 009			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 24. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%)
- Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке (2004П экспорт 140 млрд куб. м)

Слабые стороны

- Низкие цены на газ на внутреннем рынке (\$23 за тыс. куб. м)
- Двойной рынок торговли акциями компании

Возможности

- Новые проекты строительства экспортных газопроводов (рост экспорта до 175-200 куб. м)
- Постепенный рост внутренних цен на газ
- Возможность снятия ограничения торговли акциями в 2004 г.

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 25. Основные события

Дата	Событие
13 апреля	Круглов назначен зампредом правления Газпрома по финансам; новость нейтральна для рынка. Начальник департамента корпоративного финансирования Газпрома Андрей Круглов назначен и.о. заместителя председателя правления по финансам. Ранее этот пост занимал Борис Юрлов, 55 лет, который оставил его, уйдя на пост в правительстве (в качестве зам. главы Федерального Агентства Атомной Энергетики). Его кандидатура теперь должна быть одобрена советом директоров. Это назначение не является сюрпризом, и кандидатура Круглова выглядит логичной, так как он уже вовлечен в решение финансовых вопросов Газпрома. Он молодой специалист (35 лет), который работает в компании с 2002, и, как и глава компании Алексей Миллер, выходец из Санкт-Петербурга. Круглов неоднократно высказывался в поддержку планов устранения ограничений по торговле акциями Газпрома, что является одним из ключевых моментов для реализации потенциала стоимости компании. Мы не думаем, что рынок будет разочарован данной новостью, и ожидаем, что Круглов продолжит финансовую политику, проводимую его предшественником.
23 апреля	Газпром разместил 30-ти летние еврооблигации на \$1,2 млрд с доходностью к 10-летней оферте в 8,625% Газпром разместил еврооблигации на 30 лет. Общая сумма размещения составила \$1,2 млрд при том, что доходность составила 8,625% к десятилетней оферте. Выпуск включает 10 летний опцион пут (держатели облигаций смогут продать их по номиналу в 2014). Спрос на выпуск был высоким – в два раза превысив предложение. Газпром привлекает новое долгосрочное финансирование с тем, чтобы заместить краткосрочные долги в портфеле.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 26. 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	6,4	8,7	10,7	10,4
EV/EBITDA	6,1	5,7	6,6	6,4
Капитализация, млн. \$	23 941			
EV, млн. \$	25 195			
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. 27. 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

Сибнефть

Илл. 28. 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	6,6	7,9	9,8	11,1
EV/EBITDA	6,7	6,0	6,4	6,8
Капитализация, млн. \$	15 504			
EV, млн. \$	17 064			
Добыча, млн. бнэ	242			
Запасы, млн. бнэ	4 718			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 29. 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. 30. Основные события

Дата	Событие
23 апреля	<p>Total получает поддержку Кремля для покупки акций Сибнефти? Слишком много вопросов для восприятия всерьез</p> <p>Reuters и FT опубликовали сообщения о том, что компания Total получила поддержку Кремля для покупки 25% в Сибнефти. На наш взгляд, для того, чтобы воспринимать историю серьезно, в ней слишком много вопросов.</p> <p>Почему мы настроены скептически:</p> <ul style="list-style-type: none"> • По информации, источниками истории являются «Московский бизнесмен и американский правительственный чиновник», т.е. история не пришла непосредственно из Кремля. • «Получала поддержку» не означает, что сделка предрешена. Мы, напротив, полагаем, что Total, возможно заинтересована, но пока еще на очень ранней стадии. • Продажа 25% поднимает очевидный вопрос, что случится с остальными 75%?; Планирует ли Абрамович остаться в Сибнефти, или это первый шаг по постепенному выходу из компании? • Более того, мы бы удивились, если бы Total, или другая заинтересованная компания, была бы готова выложить деньги до появления большей определенности в вопросах лицензирования, политике по трубопроводам и налогообложения в России. • Вопрос раздела Юкоса и Сибнефти остается неразрешенным (хотя Московский суд на этой неделе рассмотрит апелляцию Юкоса относительно аннулирования выпуска акций, за чем может последовать некоторый прогресс)

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 31. 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	14,1	15,7	20,6	20,1
EV/EBITDA	4,3	4,1	4,9	4,6
Капитализация, млн. \$	27 792			
EV*, млн. \$	12 377			
Добыча, млн. бнэ	481			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	43 228			

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 32. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 33. Основные события**

Дата	Событие
14 апреля	Миноритарии СургутНГ проиграли первую битву против менеджмента компании, направленную на аннулирование 62% «казначейских» акций Миноритарные акционеры СургутНГ проиграли первую битву в серии судебных разбирательств, направленных на аннулирование огромной доли (62%) акций компании, принадлежащих самой компании и предоставляющих менеджменту полный контроль. На вчерашнем слушании миноритарные акционеры, представленные тремя западными фондами (Hermitage Capital Management, Firebird Management LLC и Prosperity Capital Management) потребовали у арбитражного суда заморозить пакет из 62% акций, находящихся в перекрестном владении, в качестве обеспечительной меры на время рассмотрения дела, а также запросить информацию о структуре акционеров. Арбитражный суд Ханты-Мансийска отклонил оба требования и назначил новые слушания на 18 мая. Новость не стала сюрпризом – шансы победы миноритариев в этом процессе выглядят, к сожалению, достаточно низкими. Поэтому мы не смотрим с особым оптимизмом на предстоящие судебные слушания.

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть**Илл. 34. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	4 950	5 202	4 788	4 595
EBITDA, млн. \$	921	863	774	849
Чистая прибыль, млн. \$	505	416	320	386
P/E	5,9	7,2	9,4	7,8
EV/EBITDA	4,3	4,6	5,1	4,6
Капитализация, млн. \$	3 120			
EV, млн. \$	3 943			
Добыча, млн. бнэ	184			
Запасы, млн. бнэ	5 972			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 35. 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. 36. Основные события

Дата	Событие
12 апреля	Совет директоров ЛУКОЙла примет решение о размере дивидендов за 2003 г. 16 апреля , мы ожидаем \$0,87 на акцию, что соответствует доходности 2,6%. Совет директоров ЛУКОЙла примет решение о размере дивидендных выплат за 2003 г. на собрании, 16 апреля. В прошлом году компания выплатила \$529 млн. дивидендов или 28,7% чистой прибыли за год. Объявленная дивидендная политика компании предполагает коэффициент выплаты дивидендов в интервале 15-30%. В этом году мы ожидаем, что выплаты сократятся примерно на 20% от чистой прибыли. Причиной этого послужило включение в чистую прибыль за 2003 г. крупного разового дохода на сумму \$1,13 млрд., полученного от продажи ЛУКОЙлом доли в проекте АЧГ, и которая, по нашим ожиданиям, не будет пропорционально распределена среди акционеров. Озвученная политика компании скорее направлена на постепенно растущий размер дивидендов, чем на резкий рост и последующее резкое падение. Распределение 20% чистой прибыли за 2003 г. подразумевает общую сумму дивидендов \$740 млн. (на основе нашего прогноза чистой прибыли за 2003 г. \$3 681 млн.), что соответствует увеличению этой суммы на 40% год-к-году. Расчётный размер дивиденда на акцию на основе нашего прогноза составит \$0,87, доходность при текущих ценах будет равна 2,6%. Как ожидается, список акционеров для получения этого дивиденда будет составлен в середине мая.
16 апреля	ЛУКОЙл объявил дивиденды за 2003 в размере \$0,84/акция, дивидендная доходность составляет 2,8%, что несколько ниже наших ожиданий Совет директоров ЛУКОЙла рекомендовал размер дивидендов по акциям за 2003. Рекомендовано выплатить дивиденды в размере 24 руб. за акцию (\$0,84 по текущему курсу) на общую сумму \$714 млн. Таким образом, общие выплаты на 26% выше уровня прошлого года (с учетом соответствующих средних курсов). Эта выплата близка к ожидаемым нами дивидендам в размере \$0,87 за акцию (только на 3,4% ниже) и также несущественно ниже консенсуса. Коэффициент выплаты составляет 19,4% относительно ожидаемой нами чистой прибыли в 2003, что ниже коэффициента выплаты прошлого года на уровне 28,7%, однако в 2003 была получена большая разовая прибыль (\$1,13 млрд от продажи доли в АЧГ), направление которой на выплату дивидендов не ожидалось. Вычитая прибыль от АЧГ, коэффициент выплаты составляет 28%, что сопоставимо с цифрами предыдущего года. При текущих ценах дивидендная доходность составляет 2,8%. Дата закрытия реестра установлена на 7 мая, и дивиденды будут утверждаться на общем собрании акционеров 24 июня. Как планируется, платеж будет осуществлен до конца этого года.

**Илл. 37. Основные события (продолжение)**

Дата	Событие
21 апреля	<p>Государство может разместить 7,6% процентов в ЛУКойле на внутреннем денежном аукционе</p> <p>По словам руководителя Агентства по управлению федеральным имуществом Валерия Назарова, продажа пакета государства в ЛУКойле в размере 7,6% может быть осуществлена посредством денежного аукциона на внутреннем рынке. Данная продажа включена в программу приватизации на 2004 год. Правительство, тем не менее, еще должно принять решение относительно метода и времени продажи.</p> <p>Продажа пакета на аукционе одним блоком позволила бы правительству привлечь стратегического покупателя (такого, как например СопосоPhillips, который уже имеет опыт сотрудничества с компанией). Также это бы сэкономило время, необходимое для подготовки размещения на западных рынках, что позволило бы государству извлечь выгоды от находящихся на данный момент на высоком уровне цен (цены в два раза выше уровня, когда правительство продало 5,9% в компании на западных рынках в прошлом году). По текущим ценам государство могло бы привлечь около \$1,9 млрд за 7,6% пакет.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос**Илл. 38. 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	4,8	5,2	6,5	6,8
EV/EBITDA	4,0	3,6	4,2	4,3
Капитализация, млн. \$	31 866			
EV, млн. \$	31 843			
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. 39. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Высокая прибыльность Диверсифицированные активы на всей территории РФ
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Следствие в отношении высшего менеджмента и основных акционеров 42,1% акций компании арестованы Рост добычи ограничен недостаточной экспортной мощностью
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Разрешение конфликта с властями
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> 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. 40. Основные события

Дата	Событие
13 апреля	<p>Дочерняя компания Юкоса в Самаре обвиняется в неуплате налогов на \$112 млн. ГУВД Самарской области возбудило уголовное дело против добывающей дочерней компании Юкоса, оперирующей в регионе – Самаранефтегаз. Компания обвиняется в уклонении от уплаты налогов на сумму 3,2 млрд. руб. (\$112 млн) посредством продажи нефти по фиктивным соглашениям. Дело было возбуждено 26 марта. Хотя данный иск незначителен по сравнению с \$3,4 млрд. неуплаченных налогов, в которых МНС обвинило Юкос в конце прошлого года, он служит напоминанием, что Юкос все еще является рискованной акцией. Такое напоминание очень своевременно, так как многие инвесторы слишком оптимистичны относительно компании, при том, что основное препятствие – разрешение «Дела Юкоса» все еще остается.</p>
14 апреля	<p>Председатель правления Юкоса Семен Кулес пишет открытое письмо акционерам с просьбой прояснить их позицию относительно Сибнефти</p> <p>Председатель правления и совета директоров Юкоса Семен Кулес опубликовал открытое письмо к акционерам компании в Financial Times, обращаясь к ним с просьбой прояснить позицию касательно статуса слияния с Сибнефтью. Согласно Кулесу к менеджменту компании не поступали какие-либо предложения продать принадлежащий Юкосу пакет Сибнефти, и, если это не будет сделано, менеджмент продолжит процесс слияния. Письмо нацелено на разъяснение позиции менеджмента компании в глазах общественности в достаточно непростой ситуации, в которой сейчас находится Юкос.</p> <p>Однако основным сигналом данного письма является свидетельство полного отсутствия согласованности между менеджментом компании и акционерами, что указывает на отсутствие выработанной стратегии действий сторон. Из этого вновь можно сделать заключение, что раздел компаний, если он имеет место быть, будет долгим и сложным процессом.</p>
15 апреля	<p>Юкос показал прирост запасов на 16% по методологии SEC; норма замещения запасов поднялась до 390%</p> <p>Юкос опубликовал размеры аудированных запасов нефти и газа по методологии SPE и более жёстким SEC. Компания стала первой в этом году из крупных нефтяных компаний, опубликовавшей эти цифры. Общий размер доказанных запасов компании по методологии SPE вырос на 6,7% до 16,03 млн. бнэ, в то время как запасы нефти выросли на 7,1% до 14,7 млн. барр. По методологии SEC (хотя и учитывая запасы которые будут добыты после срока действия лицензий) запасы Юкоса выросли на 15,9% до 12,99 млн. бнэ., при этом в основном выросли запасы газа (52,1%). По заявлению компании, этот рост был достигнут исключительно путём доразведки действующих месторождений и переклассификации запасов.</p> <p>Компания отразила внушительный рост нормы замещения запасов (НЗЗ) по методологии SEC в 390% (263% по SPE) против среднего уровня у компании за последние три года 196% и средней по российским производителям 216%. Полезная жизнь запасов Юкоса, однако, сократилась до 26,1 года с 28,8 года (по SPE). Увеличение запасов компании снизило стоимость компании, расчитанную на основе активов, на 4,6% до \$1,92/бнэ.</p>



Илл. 41. Основные события (продолжение)

Дата	Событие
18 апреля	<p>Суд запретил ЮКОСу отчуждать собственность в свете налоговых претензий на \$3,5 млрд</p> <p>Московский Арбитражный Суд выпустил предписание, по которому ЮКОСу в качестве обеспечительной меры в свете претензий МНС относительно неуплаты налогов в размере \$3,5 запрещается отчуждать активы. По данному предписанию запрещается продажа любого имущества, включая акции и доли участия компании в уставном капитале других юрлиц.</p> <p>Напомним, что в конце прошлого года МНС после проверки деятельности компании в 2000 году предъявило к компании претензии по неуплаченным налогам на сумму 99,4 млрд (\$3,47 млрд). Компания отрицала данные претензии, и, по словам менеджмента, вела «конструктивные переговоры» с властями с тем, чтобы они пересмотрели результаты проверки.</p> <p>Последствия этого решения суда следующие:</p> <ul style="list-style-type: none">• Пока это решение в силе, ЮКОС не сможет продать свой пакет акций Сибнефти обратно его предыдущим владельцам, что означает, что процесс разделения может затянуться дольше, чем ожидалось, что негативно влияет и на Сибнефть.• В то время как инвесторы кажется в последнее время успешно забыли о рисках, связанных с компанией и о неоконченном деле о неуплате налогов, решение суда послужит полезным напоминанием. Эта новость фактически указывает на то, что власти относятся к требованию об уплате \$3,5 млрд. налогов гораздо более серьезно, чем полагал рынок. Если компании придется заплатить данную сумму это будет означать эффект в \$1,29 на акцию компании.
20 апреля	<p>S&P понизил кредитный рейтинг ЮКОСа на пять ступеней</p> <p>Вчера агентство S&P понизило кредитный рейтинг ЮКОСа сразу на пять ступеней с BB- до CCC. Рейтинговое агентство сделало это, чтобы учесть риски, вызванные требованием уплатить \$3,5 млрд. налогов и арестом активов компании. Есть три существенных аспекта этой истории:</p> <p>Во-первых, можно предположить, что она вызовет дефолт компании. Денежные средства компании ограничены после выплаты \$3,0 млрд. Сибнефти и \$2,0 млрд. дивидендов. Более того, у ЮКОСа примерно \$2,6 млрд. долга. Наше мнение: Оптимистично. Из примерно \$2,6 млрд. основного долга, только \$1,0 млрд. перед внешними кредиторами (остальная сумма пришла от основных акционеров). Даже если кредиты будут отозваны, мы считаем, что ЮКОС сможет найти \$1 млрд. из накопленных денежных средств и текущей деятельности – даже если это временно повредит текущим операциям, к дефолту это не приведет. Также, стоит отметить, что недавнее решение суда о заморозке активов ЮКОСа, не позволяет их монетизировать для прочих нужд, однако для того чтобы погасить налоговую задолженность их конечно же можно использовать. Более того, ЮКОС – компания, которая генерирует \$4-5 млрд. операционного денежного потока в год – или около \$1,0 млрд. в квартал.</p> <p>Во-вторых, можно предположить, что это знак того, что правительство намерено сокрушить ЮКОС и собрать куски в Национальную Нефтяную Компанию. Наше мнение: Маловероятно. У правительства было множество возможностей сделать это за прошедший год. Более важно, как мы указывали ранее, то, что вряд ли разделение ЮКОСа для создания супер-Роснефти соответствует экономическим целям или интересам правительства.</p> <p>В-третьих, можно предположить, что правительство пытается повлиять на разделение ЮКОСа-Сибнефти. Наше мнение: Это возможно. Мы всегда придерживались мнения, что правительство намерено заставить основных акционеров продать свои доли и недавние события представляют собой эскалацию давления. Если это связано с навязыванием решения о разделе компаний – тогда мы представляем нашу оценку возможного ущерба. Даже если, как некоторые утверждают, ЮКОС потеряет 21% Сибнефти, так как будет вынужден выплатить ВСЕ \$3,5 млрд. налогов акциями Сибнефти, и решением суда будет аннулирован довыпуск акций, что потребует обмена 57% акций Сибнефти. И у ЮКОСа останется миноритарный пакет из 13% Сибнефти, который он отдаст «за так», тогда ущерб настоящей приведенной стоимости компании из расчета на акцию составит всего \$2,79 (\$3,5 млрд. штрафов по налогам + \$2,1 млрд. потерь от «бесполезного» миноритарного пакета из 13% акций, разделенные на 2000 млн. акций) – вот предел падения на прошлой неделе.</p> <p>Можно подвести итог, что не смотря на существование действительно плохого сценария, о котором не стоит забывать, на наш взгляд он существенно менее вероятен, чем относительно мягкий исход. «Маятник» мнения игроков несколько раз менялся с тех пор, как началось дело ЮКОСа. Мы бы посоветовали инвесторам быть осторожными в выборе времени, однако считаем что продолжительная негативная реакция может послужить хорошей возможностью для покупки на низких уровнях. Мы остаемся оптимистично настроенными относительно долгосрочных перспектив компании по сохранению своей целостности.</p>
22 апреля	<p>В офисе ЮКОСа вновь проведен обыск, в рамках расследования уголовных дел в отношении Томскнефть и Самаранефтегаза</p> <p>Вчера главное управление МВД произвело обыск и выемку документов в главном офисе ЮКОСа в рамках расследования обвинений по неуплате налогов дочерними компаниями. В рамках данного расследования обвиняются в укрытии налогов добывающие дочерние компании (Томскнефть и Самаранефтегаз). Расследование в отношении Томскнефти было инициировано в конце прошлого года, и компания обвиняется в уклонении от уплаты налогов в размере \$34 млн (1 млрд руб) в 1998-1999. Дело против Самаранефтегаза было возбуждено 26 марта, и компания обвиняется в укрытии налогов на сумму 3,2 млрд (\$110 млн) посредством продажи нефти по фиктивным контрактам.</p> <p>По информации источников, близких к расследованию (на которые ссылаются Ведомости), обыск также поможет органам собрать базу доказательств по претензиям МНС к ЮКОСу по неуплате налогов на сумму \$3,5 млрд, по которым он также не исключает, возможность возбуждения уголовного дела. Иск на \$3,5 млрд в настоящий момент рассматривается Московским Арбитражным Судом, и предварительные слушания назначены на 7.</p>
26 апреля	<p>ЮКОС: предупреждение банков вызывает панику</p> <p>Синдикат иностранных банков предупредил, что ЮКОСу грозит «потенциальный» дефолт, учитывая комбинацию \$3,5 млрд. налоговых требований и недавнее постановление суда, запрещающее компании продавать активы. Угроза, которая следует за резким понижением рейтинга ЮКОСа на прошлой неделе снова подорвала веру инвесторов в ЮКОС, которая всего две недели назад выглядела крепкой.</p> <p>Мы считаем, что ЮКОС – благодаря дефолту, налоговым требованиям, рискам разделения и прочему – перепродан. Вкратце, вот почему: Мы полагаем, что справедливая стоимость ЮКОСа БЫЛА БЫ около \$45,4 млрд., если бы не было необычных рисков (нет дела ЮКОСа и т.п.) и что рынок принял его, как владельца 92% Сибнефти. Это цена, рассчитанная на основе DCF, и она соответствует цене акции примерно \$16,81 (АДР \$67,24). Помимо наших расчетов, мы считаем, что большинство инвесторов согласится, что акции ЮКОСа стоили бы в интервале \$15-20, если бы дело ЮКОСа никогда бы не происходило.</p> <p>Итог: риски значительны, но на наш взгляд большей частью уже заложены в цену. Краткосрочные перспективы требуют от инвестора крепких нервов, но среднесрочные перспективы на наш взгляд должны будут вознаграждать инвесторов.</p>

**Илл. 42. Основные события (продолжение)**

Дата	Событие
27 апреля	<p>ЮКОС: телеконференция с инвесторами проясняет позицию по основным вопросам</p> <p>Вчера ЮКОС провёл телеконференцию с инвесторами, чтобы обсудить текущее налоговое расследование, риск дефолта по кредитам и некоторым другим вопросам. Компания всё ещё считает свою позицию по претензиям налоговых властей (\$3,3 млрд.) сильной, однако она признала риск несправедливого судейства. ЮКОС утверждает, что он не подлежит штрафам, так как следовал букве закона, которая в России более важна, чем его дух. Также компания заявила, что была удивлена, получив в середине апреля штраф от налоговых властей на \$3,3 млрд. и решение суда, замораживающее активы, учитывая, что ЮКОС полагает, что уже указал на ошибки в расчётах налоговых властей в январе – и которые министерство приняло. Компания ожидает объявлений со стороны налоговых властей в ближайшем будущем, касающиеся 2001-2003 финансовых годов (наиболее вероятно 2001 г.) ЮКОС также предположил, что правительство ведёт расследование по поводу подобных налоговых вопросов в Сибнефти.</p> <p>Компания заявила, что имеет «поддерживающие» рабочие отношения с банками, которые ни отзываю кредитов, ни инициируют дефолт автоматически после недавних понижений рейтинга. У компании \$1 млрд. денежных средств на балансе, так что у компании есть некоторая краткосрочная «подушка безопасности». Однако любой новый штраф или требование крупного платежа (помимо кредитов) скорее всего потребует продажи активов ЮКОСа (т.е. акций Сибнефти).</p> <p>Также пресса сообщила, что основные акционеры ЮКОСа попросили Виктора Геращенко рассмотреть возможность занять пост председателя совета директоров. Теоретически это может означать, что ЮКОС сделает полезную косметическую перестановку, хотя Геращенко не считается особенно близким текущему правительству. Однако он недавно поддержал повышение налогов в нефтяном секторе, и это предложение даёт понять, что ЮКОС посылает сигнал, что готов прислушаться к правительственным предложениям.</p> <p>Мы полагаем, что ЮКОС, несмотря на риски, выгодно оценён при текущем уровне цен, считая, что инвесторы примут как основную предположку, что правительство не намерено прекратить деятельность компании.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Энергетика

Виталий Зархин, (7 095) 788-0320
Наталья Деветьярова, (7 095) 783-5009

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

PAO EЭС**Илл. 43. Основные события**

Дата	Событие
1 апреля	<p>Deutsche Bank запустил программу спонсируемых GDR на обыкновенные акции PAO EЭС</p> <p>Deutsche Bank с 1 апреля 2004 года запустил программу спонсируемых GDR на обыкновенные акции PAO «EЭС России». Расписки будут выпущены по правилу S. Правило S предусматривает размещение расписок среди институциональных европейских инвесторов. Расписки выпускаются из расчета 100 обыкновенных акций PAO на одну GDR.</p> <p>Банк предлагает владельцам депозитарных расписок PAO «EЭС», выпущенных по правилу S в рамках неспонсируемой программы, бесплатно конвертировать их в расписки, выпускаемые в рамках новой спонсируемой программы. Конвертацией занимается американское подразделение банка – Deutsche Bank Trust Company Americas. Предложение действительно в течение 90 дней.</p> <p>У PAO «EЭС России» уже существует спонсируемая программа ADR I уровня на обыкновенные (по данным на конец февраля 2004 года в обращении находились такие расписки на 2.64% от уставного капитала PAO) и привилегированные акции (0.86%), депозитарием по которым выступает Deutsche Bank.</p> <p>The Bank of New York реализует неспонсируемую программу ADR на обыкновенные акции энергохолдинга по правилу S (6.06%). Неспонсируемая программа ADR реализуется с 12 мая 1997 года, спонсируемая – с 10 декабря 2001 года.</p>
1 апреля	<p>В. Христенко получил полномочия на проведение реформы PAO EЭС</p> <p>Пресс-служба российского правительства официально объявила о том, что на возглавляемое В. Христенко Министерство промышленности и энергетики будет возложена ответственность за энергетический сектор и реформирование сектора газа. Минэкономразвития по-прежнему будет принимать участие в процессе реформирования, учитывая его роль в разработке тарифов.</p>
2 апреля	<p>Вопрос по ОГК будет решен до 30 июня, заявил М.Фрадков</p> <p>Правительство пока не приняло окончательного решения о механизме реализации оптовых генерирующих компаний, директива госпредставителям в Совете директоров PAO «EЭС России» подписана не будет, пока глава Правительства Михаил Фрадков лично не разберется во всех деталях этого вопроса. Об этом премьер-министр сообщил в беседе с журналистами, добавив, что вопрос должен быть окончательно урегулирован до годового собрания акционеров PAO 30 июня.</p> <p>Глава Правительства добавил, что затягивать решение по данному вопросу нельзя. «Нужно определиться и не затягивать процесс, нельзя держать в неведении общественность и фондовые рынки», – сказал М.Фрадков.</p>
2 апреля	<p>Миноритарные акционеры АО-энерго поддерживают реформу региональных энергокомпаний</p> <p>Об этом сообщил руководитель реформирования в Центре управления реформы PAO «EЭС России» Александр Чикунов.</p> <p>Он напомнил, что на данный момент на собраниях акционеров 9 региональных энергокомпаний уже принято положительное решение об их реорганизации. И в ходе голосования по вопросам реорганизации «не было ни одного срыва или системного голосования против», сказал А.Чикунов, напомнив, что для принятия положительного решения по реорганизации необходимо набрать 75% плюс один голос.</p> <p>До конца текущего года планируется принять решение о разделении еще в тридцати региональных энергокомпаниях.</p>

**Илл. 44. Основные события (продолжение)**

Дата	Событие
5 апреля	Инвесторы выходят на рынок сбыта По сообщению прессы, Евгений Устименко, владелец компании «Энергоинвест», занимающейся сбытом и поставкой электроэнергии в Казахстане, подтвердил, что ему принадлежит 30% акций Калугазэнерго и 20% Воронежэнерго. Основной целью его инвестиционной стратегии являются предприятия, занимающиеся сбытом и поставкой электроэнергии.
6 апреля	МДМ владеет 6%-ным пакетом акций РАО ЕЭС, не планирует участвовать в аукционах по продаже ОГК У акционеров «Сибирской угольной энергетической компании» (СУЭК) Андрея Мельниченко и Сергея Попова нет планов по использованию принадлежащего им пакета акций РАО «ЕЭС России» для получения крупных пакетов во вновь создаваемых компаниях в ходе реформы электроэнергетики (ОГК). Об этом сообщил руководитель СУЭК Владимир Рашевский, который ранее занимал пост председателя правления МДМ-Банка. По его словам, этот пакет всегда рассматривался как портфельная инвестиция с целью увеличить его стоимость, и в конечном итоге «выйти в деньги, в том числе, за счет возможностей, которые будут открываться». В.Рашевский сказал, что владельцем акций энергохолдинга является кипрская компания, принадлежащая А.Мельниченко и С.Попову. Эти акции находятся в управлении МДМ-банка. Он не уточнил размер пакета акций энергохолдинга, сказав, что цифра в 6% в последнее время упоминавшаяся в прессе близка к реальности. Заявление г-на Рашевского стало первым официальным подтверждением того, что МДМ существенно сократил свое присутствие в РАО ЕЭС за последние месяцы. На базе СУЭК будут объединены энергетические и угольные активы, находившиеся ранее под управлением ЗАО «Управляющая компания Группа МДМ». В процессе объединения активов будут задействованы крупные пакеты акций ряда АО-энерго (Алтайэнерго, Бурятэнерго, Красноярскэнерго, Кузбассэнерго, Читазэнерго, Амурэнерго, Дальэнерго, Хабаровскэнерго и Якутскэнерго), а также пакет акций ЗАО «ЛутЭК». При этом ТГК по-прежнему являются наиболее интересным для компании активом в электроэнергетике.
6 апреля	Стартовая цена ОГК № 5 может составить USD 900 млн., сообщил представитель Минэкономразвития Руководитель департамента Минэкономразвития В. Кравченко высказался по вопросу запланированных аукционов по продаже оптовых генерирующих компаний (ОГК). Г-н Кравченко подчеркнул, что первой выставленной на продажу генерирующей компанией станет пятая ОГК (установленная мощность ОГК составляет 8756 Мвт, она владеет электростанциями в Уральском и Ростовском регионах и Конаковской ГРЭС). Кроме того, г-н Кравченко сказал, что аукцион по продаже генерирующей компании может пройти уже в декабре текущего года, а стартовая цена может составить около USD 900 млн (по оценкам ряда экспертов примерно \$100 000/МВт). По оценкам ряда экспертов, стартовая цена в USD 900 млн представляется вполне оправданной и отражает текущие котировки акций РАО ЕЭС (за исключением сетевых активов). Как отмечается в газете Ведомости со ссылкой на анонимного чиновника из правительства, \$900 млн недостаточно высокая цена, и одна ОГК может стоить не менее \$1,5 млрд.
13 апреля	Комитет РАО ЕЭС по стратегии и реформированию рекомендовал ужесточить критерии для принятия решения о продаже станций с монопотребителем Совету директоров РАО «ЕЭС России» рекомендовано обособлять станции с монопотреблением по индивидуальным схемам с целью максимизации доходов. Речь идет о восьми электростанциях, ориентированных на энергоснабжение монопотребителя, с суммарной установленной мощностью около 1600 МВт. Комитет также решил, что решение об обособлении должно приниматься только при наличии угрозы потерять стоимость станции по причинам, не зависящим от менеджмента, а также при возможности получить дополнительный доход для акционеров РАО ЕЭС и соответствующей дочерней компании. Комитет определил, что решение об обособлении станции может приниматься лишь на основе сравнения всех существующих способов обособления: создание простого товарищества, аренда станции монопотребителем, продажа, доверительное управление и долгосрочный договор на поставку электроэнергии. Комитет решил, что продажа станции должна осуществляться за деньги на торгах, аукционе или конкурсе. Вырученные от продажи средства АО-энерго должно направлять либо своим акционерам в виде дивидендов, либо на приобретение собственных акций. Если торги (аукцион или конкурс) по продаже будут признаны не состоявшимися, то решение о дальнейшей судьбе станции должен принимать совет директоров РАО ЕЭС.
14 апреля	Дэвид Херн предлагает вознаграждать менеджмент РАО ЕЭС акциями Глава комитета РАО «ЕЭС России» по стратегии и реформированию, управляющий директор Halcyon Advisors Дэвид Херн предлагает совету директоров энергохолдинга рассмотреть вопрос о создании системы мотивирования менеджмента РАО. Он предлагает стимулировать менеджмент РАО «ЕЭС» по схеме ESOP (Employee Stock Ownership Plan). Суть предложений в том, чтобы вознаграждать менеджмент РАО «ЕЭС» акциями энергохолдинга, которые будет покупать на фондовом рынке специально созданная компания. При этом, считает Д.Херн, акционеры РАО «ЕЭС» должны стремиться стимулировать максимальное число сотрудников компании. Для реализации этой схемы, по его расчетам, будет достаточно около 1% акций РАО «ЕЭС».
15 апреля	РАО ЕЭС скорректировало ранее объявленные неконсолидированные показатели чистой прибыли компании по РСБУ за 2003 г. до \$803 млн. вместо \$1,4 млн., объявленных ранее Руководство РАО ЕЭС приняло решение скорректировать ранее объявленные неконсолидированные показатели чистой прибыли компании за 2003 г. В результате чистая прибыль по российским стандартам учета составит 24.4 млрд руб. (\$803 млн.) вместо 42,9 млрд руб. (\$1,4 млн.) В 2002 г. чистая прибыль компании составила 31.0 млрд руб. Финансовый Директор компании Д. Журба пояснил, что РАО ЕЭС воспользовалось предоставленным законодательством правом отражать в отчетности номинальную стоимость дочерних и зависимых обществ (АО-энерго и электростанций), а не рыночную. Без учета обесценивания активов чистая прибыль компании за прошлый год ранее заявлялась на уровне 42,9 млрд руб. (\$1,4 млн.). Показатель чистой прибыли по РСБУ используется для расчета дивидендов компании по итогам года. В то же время инвесторы предпочитают оценивать компанию на основе финансовой отчетности по МСФО, так как в результатах по РСБУ не консолидируется отчетность дочерних подразделений РАО.

**Илл. 45. Основные события (продолжение)**

Дата	Событие
19 апреля	<p>Гендиректор группы ЕСН Григорий Березкин подтвердил, что компания владеет 5,3% акций РАО ЕЭС</p> <p>В ходе Российского экономического форума в Лондоне он вновь подтвердил журналистам, что намерен претендовать на получение доли в оптовых генерирующих компаниях (ОГК), создаваемых на базе крупнейших электростанций РАО «ЕЭС». По словам Г.Березкина, он намерен претендовать на акции тех ОГК, которые будут выставлены на продажу первыми. Г.Березкин сообщил, что способ продажи ОГК ему не принципиален. Однако, по его словам, он хотел бы избежать продажи ОГК только за акции РАО «ЕЭС». Говоря о других генерирующих компаниях, которые будут создаваться в ходе энергореформы – территориальных (ТГК), Г.Березкин отметил, что на, его взгляд, наиболее интересные Московская ТГК и компания, которая будет создаваться на северо-западе России. Группа ЕСН в консорциуме с итальянской энергетической компанией Enel выиграла тендер на управление Северо-Западной ТЭЦ. Г.Березкин сообщил, что группа ЕСН со своим партнером приступит к управлению станцией 1 июля.</p>
19 апреля	<p>Е.ON еще раз заявляет об интересе к российской энергетике</p> <p>Председатель правления немецкого газового концерна E.ON Вульф Бернотат еще раз заявил об интересе своей компании к российской энергетике. Однако, по словам Бернотата, E.ON вряд ли будет совершать какие-либо крупные приобретения в России – скорее компания станет развивать уже существующие проекты. Немецкий концерн изучил имеющиеся в России возможности и планирует проинформировать инвесторов о своих планах в течение ближайших нескольких месяцев. По словам Бернотата, для принятия решения об участии E.ON в каких бы то ни было проектах в России необходимо будет обеспечить достаточно высокую рентабельность инвестиций – порядка 15%-20%.</p>
21 апреля	<p>Виктор Христенко высказался против пропорционального распределения акций ОГК, но поддержал идею спецаукционов</p> <p>Правительство РФ решило отказаться от пропорционального распределения акций оптовых генерирующих компаний (ОГК) в ходе реформирования электроэнергетики, отдав предпочтение способу их продажи на спецденежных аукционах, платежным инструментом на которых должны стать как денежные средства, так и акции РАО «ЕЭС России», причем объем продаж долей ОГК за денежные средства должен быть увеличен. Об этом заявил глава Минпромэнерго Виктор Христенко. Он назвал «сложным и непрозрачным» механизм пропорционального распределения акций. Христенко подтвердил недавнее заявление Премьер-министра РФ Михаила Фрадкова о том, что решение о способе продажи ОГК на правительственном уровне будет принято до 30 июня. Он вновь отметил, что базовая позиция правительства заключается в том, что реализация ОГК «должна происходить на открытых публичных торгах», при этом как средство оплаты «в первую очередь будут приниматься деньги», а также акции. В настоящее время в правительстве прорабатываются детали и техника аукционов.</p>
23 апреля	<p>Совет Директоров РАО ЕЭС одобрил состав Территориальных Генерирующих Компаний</p> <p>На своем ежемесячном заседании Совет Директоров РАО ЕЭС одобрил состав 14 ТГК, создаваемых в процессе реформирования энергетики на базе генерирующих мощностей региональных АО-энерго. Состав ТГК соответствует предложению менеджмента РАО ЕЭС, сделанному несколько месяцев назад.</p>
27 апреля	<p>РАО ЕЭС начало оценку активов ОГК</p> <p>РАО ЕЭС привлекло две аудиторские фирмы для оценки шести оптовых генерирующих компаний, которая должна быть завершена к концу мая. Руководство РАО ЕЭС намерено продолжать реформу сектора, несмотря на неопределенность относительно механизма проведения аукционов по ОГК, решение по которому правительство планирует принять до 30 июня. Оценка активов ОГК – необходимое условие для определения стартовой цены аукционов, при этом проведение первого из них назначено на конец 2004 г. – начало 2005 г.</p>
28 апреля	<p>Газпромбанк объявил цену приобретения акций РАО ЕЭС и Мосэнерго</p> <p>Газпромбанк официально объявил, что является крупным акционером РАО ЕЭС и Мосэнерго. Инвестиционный меморандум Газпрома, который компания подготовила для покупателей своих 30-летних евробондов, содержит информацию о том, что в мае 2003 г. дочерний банк монополии – Газпромбанк приобрел 15,76% акций «Мосэнерго» за 10,9 млрд. руб. (\$0.079 или 2.45 руб. за обыкновенную акцию, \$128/кВт), а в январе 2004 г. – 5,3% акций РАО ЕЭС за 19,8 млрд. руб. (\$0.30 или 8.66 руб. за обыкновенную акцию, \$149/кВт). В инвестиционном меморандуме Газпрома эти энергетические активы называются «краткосрочным вложением». Однако пока ни сам монополист, ни Газпромбанк пока не решили, что им делать с акциями энергокомпаний. По словам представителя Газпрома, все будет зависеть от того, каким образом пойдет реформа РАО и какая выгода будет получена от реструктуризации Мосэнерго. Наличие в РАО и Мосэнерго такого крупного акционера как Газпром ни для кого давно не секрет. Первые слухи об этом появились в 2003 году. Для избрания в Совет директоров РАО «ЕЭС России» Газпромбанк предложил 9 кандидатов на 15 мест, в Совет директоров Мосэнерго – 6 кандидатов на 13 мест.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Иркутскэнерго**Илл. 46. Основные события**

Дата	Событие
27 апреля	<p>Дивиденды Иркутскэнерго за 2003 год останутся на уровне 2002 года (0,13 цента), дивидендная доходность менее 1%</p> <p>Совет директоров Иркутскэнерго рекомендовал выплатить дивиденды по итогам 2003 года в размере 0.13 цента (3,65 копеек) на одну обыкновенную акцию, дивидендная доходность составила менее 1%. Общее собрание акционеров назначено на 25 июня, дата отсечения – 5 мая.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 47. Основные события

Дата	Событие
20 апреля	Газпром купил у Правительства Москвы 5% акций Мосэнерго По сообщениям российских СМИ, правительство Москвы продало 5% акций Мосэнерго Газпрому, сохранив за собой 3% бумаг этого АО-энерго. В результате доля Газпрома в энергетической компании возросла с 16% до 21%.
27 апреля	Совет Директоров Мосэнерго установил цену выкупа акций у акционеров, не согласных с планом реструктуризации компании, на уровне \$0,063, что на 30% ниже текущей рыночной цены Совет Директоров Мосэнерго отменил свое прежнее предложение выкупить 10% акций Мосэнерго на вторичном рынке до начала разделения компании. Более того, Совет Директоров, утвердил цену, по которой акционеры, не согласные с планом реструктуризации, могут продать свои акции компании – \$0,06 за акцию, что, по приблизительным расчетам, на 30% ниже текущей рыночной цены (27 апреля – \$0,085). План реструктуризации Мосэнерго будет обсуждаться на Годовом Собрании Акционеров 28 июня, дата отсечки назначена на 13 мая. Мосэнерго будет разделено по видам бизнеса на 14 новых компании, крупнейшей из которых станет Московская Генерирующая Компания (10,6 гВт). Также из Мосэнерго будут выделены четыре независимые электростанции (с общей установленной мощностью в 4,2 гВт), которые впоследствии будут интегрированы в ОГК, и одна распределительная компания. Акционеры Мосэнерго получают пропорциональные доли в этих компаниях. Также Совет Директоров сделал предложение о выплате дивидендов за 2003 год. Общая сумма выплат составит примерно \$20 млн. (на 19% выше уровня 2002 года), что означает дивидендную доходность примерно 0,7%.

Источник: оценки Альфа-Банка

Телекомы

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

Хотя первая половина мая в России – период праздников, в текущем месяце телекоммуникационный сектор станет источником многих заметных событий:

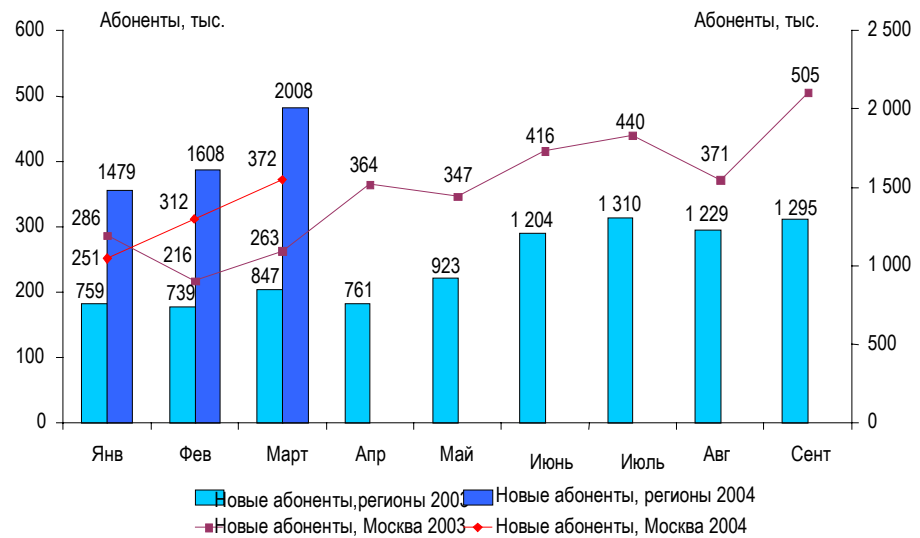
- 6 мая – отчет Голден Телеком за 1 кв. 2004 г. по US GAAP;
- 7 мая – День Радио, государственный праздник работников телекоммуникационного сектора;
- 14 мая – открытие «СвязьЭкспоком-2004» – российского аналога международной выставки «CeBit»;
- Вторая половина мая – отчет Ростелекома за 2003 г. по МСФО и ВымпелКома за 1 кв. 2004 г. по US GAAP.

С началом дачного сезона в мае наблюдается рост продаж мобильных телефонов и эфирного времени

Кроме того, в мае открывается дачный сезон, который влечет за собой сезонный рост продаж и увеличения использования телефонов. Последние данные по количеству абонентов мобильной связи станут показателем того, насколько рынок будет близок к насыщению в ближайшей перспективе. Самые свежие подтвержденные данные за февраль и март, когда число новых абонентов выросло по сравнению с тем же периодом прошлого года (Илл. 48), показывают, что рынку еще далеко до насыщения.



Илл. 48. Количество новых абонентов в 2003 и 2004 гг.



Источник: AC&M Consulting

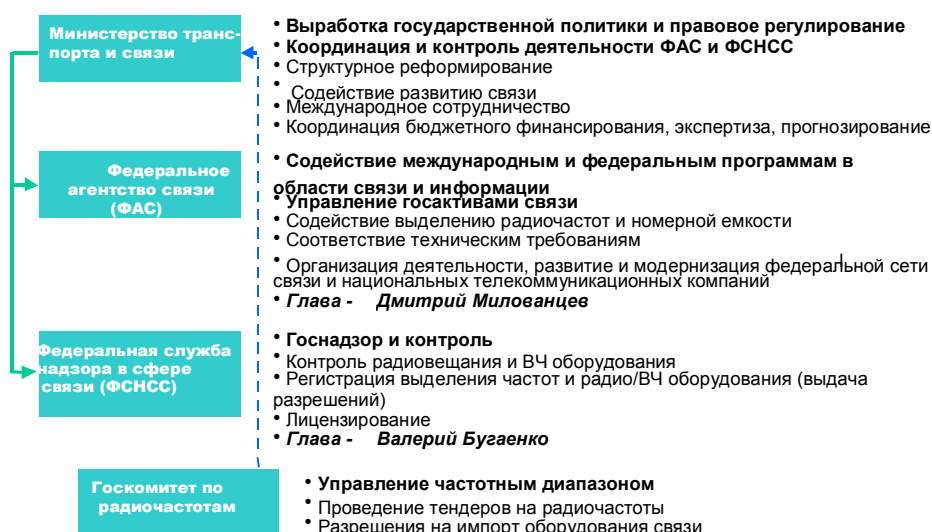
В мае многие компании объявляют финансовые результаты

В мае мы ожидаем продолжения реформирования регулирующих органов сектора

Однако, в отличие от второго и третьего кварталов, которые являются традиционно прибыльными для операторов мобильной связи, по итогам первого квартала не стоит ожидать высоких результатов. Позднее в мае мы опубликуем наши прогнозы относительно результатов операторов мобильной связи.

Мы также ожидаем, что в мае будет продолжена административная реформа сектора, которая проведет четкое разграничение функций между различными регулирующими ведомствами, комитетами и т.д. Напомним, что реформа началась 9 марта 2004 г., когда президент Путин подписал указ об учреждении нового Министерства транспорта и связи, Федерального агентства связи и Федеральной службы по надзору в сфере связи, которые находятся в подчинении министерства. К этим трем органам перешли основные функции бывшего Министерства связи.

Другой указ от 6 апреля с.г. расширил сферы влияния министерства, Федерального агентства связи и Федеральной службы по надзору в сфере связи (Илл. 49). Однако, необходима дальнейшая разработка нормативов и инструкций, отсутствие которых тормозит работу телеком компаний, так как создается атмосфера неопределенности относительно распределения номерной емкости, частот, ввоза телекоммуникационного оборудования и других вопросов.

Илл. 49. Новая структура регулирующих органов сектора


Источник: Законодательные акты

В мае мы ожидаем создания Федерального агентства по информатизации. По словам директора Федерального агентства связи Дмитрия Милованцева, соответствующие документы уже направлены в правительство. Основными функциями Федерального агентства по информатизации станут координация работы государственных автоматизированных систем, например, ГАС «Выборы» или ГАС «Правосудие», а также руководство правительственной программой «Электронная Россия». Как и Федеральное агентство связи, новое агентство будет подчиняться Министерству транспорта и связи.

В конце апреля Министерство Финансов подало в правительство проект закона относительно дальнейшей административной реформы в этом секторе. Основные предложения Минфина – ликвидировать Государственный комитет по радиочастотам (ГКРЧ, см. Илл. 49 выше) и лишить Министерство транспорта и связи некоторых основных функций, включая распределение радиочастотного спектра. Также, предлагается передать функцию распределения частот напрямую правительству.

Рынок негативно отреагировал на проект закона, так как он угрожает увеличению бюрократии в секторе. Мы ожидаем дальнейших комментариев по данному вопросу и будем отслеживать развитие ситуации и возможные последствия.

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 50. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	361	550	660	792
ЕБИТДА, млн. \$	115	181	220	268
Чистая прибыль, млн. \$	55	76	97	123
P/E	N/3	14,3	11,3	8,9
EV/ЕБИТДА	9,3	5,9	4,9	4,0
Капитализация, млн. \$	1 088			
EV, млн. \$	1 065			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 51. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Самый большой альтернативный оператор в России
- Сильный балансовые показатели

Слабые стороны

- Относительно низкая ликвидность
- Ограниченная транспортная инфраструктура

Возможности

- Приобретения альтернативных операторов
- Дальнейшая экспансия в регионы

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

МТС

Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	2 546	3 640	4 392	4 950
ЕБИТДА, млн. \$	1 339	1 886	2 275	2 567
Чистая прибыль, млн. \$	517	950	1 164	1 334
P/E	21,6	11,7	9,6	8,4
EV/ЕБИТДА	8,3	5,9	4,9	4,3
Капитализация, млн. \$	11 153			
EV, млн. \$	11 154			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 53. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение
- Наибольшая (38%) 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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 54. Основные события

Дата	Событие
------	---------

29 апреля **S&P увеличило долгосрочный корпоративный рейтинг МТС до ВВ-**

S&P вчера увеличило долгосрочный корпоративный кредитный рейтинг МТС до 'ВВ-' с 'В+', «принимая во внимание устойчивые лидирующие рыночные позиции компании и значительный рост операционного денежного потока». Прогноз остается стабильным. Кроме того, S&P увеличил рейтинг необеспеченных долговых обязательств Mobile Telesystems Finance S.A. до 'ВВ-' с 'В+'.

Помимо сохранения лидирующих позиций на российском и украинском рынках, S&P приняло во внимание сохранение финансовой независимости МТС от его основного акционера, имеющего меньший рейтинг, АФК Система.

S&P ожидает, что МТС улучшит операционный денежный поток после капитальных инвестиций, приобретений и дивидендов, и что данный показатель с отрицательного сменится в 2005 году на положительный, даже с учетом дополнительных инвестиций в сотовую связь третьего поколения.

Хотя новость и является позитивной, мы не ждем ее значительного влияния на рынок в краткосрочной перспективе. На данный момент инвесторы фиксируют прибыль в акциях мобильных компаний, чей рост с начала года существенно превысил рост индекса.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 55. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1 336	2 125	2 603	2 912
ЕБИТДА, млн. \$	613	964	1 208	1 378
Чистая прибыль, млн. \$	234	426	526	598
P/E	21,5	11,8	9,6	8,4
EV/ЕБИТДА	11,2	7,1	5,7	5,0
Капитализация, млн. \$	5 036			
EV, млн. \$	6 845			
Число абонентов, '000	5 155			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 56. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Лидерство на московском рынке (49%)
- 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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Илл. 57. Основные события

Дата	Событие
2 апреля	<p>Президент ВымпелКома подтвердил, что компания всё ещё испытывает административное давление. «Ведомости» опубликовали интервью с Александром Изосимовым, Президентом ВымпелКома, в котором он прокомментировал несколько вопросов: Г-н Изосимов подтвердил, что ВымпелКом всё ещё ощущает административное давление, которое выражается в т.ч. в нескольких исках от различных групп абонентов, однако представленных теми же адвокатами. Тем не менее, Президент надеется, что публичность вокруг конфликта позволит избежать юридических рисков во время слияния между ВымпелКомом и КБ Импульс (100% дочерней компанией). Административные риски могут возникнуть из-за 30-дневного периода между датой, когда КБ Импульс (держатель лицензии GSM и частот) перестанет существовать, и датой, когда его наследник, т.е. ВымпелКом, может получить лицензию и частоты обратно и начать деятельность де-юре. Компания надеется на поддержку от Минтранссвязи в данном вопросе.</p> <p>Президент подтвердил, что он намерен обсудить с новым министром возможность для ВымпелКома, второго российского оператора, стать федеральным оператором де-факто. Компания также рассматривает возможность проникновения в регион путём приобретений. Александр Изосимов также заявил, что ВымпелКом не готов закрыть вопрос о продаже Примтелефона (напомним, что 50% Примтелефона были проданы МТС за \$31 млн., хотя ВымпелКом предложил \$35 млн. за этот пакет), и не отвергает возможности подачи иска против Дальсвязь в суд.</p> <p>В целом, Президент выделил три операционные проблемы, на которых компания будет концентрироваться в ближайшем будущем:</p> <ul style="list-style-type: none"> - лицензия на Дальний Восток - высокий отток абонентов <p>Качество сети МТС считается более высоким, чем у ВымпелКома, хотя технические параметры сетей близки. Изосимов также упомянул, что он не ожидает значительного снижения тарифов, скорее, они станут более ориентированными.</p>
6 апреля	<p>ВымпелКом показал лучший рост в регионах, чем МТС несмотря на меньшее присутствие. В марте было достигнуто увеличение числа абонентов мобильной связи на 24%, было подключено 2,38 млн. новых абонентов. Абсолютный рост и в феврале, и в марте превысил новые подключения в соответствующие месяцы прошлого года. Проникновение мобильной связи в России достигло 29,1% (73,1% в Москве и 23,3% в регионах) и мы ожидаем дальнейшее сезонное ускорение роста в ближайшие месяцы. Однако, как мы написали в последнем ежемесячном обзоре, число «новых подключений» в России необязательно то же самое, что и число новых активных пользователей, что происходит по нескольким причинам, включая то, что некоторые пользователи могут владеть несколькими SIM-картами различных операторов. В то же время ВымпелКом продемонстрировал впечатляющий рост абонентской базы в Санкт-Петербурге и регионах, где он лидировал на рынке (48% и 28% от новых подключений, соответственно). Доля МТС в новых подключениях в регионах составила 24%. Успех ВымпелКома в регионах особенно впечатляет потому, что он ведёт деятельность всего в 56 регионах против 62 у МТС и 61 у Мегафона.</p>
14 апреля	<p>Агентство Standard & Poor's повысило долгосрочный кредитный рейтинг ВымпелКома до BB-, прогноз позитивный</p> <p>Агентство S&P повысило рейтинг ВымпелКома до BB-, позитивный (на две ступени ниже суверенного – ВВ+, стабильный) с В+, стабильный. По словам агентства, это повышение отражает способность ВымпелКома «улучшить финансовое положение и преодолеть административные проблемы».</p> <p>Кредитный рейтинг МТС остался без изменений и находится на одну ступень ниже рейтинга ВымпелКома – В+, стабильный. В 2003 г. отношение Чистый долг/ EBITDA МТС составило 1,2 по сравнению с 0,5 у ВымпелКома. Этот показатель последнего может увеличиться после получения предложенного размещения еврообондов на сумму \$300 млн., которое будет проведено UBS (Luxemburg) S.A.</p> <p>Отдельной новостью, генеральный директор ВымпелКома Александр Изосимов подтвердил, что компания столкнулась с нехваткой номерной ёмкости. Это, в свою очередь, может неблагоприятно повлиять на финансовые результаты года. Проблема усилилась из-за недавней административной реформы. Однако следует отметить, что в отличие от конкурентов, которых регулятор вынудил использовать различные федеральные номера в сетях различных регионов, номерная ёмкость ВымпелКома единая для всей сети и те же коды применяются на различных территориях. МТС пришлось пройти болезненную процедуру замены номеров у миллиона абонентов в 2002 г. и мы ожидаем, что ВымпелКому когда-нибудь тоже придётся это проделать.</p>
20 апреля	<p>ВымпелКом проиграл дело о лицензиях, инициированное одним из абонентов</p> <p>«Коммерсантъ» сообщил, что ВымпелКом проиграл дело, инициированное абонентом Александром Мамонтовым, который заявил, что его контракт на абонентское обслуживание ничтожен, так как у ВымпелКома нет лицензии на деятельность в Московской области. Напомним, что КБ Импульс, 100% дочка ВымпелКома, имеет лицензию на этот регион.</p> <p>Решение суда устанавливает, что контракт недействителен, так как в нём не оговорено, что услуги могут предоставляться третьими сторонами, т.е. КБ Импульс. Это привело незаконному получению доходов компанией, так что суд постановил аннулировать контракт и компенсировать понесённые издержки.</p> <p>Это решение подтверждает, что ВымпелКом остаётся под административным давлением, несмотря на процесс объединения с КБ Импульс, который был недавно запущен. Согласно «Коммерсанту», Мамонтова поддерживают те же адвокаты, что консультировали других абонентов, которые пытались подать в суд на ВымпелКом по тому же вопросу, однако с меньшим успехом.</p> <p>Такое решение очень неблагоприятно для ВымпелКома во всех аспектах, так как оно не только создаёт прецедент для последующих претензий абонентов, но и претензий со стороны властей. Первые более важны, учитывая, что срок давности в России – три года.</p> <p>Тем не менее, мы верим в юристов ВымпелКома и надеемся, что апелляционный суд примет решение, соответствующее практике бизнеса и подобным решениям судов, затрагивавших компанию. В то же время цена акций почувствует давление.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка



Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 58. 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. \$	1 341			
EV, млн. \$	1 342			
Используется линий, '000	4 040			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 59. 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

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 60. Основные события

Дата Событие

6 апреля	МГТС опубликовала положительные результаты за 2003 г. и прогнозы на 2004 год. Опубликованные результаты соответствовали ожиданиям инвесторов. Нас порадовал рост операционной прибыли год-к-году на 43%. Данный рост, прежде всего, был связан со снижением себестоимости на 22% притом, что выручка выросла на 26%, и коммерческие и управленческие расходы – только на 14% год-к-году. Тем не менее, компания ожидает, что норма операционной прибыли в 2004 снизится до 23% с 29% в 2003. Мы относим это к (1) предложенному росту зарплат до рыночного уровня (2) росту коммерческих и управленческих расходов, связанных с модернизацией компании (3) возросшей амортизацией (по той же причине). Компания ожидает в текущем году роста капитальных вложений на 28% до 3,2 млрд. руб.
20 апреля	Объединят ли Ростелеком с МГТС? Несколько прошедших дней циркулировали слухи о возможном слиянии МГТС и Ростелекома. Однако ни одна из затронутых сторон не прокомментировала ситуацию. В то же время, на Российском экономическом форуме в Лондоне заместитель министра транспорта и связи Леонид Рейман заявил, что не будет возражать против продажи или обмена на другие активы доли Связьинвеста в МГТС, если оценка стоимости будет справедливой. Эта новость была очень положительно воспринята Президентом АФК «Система» Евгением Новицким. Если все-таки переговоры о слиянии между московским оператором проводной связи и российским монополистом дальней связи имеют почву, мы видим два возможных варианта развития ситуации: Прямая продажа доли Связьинвеста в Ростелекоме Системе. Однако может показаться странным начинать приватизацию Связьинвеста по частям, начав с Ростелекома. Мы ожидаем, что решение по приватизации холдинга будет принято между 2П04 и 1П05. Если Ростелеком и МГТС объединятся, либо у государства, либо у Системы окажется миноритарный пакет, более вероятно, что у последней. Однако мы не думаем, что Системе импонирует перспектива статуса миноритарного акционера в компании, контролируемой государством. Таким образом, в ближайшее время мы не ожидаем, что Система станет держателем какого-либо существенного пакета акций Ростелекома. Однако, в свете недавних комментариев властей, мы можем ожидать позитивного (для Системы) решения о доле Связьинвеста в МГТС. Отдельной новостью. Цитируя источники в Связьинвесте, «Коммерсант» подтвердил, что Access Industries приобрела Mustcom, держателя 25%+1 акции Связьинвеста, на сумму \$625 млн. Однако официального подтверждения не последовало.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ростелеком

Илл. 61. 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	33,5	22,9	21,7	19,2
EV/EBITDA	4,3	4,0	4,5	4,5
Капитализация, млн. \$	2 083			
EV, млн. \$	1 832			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 62. 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. 63. Основные события**

Дата	Событие
13 апреля	Результаты Ростелекома по РСБУ за 2003 г.: исключительно высокая прибыль \$277 млн. 2003 г. стал исключительным, принимая во внимание существенное изменение методики расчётов с региональными телекомами, что привело к сильному росту и выручки, и затрат. Результаты 2003 г. соответствуют нашим ожиданиям по выручке, ниже ожиданий по норме EBITDA и на 15% выше нашего прогноза чистой прибыли. Мы переоценили норму EBITDA, которая сократилась до 31,9% с 44,6% в 3Кв03 по причине введения новой системы расчётов с МРК. Система привела к соответствующему росту и выручки (на 2444 млн. руб.) и операционных издержек (2308 млн. руб.) Норма EBITDA за весь 2003 г., рассчитанная без учёта эффекта введения новой системы расчётов, составила бы 44,8%, что соответствует средней рентабельности Ростелекома в течении года.

Источник: оценки Альфа-Банка

Металлургия

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

Мы ожидаем, что в мае реализуются два важнейших фактора, влияющих на цену акций Норильского Никеля

Мы ожидаем, что в мае реализуются два важнейших фактора, определяющих цену акций Норильского Никеля: публикация отчетности за 2003 г. по МСФО, а также раскрытие данных о его запасах базовых металлов и о производстве МПГ.

Поскольку рынок сейчас благоприятен, мы ожидаем, что Норильский Никель продемонстрирует сильные финансовые результаты за 2003 г. – наш прогноз по выручке и EBITDA: \$5,1 млрд и \$2,1 млрд, соответственно. По нашим оценкам, в 2003(П) на комбинате Норильский Никель произведено 0,853 млн унций платины и 2,728 млн унций палладия. Мы оцениваем запасы никеля и меди в 6 млн тонн и 16 млн тонн, соответственно (включая месторождения Талнахское и Октябрьское, на которые, по расчетам, приходится около 80% всех запасов базовых металлов компании). Раскрытие этих данных увеличит прозрачность компании, и после объявления величины запасов и производства МПГ (что, как мы ожидаем, произойдет в 3-м кв. 2004 г.) государственных секретов в сфере производственной деятельности у Норильского Никеля не останется.

Илл. 64. Норильский Никель – запасы базовых металлов

	Никель	Медь
	млн т	млн т
Все запасы, включая месторождения Талнахское и Октябрьское	6	16
	\$/т	\$/т
Долгосрочная цена	7 277	1 874
Стоимость, \$ млрд	44	29

Источник: оценки Альфа-Банка

В этом месяце Норильский Никель и Северсталь увеличили «рычаг» заемных средств (Норильский Никель – за счет краткосрочного банковского займа в \$800 млн, а Северсталь – путем размещения еврооблигаций на \$375 млн). Впрочем, обе компании имеют возможность увеличить объем заимствований, и, по нашим оценкам, их соотношение D/E находится на безопасных уровнях: 14% – у Норильского Никеля и 33% – у Северстали.

Одним из важнейших вопросов в отрасли был резкий рост цен на стальной прокат

В апреле одним из актуальнейших вопросов в отрасли был конфликт между крупнейшими в России производителями стали и главными потребителями по поводу резкого роста цен на стальной прокат, но этот спор, к сожалению, разрешен не был. Тем не менее, МЭРТ поддержало металлургов и сочло их цены на стальную продукцию обоснованными. Мы не ожидаем, что ценовая политика крупнейших металлургических компаний претерпит какие-либо ограничения. Учитывая ранее принятое Министерством по антимонопольной политике решение, лимитирующее ценовую практику ММК и Северстали, эти две компании, скорее всего, с дальнейшими ограничениями не столкнутся.



Мы подняли расчет справедливой цены Северстали с \$220 до \$250 за акцию

Северсталь объявила впечатляющие результаты за 2003 г., и значительный поток наличности позволил Совету директоров предложить за 4-й кв. 2003 г. дивиденды в 28 руб (\$0,98) на акцию. Учитывая дивиденды, выплаченные компанией за 1-е полугодие и 3-й кв. 2003 г, совокупные дивиденды за 2003 г. достигнут \$313 млн, что означает чрезвычайно высокий коэффициент выплат (около 51%). Годовое собрание акционеров назначено на 21 мая, а дата закрытия реестра – 2 апреля. В текущем году компания продолжит сильную дивидендную политику: за 1-й кв. 2004 г. руководство намерено выплатить дивиденды в 42 руб (\$1,5) на акцию.

Мы пересмотрели модель по Северстали, основанную на финансовом отчете компании по МСФО, после того, как были опубликованы ее итоги за 2003 г. по РСБУ, и после нашего пересмотра прогноза цен на сталь. Прогнозируемую на 2004 г. среднюю цену экспорта горячекатаной и холоднокатаной стали мы повысили до \$375 и \$450 за тонну, соответственно. В итоге мы подняли нашу расчетную справедливую цену Северстали с \$220 до \$250 за акцию (более подробно см. нашу аналитическую записку, озаглавленную: «Северсталь: в 2004 г. рентабельность будет еще выше»).

В апреле цены на золото и МПГ упали примерно на 10-11%: никель подешевел на 20% (до \$11150 за т), медь – на 10% (\$2759) (см. Илл. 65). Снижение цен происходило главным образом из-за ожиданий замедления темпов роста спроса со стороны Китая (особенно после заявлений представителей китайских ведомств об усилении контроля за предоставлением кредитов и иных мерах по «охлаждению» экономики) и на фоне укрепляющегося доллара.

Вместе с тем фундаментальные показатели отрасли по-прежнему высокие. Мы не меняем прогноз по цене на металлы, но отмечаем, что в краткосрочной перспективе волатильность на мировом рынке металлов может сохраниться.

Илл. 65. Цены на МПГ и цветные металлы

	Последняя цена	На конец апреля	Изменение, апрель, месяц к месяцу	Изменение с начала года по конец апреля	Прогноз Альфа-Банка на 2004 г. (средняя цена)
	\$	\$	%	%	\$
Золото, \$/унция	392	387	-9,3	-6,9	400
Платина, \$/ унция	812	799	-11,6	-1,8	750
Палладий, \$/ унция	251	256	-10,8	32,0	250
Никель, \$/т	10 910	11 150	-20,4	-32,8	14 000
Медь, \$/т	2 807	2 759	-10,3	19,0	2 750

Источник: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Норильский Никель

Илл. 66. 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	14,5	7,8	8,9	9,2
EV/EBITDA	6,2	4,5	5,0	5,2
Капитализация, млн. \$	13 647			
EV, млн. \$	13 266			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 67. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Илл. 68. Основные события

Дата	События
2 апреля	Технологические инновации улучшают перспективы палладия Норильского Никеля. Umicore, международная металлургическая и горнорудная группа, объявила, что готова представить новую технологию, которая позволит использовать палладий в качестве катализатора в системах контроля выхлопа дизельных легковых автомобилей. Растущая доля дизельных легковых автомобилей (ожидается, что в Европе доля дизельных автомобилей в продажах новых машин достигнет 45% в 2004 г.) увеличивала спрос на платину и снижала спрос на палладий. Новая технология позволяет заменить примерно четверть используемой в катализаторах платины на палладий. Принимая во внимание, что спрос на платину для использования в дизельных автомобилях только в Европе в 2003 г. составил 1 млн. унций, увеличение использования палладия в катализаторах может быть оценено в 300 тыс. унций, хотя внедрение новой технологии и сертификация новых катализаторов потребует 1,5-2 года. По нашим оценкам, суммарный спрос на палладий в 2004 г. составит 6,3 млн. унций, а избыток предложения – 0,4 млн. унций
5 апреля	Норильский Никель получает кредит в размере \$800 млн. на 6 месяцев; мы оцениваем D/E на безопасном уровне в 14%. ГКМ Норильский Никель получил на 6 месяцев необеспеченный кредит в размере \$800 млн для того, чтобы завершить покупку 20% в Gold Fields. Процентная ставка по кредиту составила LIBOR + 1,5% (LIBOR на 6 месяцев составляет 1,2%), и мы рассматриваем, что условия кредита для компании привлекательны. Тем временем, Норильский Никель и Anglo American объявили о том, что сделка закрыта. Напомним, что 29 марта Норильский Никель объявил о покупке 20% в Gold Fields за \$1,16 млрд. Мы оцениваем, что соотношение долга к собственным средствам (D/E) для Норильского Никеля составляло всего 5% на конец 2003. Принимая во внимание новый краткосрочный займ, мы оцениваем текущий долг на уровне \$1.2 млрд и D/E на уровне 14%, что является безопасным уровнем.
12 апреля	МПГ-резервы Норильского Никеля могут увеличиться на 5,5% до 209 млн. унц. Компания ГКМ Норильский Никель обнаружила месторождение, которое может содержать до 350 тонн (11,25 млн. унц.) металлов платиновой группы (МПГ). По словам Сергея Жабина, руководителя геологической службы Мурманской области, месторождение расположено на Кольском полуострове неподалеку от комбинатов Североникель и Печенганикель, и что полностью завершить разведку месторождений планируется в ближайшие три года. Резервы Норильского Никеля все еще засекречены, но мы оцениваем МПГ-резервы в 198 млн. унций (45 млн. унций платины и 153 млн. унций палладия). Таким образом, МПГ резервы Норильского Никеля могут увеличиться на 5,5% до 209 млн. унц. Мы полагаем, что данный рост резервов не является значительным для Норильского Никеля.
21 апреля	Норильский Никель может продать 15000 тонн никеля сверх производства в 2004П, увеличив выручку на 3% По информации Reuters, цитирующего главу подразделения по отношениям с инвесторами Сергея Поликарпова, компания может продать дополнительные 15000 тонн никеля сверх запланированного производства на уровне 245-250000 тонн. Дополнительный металл появится не из-за роста объемов планируемого производства или долгосрочных запасов, а из-за значительного улучшения ситуации с оборотным капиталом и снабжением. В нашей DCF модели мы предполагаем, что Норильский Никель продаст 247000 тонн никеля в 2004 (весь металл, который, как мы ожидаем, произведет компания). Если компания продаст дополнительные 15000 тонн, основываясь на нашем прогнозе средней цены на уровне \$14000 за тонну, компания могла бы получить дополнительные \$210 млн выручки, что привело бы к росту ожидаемой нами выручки на 3% относительно текущего прогноза в \$6,5 млрд.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	3 136	5 491	5 397	5 936
EBITDA, млн. \$	947	1 491	1 438	1 502
Чистая прибыль, млн. \$	504	849	803	846
P/E	N/3	4,0	4,3	4,0
EV/EBITDA	3,8	2,4	2,5	2,4
Капитализация, млн. \$	3421			
EV, млн. \$	3580			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 70. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 71. Основные события**

Дата	Событие
2 апреля	Северсталь опубликовала финансовые результаты по РСБУ за 2003: Благодаря благоприятному мировому рынку стали выручка выросла на 38% год-к-году до \$2662 млн в 2003 при том, что производство выросло на 3% до 8,81 млн т проката и средние цены выросли на 34% год-к-году. В то же время себестоимость выпуска выросла только на 24% год-к-году до \$1766 млн, что привело к росту валовой рентабельности с 27% в 2002 до 34% в 2003. Соответственно, операционная рентабельность выросла до 32% в 2003 по сравнению с 25% в 2002, что соответствовало нашим ожиданиям роста операционной рентабельности до 33%.
6 апреля	Северсталь разместила еврооблигации на \$375 млн на 10 лет; D/E – все еще на безопасном уровне в 33%. Северсталь разместила десятилетние еврооблигации объемом \$375 млн. Еврооблигации были размещены по номиналу, полугодовой купон установлен из расчета 9,25%. Выпуск уже был учтен в нашей DCF модели, и мы оцениваем соотношение долга к собственным средствам (D/E) на конец 2004П на уровне 33%. Принимая во внимание соответствующий средний коэффициент для компаний черной металлургии для развивающихся и развитых рынков на уровне около 75% и 70%, соответственно, мы рассматриваем коэффициент Северстали как безопасный. Мы пересмотрели нашу модель для Северстали после выхода результатов по РСБУ и пересмотра прогноза цен на прокат. Наш новый прогноз средних экспортных цен на ГК и ХК прокат составляет \$375/т и \$450/т для 2004П, соответственно. В результате мы увеличили нашу расчетную цену на акции Северстали с \$220 за акцию до \$250 за акцию.

Источник: оценки Альфа-Банка

Машиностроение

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

Прибыль уходит на инвестиции

Из-за большой потребности в финансировании российским автозаводам приходится сокращать размер дивидендов: КамАЗ, ПАЗ, ЗМЗ и УАЗ снова направили всю прибыль на развитие. ГАЗ решил ограничить выплату дивидендов только привилегированными акциями, причем размер дивиденда снизился с 14,4 руб. (\$0,452) на акцию за 2002 г. до 1,1 руб. (\$0,038) за 2003 г. Из общего ряда выбиваются две компании – АвтоВАЗ и Северсталь-Авто.

АвтоВАЗ рекомендует выплатить большие дивиденды

Совет директоров АвтоВАЗа рекомендовал собранию акционеров утвердить дивиденды за 2003 г. в размере 6 руб. (\$0,2) на обыкновенную и 95 руб. (\$3,1) на привилегированную акцию. Такие большие дивиденды компания может выплатить благодаря 7-кратному росту чистой прибыли по РСБУ (до \$152 млн.) и, по-видимому, имеющихся у менеджмента планов поддержать решение о выплате дивидендов по «префам» в размере 10% чистой прибыли, чтобы ослабить напряженность в отношениях с рядом миноритарных акционеров, подавших судебные иски против компании.

Северсталь-Авто впервые выплачивает дивиденды

Неожиданным было решение совета директоров Северсталь-Авто, принятое 5 апреля, рекомендовавшего акционерам поддержать предложение о выплате дивидендов в размере 17 руб. (\$0,596) на акцию. Дата закрытия реестра – 2 апреля, годового собрания – 21 мая.

Комментируя причины такого решения, финансовый директор Северсталь-Авто Николай Соболев привел ряд обновленных предварительных финансовых показателей за 2003 г. по МСФО: выручка и EBITDA очень близки к ранее объявленным цифрам, а чистая прибыль снизилась почти наполовину с \$47 млн. до \$26 млн. Тем не менее, 50%-ный рост чистой прибыли по сравнению с 2002 г. был сочтен достаточным основанием для выплаты дивидендов, которые могут составить в общей сложности \$13 млн.

С нашей точки зрения, такие доводы сомнительны: чтобы профинансировать масштабные инвестиции компании пришлось выпустить облигации на 1,5 млрд. руб. (\$53 млн.) и подготовить размещение допэмиссии в объеме 7,7 млн. акций на общую сумму 1,473 млрд. руб. (\$52 млн.). Кроме того, «дочки» Северсталь-Авто решили не выплачивать дивиденды за 2003 г. (Акционеры Заволжского моторного завода уже утвердили это решение на ежегодном собрании).

**Илл. 72. Финансовые результаты Северсталь-Авто за 2002-2003 гг. по МСФО**

	2002	2003Ф	Изменение 2003/2002	2003П	Изменение П/Ф
	млн \$	млн \$		млн \$	
Выручка	490	626	28%	635	1%
ЕВITDA	44	82	87%	79	-4%
Чистая прибыль (за вычетом меньшинства)	17	26	50%	29	13%
<i>Рентабельность</i>					
Норма ЕВITDA	9%	13%	-	12%	-
Чистая рентабельность	4%	4%	-	5%	-

Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

ЗМЗ получил чистую прибыль в размере \$27 млн и решил не выплачивать дивиденды за 2003 г

16 апреля состоялось очередное общее собрание акционеров ЗМЗ, на котором был утвержден отчет за 2003 г. по РСБУ. Результаты за 2003 г. неоднозначны: темпы роста довольно высокие, но рентабельность снижается. Выручка достигла почти \$300 млн, увеличившись на 37% из-за 15%-ного роста производства двигателей. С точки зрения издержек, результаты не столь убедительные – стоимость реализованной продукции росла быстрее (42% г-к-г), чем выручка. Коммерческие и административные расходы выросли в 2003 г. в 2 раза (до \$40 млн), что привело к снижению рентабельности. Операционная рентабельность по сравнению с 2002 г. снизилась на 7 п.п., норма прибыли до налогообложения – на 5 п.п. Снижение нормы чистой прибыли (9%) было смягчено сокращением суммы уплаченных налогов. В абсолютном выражении чистая прибыль выросла по сравнению с 2002 г. на 5% (до \$27 млн). На годовом собрании акционеры утвердили предложение совета директоров направить всю чистую прибыль на инвестиционные проекты и не выплачивать дивиденды за 2003 г. Результаты ЗМЗ по МСФО будут включены в консолидированный отчет Северсталь-Авто.

Илл. 73. Финансовые показатели ЗМЗ за 2002-2003 гг. по РСБУ

	2002	2003	Изменение
	млн \$	млн \$	%
Выручка	218,4	299,5	37
Стоимость реализованной продукции	152,3	215,5	42
Валовая прибыль	66,2	84,0	27
Коммерческие и административные расходы	21,0	40,9	95
Операционная прибыль	45,2	43,1	-5
Прочие расходы (доходы)	9,1	6,4	-30
Прибыль до налогообложения	36,1	36,7	2
Налоги	10,5	9,8	-6
Чистая прибыль	25,6	26,8	5
Рентабельность			
Валовая	30%	28%	
Операционная	21%	14%	
Доналоговая	17%	12%	
Чистая	12%	9%	

Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Основным событием, от которого будет зависеть динамика курсов акций машиностроительных предприятий, как и прежде, будет публикация их финансовых отчетов по международным стандартам учета. ЗМЗ, УАЗ и Северсталь-Авто должны отчитаться (консолидированные показатели) в июне. ОМЗ отныне будет публиковать отчетность не по US GAAP, а, как было раньше, по МСФО, в этом году финансовый отчет компании выйдет предположительно в конце июня. Силовые машины предполагают выпустить отчет в начале июня. Другим фактором движения цен в секторе станет процесс объединения этих двух компаний.



Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	465	483	486	516
EBITDA, млн. \$	52	55	58	67
Чистая прибыль, млн. \$	14	15	18	25
P/E	22,7	21,6	17,9	13,1
EV/EBITDA	8,3	7,8	7,4	6,4
Капитализация, млн. \$	325			
EV, млн. \$	430			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 75. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 76. Основные события

Дата	Событие
8 апреля	Энергетическое машиностроение станет основной деятельностью ОМЗ-СМ, выделение непрофильных активов займёт несколько лет. Совет директоров ОМЗ, как и ожидалось, принял решение назначить Каху Бендукидзе председателем совета, а Евгения Яковлева – генеральным директором. Совет также одобрил стратегию развития ОМЗ-Силовые Машины, которая была предложена Е. Яковлевым и предполагает концентрацию на энергетическом машиностроении, в т.ч. изготовлении оборудования для атомных станций и спецсталей (ключевой компонент производственной цепи энергетического машиностроения). На данный момент ОМЗ занимается производством оборудования для АЭС, горнорудных и нефтяных компаний, производством спецсталей и судостроением. По нашим оценкам, выручка сегментов энергетического машиностроения и спецсталей в 2004П составит \$677 млн. или 66% от суммарной выручки объединённой компании. Мы полагаем, что стратегия концентрации на развитии одного сегмента позволит компании стать игроком мирового уровня
23 апреля	ОМЗ-СМ завершили чешскую сделку, должны получить \$200 млн. дополнительной выручки 23 апреля в Праге ОМЗ подписали контракт с Skoda, предусматривающий приобретение трёх дочерних компаний последней. Конечная сумма сделки не была озвучена, однако ранее ОМЗ предложили Skoda 40 млн. евро за Skoda JS (оборудование для ядерной энергетики) и Skoda Steel (изделия из спецсталей, включает в себя Skoda Hute and Kovarny). Skoda JS разрабатывает, производит и оказывает сервисные услуги по поддержанию оборудования для АЭС. В 2003 г. выручка компании составила \$132,3 млн. Skoda Steel производит изделия из спецсталей и в 2003 г. её выручка достигла \$758 млн. На основе коэффициента 2003П P/S мировых аналогов (0,38), Skoda JS должна стоить \$50 млн., тогда как Skoda Steel, относительно российских аналогов (1,0), должна стоить \$75 млн. Если считать, что в 2004 г. выручка компаний останется на том же уровне, это приобретение увеличит выручку дивизиона ОМЗ-СМ STEEL (спецстали) на 144%, а дивизиона POWEQ (энергетическое машиностроение) – на 21%. Эта сделка позволит ОМЗ-СМ развить и далее дивизион энергетического машиностроения, что соответствует озвученной стратегии концентрации. Это приобретение предоставит ОМЗ-СМ дополнительные выходы на европейские рынки. Также Skoda Steel продаёт свою продукцию таким компаниям, как ABB, Alstom, General Electric, Siemens.

Источник: оценки Альфа-Банка

Пищевая промышленность и розничная торговля

Александр Свинов, (7 095) 795-3745

Калина успешно провела IPO, сумев привлечь \$26 млн.; рыночная капитализация компании увеличилась до \$186 млн

Концерн Калина, ведущий российский производитель косметической продукции, успешно завершил IPO: было размещено около 2,77 млн акций по цене 550,62 руб (\$19,1 по обменному курсу на 29 апреля), компания и ее акционеры привлекли около \$52 млн. Калина выпустила 1,39 млн новых акций и примерно такое же количество акций выставили на продажу из своих долей акционеры. Спрос на акции Калины превысил предложение в 3,4 раза. С учетом размещенных в ходе IPO акций и цены размещения рыночная капитализация компании составила \$186 млн. Исходя из цены размещения, расчетные на 2004 г. коэффициенты EV/EBITDA и P/E составляют 7,1 и 11,3, соответственно. В 2003 г. выруч-



ка Калины составила \$157 млн, чистая прибыль – \$10,8 млн (+30% и +65% по сравнению с 2002 г., соответственно).

Операционные результаты Вимм-Билль-Данна за 1Кв04 оказались несколько лучше, чем ожидалось: компания увеличила выпуск молочной продукции на 12,2% (по сравнению с 1-м кв. 2003 г. рынок вырос на 9%) при одновременном сокращении выпуска молочной продукции на 12,8% (рынок вырос на 11%). Несмотря на то, что производство соков у ВБД росло медленнее, рынок в целом, мы видим позитивную динамику по сравнению с более чем 20%-ным снижением выпуска соков, наблюдавшимся в 3-4Кв03. В целом мы считаем, что усилия, направленные на разработку новых видов продукции, улучшение сбыта, а также перестановки в руководстве позволят компании вновь успешно конкурировать на рынке соков и к 3Кв04 добиться роста производства. Финансовый отчет за 1Кв04 должен выйти в конце мая. По нашим оценкам, выручка составит \$259,4 млн (+16% по сравнению с 1Кв03).

**Сан Интербрю
остаётся лидером по
темпу роста
производства (+56%
в 1Кв04 г-к-г), Балтика
отстает – +6,8%**

По данным Госкомстата, производство пива в России в 1Кв04 выросло на 21% год-к-году. По нашим оценкам, быстрее всего росло производство у Сан Интербрю (+56%), а у Балтики прирост составил всего 6,8%. Мы сохраняем наши рекомендации: ПОКУПАТЬ по акциям Сан Интербрю класса В, ДЕРЖАТЬ по обыкновенным акциям Балтики, ПОКУПАТЬ по привилегированной акции Балтики.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	825	938	1176	1296
ЕБИТДА, млн. \$	84	80	100	106
Чистая прибыль, млн. \$	36	21	29	28
P/E	20,6	34,8	25,0	26,0
EV/ЕБИТДА	9,5	10,1	8,1	7,6
Капитализация, млн. \$	735			
EV, млн. \$	807			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 78. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 79. Основные события

Дата Событие

26 апреля Вимм-Билль-Данн: объем продаж молочных продуктов за 1Кв04 вырос на 12%, соков – упал на 13% г-к-г
Вимм-Билль-Данн (ВБД) опубликовал операционные данные за 1Кв04: объемы продаж молочной продукции выросли на 12,2% до 286,1 тыс. тонн, что опережает рост рынка (9% за тот же период), в то время как производство соков упало на 12,8% г-к-г до 103,8 тыс. тонн. Несмотря на падение объемов в соках, мы считаем результаты скорее положительными в сравнении с 22%-ным падением объемов в соках в 3-4Кв03. В денежном выражении, мы оцениваем рост продаж в молочном сегменте в 22%, а в соковом – небольшое падение на 0,3% до \$64,7 млн в связи со значительным ростом цен – на 14,3% г-к-г.
В общем мы позитивно оцениваем перспективы компании в этом году, так как обновился менеджмент всех направлений деятельности, и новые продукты (J7-Idea и Neo) продаются успешно. Мы ожидаем, что компания сменит тренд падения объемов продаж в соках к 3Кв04 и вернется в лидеры рынка в начале 2005 года. Мы повышаем нашу расчетную цену до \$17,5 (с \$16) за акцию на основе более сильных результатов за 4Кв03 и операционных данных за 1Кв04. Мы также повышаем рекомендацию по акциям по ДЕРЖАТЬ.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	729	874	884	897
EBITDA, млн. \$	252	295	298	300
Чистая прибыль, млн. \$	143	169	169	168
P/E	11,6	9,8	9,8	9,9
EV/EBITDA	6,7	5,7	5,6	5,6
Капитализация, млн. \$	1 664			
EV, млн. \$	1 685			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю

Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	612	827	918	993
EBITDA, млн. \$	114	152	162	158
Чистая прибыль, млн. \$	24	42	51	46
P/E	37,3	21,3	17,6	19,7
EV/EBITDA	10,1	7,6	7,1	7,3
Капитализация, млн. \$	901			
EV, млн. \$	1149			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-Банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 84. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	98	116	122	126
EBITDA, млн. \$	20	21	22	24
Чистая прибыль, млн. \$	12	13	14	15
P/E	8,77	8,49	7,89	7,35
EV/EBITDA	4,42	4,36	4,06	3,80
Капитализация, млн. \$	109			
EV, млн. \$	90			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 81. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 83. 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

Илл. 85. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Наиболее известное российское предприятие розничной торговли
- Удачное местоположение

Слабые стороны

- Отсутствие внешних источников финансирования
- Отсутствие ликвидности на локальных рынках, маленький free float

Возможности

- Расширение сети универмагов «Стильный город» в Москве и регионах

Угрозы

- Ужесточение конкуренции, особенно в центре Москвы

Источники: оценки Альфа-Банка

ФАРМАЦЕВТИКА

Концерн Калина

Илл. 86. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	167,0	195,2	224,5	254,9
ЕБИТДА, млн. \$	20,6	25,0	30,2	35,6
Чистая прибыль, млн. \$	11,3	14,1	17,6	21,2
P/E	14,1	11,3	9,0	7,5
EV/ЕБИТДА	8,8	7,1	5,8	4,9
Капитализация, млн. \$	159			
EV, млн. \$	180			
Кол-во акций, млн.	8,4			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 87. 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 ЕБИТДА – 16%

Слабые стороны

- Высокая доля небрэндованных продуктов

Возможности

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

Угрозы

- Сильная конкуренция с международными производителями

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 88. Основные события

Дата	Событие
1 апреля	Калина в 2003: рост выручки на 27% по РСБУ; мы ожидаем хорошие результаты по GAAP в апреле. Производитель косметических товаров Концерн Калина опубликовал отчетность за 2003 г. по РСБУ, которые продемонстрировали существенный рост относительно 2002 г. по выручке и чистой прибыли. Выручка увеличилась на 27% до \$157,8 млн., тогда как чистая прибыль выросла на 28% до \$19,2 млн. Мы ожидаем, что компания опубликует аудированную отчетность по МСФО в апреле, и ожидаем, что результаты по GAAP будут хорошими: по нашим прогнозам выручка вырастет на 26% до \$167 млн., ЕБИТДА на 5% до \$20,6 млн., а чистая прибыль – на 83% до \$11,3 млн. Мы считаем опубликованные результаты хорошей основой для проведения IPO компании.
19 апреля	Выручка Калины в 2003 выросла на 30%; высокая рентабельность сохранилась Калина, ведущий российский производитель косметики, бытовой химии и средств личной гигиены, опубликовал хорошую отчетность за 2003 г. Выручка выросла на 30% до \$157 млн. из-за роста физических объемов продаж на 12,8% и роста цен на 15,5%, что было вызвано ростом доли брендованной продукции (+7 пп с 54% до 61%), а также более высокой долей товаров высокой ценовой категории в портфеле компании. Благодаря улучшению продуктовой линейки, валовая прибыль выросла на 36% до \$68,6 млн., что привело к росту нормы валовой прибыли на 43,6% (примерно на 2 пп выше год-к-году). В отношении затрат Калина пострадала от более высоких коммерческих и маркетинговых издержек (рост на 47,6% до \$18,6 млн. из-за роста затрат на рекламу), а также расходов на персонал, которые увеличились на 50% до \$12 млн. из-за введения отдела мерчандайзингового контроля, занятого улучшением размещения продуктов компании в магазинах. Хотя краткосрочные результаты этих действий отрицательны (норма операционной прибыли упала на 2,7 пп до 13,4%), мы считаем их необходимыми для укрепления торговых марок и поддержания положения лидера рынка. В целом результаты деятельности Калины в 2003 г. оказались выше наших ожиданий, что подтверждает наше положительное отношение к перспективам компании. Нас приятно удивил рабочий капитал Калины: дебиторская задолженность снизилась на \$12 млн. из-за введения новой системы управления поставками, которая должна обеспечить предоставление своевременной информации о размере запасов у дилеров. В 2003 г. Калина продала завод «Алые паруса» на Украине и намерена продать завод «Паллада-Восток» в Узбекистане, оба из которых использовались для избежания двойного налогообложения (этот вопрос уже снят). Соответственно, компания пересмотрела свою отчетность за 2002 и 2003 гг., чтобы учесть выбытие ранее консолидированных подразделений. По словам президента компании, процитированного «Ведомостями», компания намерена продать 1,38 млн. новых акций и сравнимое количество акций уже существующих акционеров, что запланировано на следующую неделю, между 26 и 30 апреля.

Источник: оценки Альфа-Банка

Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

В мае в Думу могут быть представлены поправки к закону о страховании депозитов

После того, как в конце прошлого года было утверждено положение о страховании депозитов, возросшая в начале 2004 г. активность законодателей не принесла банковскому сектору ощутимых выгод. Одно из ожидаемых в мае событий – представление в Думу поправок к закону о страховании депозитов. Возможные изменения коснутся статуса Сбербанка и могут привести к отмене государственных гарантий, действующих в отношении его депозитов.



Годовое собрание акционеров Сбербанка назначено на 18 июня; на места в Совете директоров банка претендуют пять представителей миноритарных акционеров

Дата закрытия реестра акционеров Сбербанка – 1 мая, годовое общее собрание акционеров назначено на 18 июня. Мы ожидаем, что дивидендные выплаты по обыкновенным акциям будут ближе к 1%, а по привилегированным акциям – ближе к 2%. Главной интригой предстоящего собрания акционеров станет избрание представителей меньшинства в Совет директоров Сбербанка. Прежде в Совете было два представителя миноритарных акционеров: Вадим Клейнер (Hermitage) и Борис Федоров (UFG). В этом году в числе кандидатов от меньшинства будут три представителя от UFG, В. Клейнер от Hermitage и бывший министр энергетики Сергей Генералов. Такое расширение представительства миноритарных акционеров Сбербанка стало, очевидно, ответом на недавнее размещение им Глобальных депозитарных расписок (GDR).

Сбербанк

Илл. 89. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Активы, млн. \$	34 204	49 045	53 972	56 025
Чистая прибыль, млн. \$	960	1 152	1 136	1 127
P/E	8,1	6,8	6,9	6,9
Капитализация, млн. \$	8 068			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 90. 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. 91. Основные события

Дата	Событие
19 апреля	Экс-дивидендная дата Сбербанка установлена на 1 мая, общее собрание пройдет 18 июня Сбербанк установил экс-дивидендную дату, дату общего собрания, а также одобрил список из 20 кандидатов в Совет Директоров. Список кандидатов на 17 мест в Совете Директоров в этом году включает 5 представителей миноритарных акционеров, из которых три представляют ОФГ, один (Вадим Клейнер) – Hermitage, а Сергей Генералов является новым кандидатом. Мы полагаем, что значительный рост числа представителей миноритариев является хорошей новостью, так как компенсирует недостаток информации со стороны менеджмента Сбербанка.

Источник: оценки Альфа-Банка

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

Опасения повышения ставки ФРС США оказывали давление на котировки облигаций

В апреле динамику развивающихся рынков определяли ожидания инвесторов по поводу предстоящего повышения учетной ставки ФРС США. Опубликованные макроэкономические показатели (данные по рынку труда, розничной торговле, т.д.) оказались неожиданно благоприятными и были восприняты как признаки оживления экономики США. Кроме того, в марте индекс цен на потребительские товары вырос как месяц-к-месяцу, так и год-к-году, что дает еще больше оснований для того, чтобы не затягивать с повышением учетной ставки. В результате, на долговом рынке США утвердился понижательный ценовой тренд, а доходность 10-летних казначейских облигаций США взлетела на 60 п.п. до 4,43%. Заявление Гринспена об улучшении экономической ситуации на фоне спада дефляционных опасений оказало давление на долговой рынок США, спровоцировав еще больший рост доходности. В апреле котировки российских еврооблигаций следовали за казначейскими обязательствами США, не реагируя на новости, поступавшие с других развивающихся рынков. В итоге, Суверенный Альфа-индекс в апреле упал на 4,5%, а более долгосрочные выпуски еврооблигаций потеряли в цене до 6% (котировки «Россия-30» опустились до минимального уровня текущего года в 94,8% от номинала).

Российский долговой рынок отреагировал небольшой коррекцией только после появления отчета ФРС «Beige Book», в котором Гринспен несколько успокоил инвесторов, заявив, что затянувшаяся денежная политика не привела к «масштабному инфляционному давлению».

События в мае будут ключевыми для долгового рынка

В предстоящем месяце будет много событий, которые станут ключевыми для долгового рынка и будут определять дальнейшую ценовую динамику.

1. 20 мая Центральный банк Японии примет решение относительно перспектив своей денежной политики. Решение о продолжении покупки долларов (для предотвращения резкого укрепления йены) станет хорошей новостью для долгового рынка. И наоборот, введение гибкого обменного курса может привести к резкому снижению спроса на казначейские облигации США со стороны иностранных инвесторов, что приведет к резкому падению цен КО США.
2. Европейский Центральный банк вынесет решение по уровню учетной ставки 6 мая. Снижение этой ключевой ставки может оказать поддержку доллару на рынке FOREX.
3. Данные по числу новых рабочих мест в экономике США и инфляция продолжают оказывать основное влияние на котировки облигаций. Улучшение рынка труда США и ускорение инфляции отрицательно скажутся на всех долговых рынках.

**Илл. 92. Основные события**

Дата	Событие
1 апреля	Россия выплатит в текущем месяце \$698 млн в счет погашения внешнего долга.
1 апреля	Европейский Центральный банк оставил учетную ставку на уровне 2%, что соответствовало ожиданиям рынка и не оказало воздействия на цены облигаций. Следующее заседание банка состоится 6 мая.
2 апреля	Число новых рабочих мест в экономике США составило в марте 308 тыс. человек вместо ожидавшихся 120 тысяч. Кроме того, данные за февраль были пересмотрены в сторону повышения (с 21 тыс. человек до 46 тыс.). Инвесторы расценили эти цифры как шаг в сторону повышения официальных ставок США. На фоне этих новостей доходность к погашению 10-летних казначейских облигаций США резко повысилась с 3,87% до 4,16%. Такая динамика сказалась на котировках долгов развивающихся рынков: облигации «Россия-30» упали со 100,1% до 98% от номинала в обстановке высокой активности торгов.
9 апреля	Центральный банк Японии оставил без изменений свою денежную политику. Это означает, что покупка долларов для предотвращения резкого укрепления иены, будет продолжена. Так как все купленные доллары обычно инвестируются в казначейские облигации США, такое решение стало хорошей новостью для долгового рынка. Ранее слухи о том, что Центральный банк Японии может прекратить покупки долларов, вызвали беспокойство среди инвесторов. Следующее заседание Центрального банка намечено на 20 мая.
12 апреля	На российском рынке рублевых облигаций (корпоративные и ГКО-ОФЗ) произошел разворот ценового тренда на нисходящий. Агрессивная продажа по всему спектру облигаций началась в ответ на резкое падение курса рубля к доллару и на фоне роста доходности суверенных еврооблигаций. В период 12-22 апреля котировки ОФЗ упали на 1-3% и доходность долгосрочных выпусков выросла с 7,3-7,5% до 7,8-7,9%.
14 апреля	Резкое улучшение макроэкономических показателей США вызвало падение котировок на долговом рынке. Объем розничных продаж вырос в марте более чем в два раза по сравнению с прогнозом (+1,8% вместо +0,7%). Розничные продажи за исключением автомобилей выросли на 1,7%, тогда как экономисты прогнозировали лишь +0,6%. Поэтому доходность к погашению 10-летних казначейских облигаций США взлетела с 4,24% до 4,34%, что повлекло падение котировок российских облигаций на 0,2-1,2%.
14 апреля	Центральный банк Бразилии снизил учетную ставку Selic на 25 п.п. Однако эта мера не помогла поддержать российский долговой рынок из-за преобладания негативных ожиданий на мировом долговом рынке
20 апреля	Выступление председателя ФРС США Алана Гринспена перед Банковским комитетом Сената спровоцировало новый взлет доходностей облигаций. Доходность к погашению 10-летних казначейских облигаций США достигла 8-месячного максимума в 4,47%, что вызвало соответствующую реакцию на российском долговом рынке. Котировки российских суверенных облигаций упали на 0,2-0,9%, а котировки «Россия-30» упали до уровня конца прошлого года (95,7% от номинала). Гринспен отметил признаки улучшения в экономике США, заметив, в то же время, что дефляция больше не является предметом беспокойства ФРС. Его речь была воспринята как признак того, что возрастает вероятность изменений в денежно-кредитной политике США, и они могут произойти относительно скоро.
20 апреля	S&P понизило долгосрочный рейтинг Юкоса на пять пунктов до уровня CCC, а рейтинг Сибнефти – с В+ до В. Этот шаг спровоцировал усиление агрессивной распродажи корпоративных бумаг. В период 20-22 апреля большинство корпоративных облигаций упали в цене на 1-3,5%.
20 апреля	Москва планирует разместить в сентябре еврооблигации объемом \$380 млн для рефинансирования своего еврозайма с погашением в октябре.
21 апреля	«Beige Book» ФРС США несколько успокоил инвесторов. По словам Гринспена, «затянувшийся период денежно-кредитного регулирования не создал среды, способной производить масштабное инфляционное давление». Его речь несколько успокоила долговой рынок и вызвала повышение котировок.

Источник: оценки Альфа-Банка



Илл. 93. Динамика валютных облигаций на 29 апреля 2004 г.

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению	Текущая доходность	Дюрация	Спред к безрисковой ставке
			%	%	%	кол-во лет	бп
Еврооблигации							
Евро-05	24.07.05	106,56	-1,22	3,2	8,21	1,17	155,81
Евро-07	26.06.07	114,06	-3,49	5,1	8,77	2,72	243,35
Евро-10	31.03.10	109,44	-3,53	5,4	7,54	3,46	238,35
Евро-18	24.07.18	129,25	-7,76	7,6	8,51	8,11	314,03
Евро-28	24.06.28	147,13	-10,49	8,2	8,67	9,84	355,08
Евро-30	31.03.30	91,69	-8,31	7,6	5,45	8,70	308,20
Облигации Минфина							
Минфин 5	14.05.08	88,31	-3,75	6,4	3,40	3,72	321,91
Минфин 6	14.05.06	97,00	-1,65	4,6	3,09	1,94	233,90
Минфин 7	14.05.11	78,00	-5,38	7,1	3,85	6,12	310,36
Минфин 8	14.11.07	93,00	-2,49	5,5	3,23	2,89	271,10
Муниципальные облигации							
Москва-04	25.10.04	103,00	-0,58	3,7	9,95	0,48	157,60
Москва-06	28.04.06	112,02	-1,26	4,5	9,78	1,89	206,13
Ниж. Новгород	03.04.05	100,01	-0,97	8,6	8,75	0,32	752,19
Банковский сектор							
Альфа-Банк	19.11.05	105,00	-2,64	7,3	10,24	1,40	541,27
Внешторгбанк	11.12.08	99,49	-3,20	7,0	6,91	3,92	373,82
Газпромбанк-05	04.10.05	106,74	-1,39	4,7	9,13	1,33	244,91
Газпромбанк-08	30.10.08	95,54	-6,11	8,5	7,59	3,89	520,97
Зенит	12.06.06	100,65	0,00	8,9	9,19	1,90	667,89
МДМ-Банк	16.12.05	104,21	-1,64	7,9	10,32	1,48	601,07
МосНарБанк	28.06.04	100,04	0,04	Н/Д	3,12	Н/Д	Н/Д
НИКойл	19.03.07	99,50	-1,12	9,2	9,05	2,57	660,53
НОМОС-банк	13.02.07	99,72	-2,00	9,2	9,15	2,47	669,69
Петрокоммерц	09.02.07	102,38	-1,21	8,0	8,79	2,47	548,20
Росбанк	01.07.12	91,73	0,00	10,0	7,63	5,93	603,17
Русский стандарт	28.05.05	98,63	-4,10	12,4	11,15	0,99	1083,77
Сбербанк	24.10.06	98,66	-0,70	Н/Д	2,91	Н/Д	Н/Д
Уралсиб	06.07.06	95,54	-6,11	11,2	9,29	1,97	896,14
Нефтегазовый сектор							
Газпром-07	25.04.07	106,92	-4,90	6,5	8,53	2,68	388,25
Газпром-09	21.10.09	112,24	-6,72	7,7	9,35	4,36	423,01
Газпром-10	27.09.10	100,64	-6,69	7,7	7,75	5,06	415,15
Газпром-13	01.03.13	107,52	-6,46	8,4	8,95	6,16	440,83
Роснефть	20.11.06	115,33	-1,92	6,2	11,06	2,17	377,72
Сибнефть-07	13.02.07	106,49	-6,37	8,8	10,80	2,41	629,84
Сибнефть-09	15.01.09	105,87	-7,68	9,2	10,15	3,73	600,41
ТНК	06.11.07	113,55	-2,64	6,6	9,69	2,90	384,55
Телекоммуникационный сектор							
АФК Система-08	14.04.08	103,83	-4,74	9,1	9,87	3,34	608,98
АФК Система-11	28.01.11	98,63	-4,10	9,1	9,00	5,08	541,35
Вымпелком	26.04.05	105,80	-0,92	4,3	9,88	0,96	281,93
МТС-04	21.12.04	104,40	-0,48	3,8	10,49	0,61	256,92
МТС-08	30.01.08	104,73	-4,79	8,2	9,31	3,16	535,32
МТС-10	14.10.10	97,79	-5,91	8,8	8,56	5,07	509,95
Металлургический сектор							
Евразхолдинг	25.09.06	100,81	-2,57	8,5	8,80	2,19	609,96
ММК-05	18.02.05	103,68	-0,78	5,1	9,65	0,79	294,58
ММК-08	21.10.08	97,47	-4,99	8,7	8,21	3,82	547,51
Северсталь	24.02.09	96,84	-6,26	9,5	8,91	3,96	616,67
Другие							
Алроса	06.05.08	99,95	-2,64	8,1	8,13	3,37	514,61
Вимм-Билль-Данн	21.05.08	97,85	-2,44	9,1	8,69	3,37	614,79

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка



Индекс РТС: восстановление вероятно от 600-625

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

Илл. 94. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда	Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1-29 апреля			
			Краткосрочный	Долгосрочный						
РТС	ПОКУПАТЬ НА ОТКАТЕ РАСЧЕТНЫЙ УРОВЕНЬ	600-625 700	Нисходящий	Нейтральный	R4 785.52	Историч. максимум	S1 627.67	50% FiboR OP	754.21	
			Ускоряется	К понижению	R3 731.52	Линия сопротивления	S2 626.95	26-недельная MA	HI 785.52	
					R2 716.71	7-недельная MA	S3 590.42	61.8% FiboR	LO 627.04	
					R1 663.88	7-дневная MA	S4 566.86	52-недельная MA	CL 630.35	

Источник: оценка Альфа-Банка

- Наш предыдущий пессимистический прогноз относительно формирования резкой модели перелома тенденции на вершине, похоже, начал сбываться.
- В настоящее время, краткосрочный тренд устойчиво медвежий (см. Илл. 96), а долгосрочная тенденция – нейтральная, и только начала сдвигаться в сторону понижения.
- Мы полагаем, что краткосрочный «отскок» на РТС может произойти от текущего уровня из-за сильной «перепроданности» рынка, в то время как среднесрочное восстановление котировок вероятно лишь от области сильной поддержки, расположенной между 600-625
- Мы поэтому советуем ОТКРЫВАТЬ НОВЫЕ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ на уровне 600-625, используя текущую слабость рынка, с предварительным техническим расчетным уровнем 700.

Илл. 95. Индекс РТС – Технические месячные характеристики, по состоянию на 30 апреля 2004 г.



Источники: РТС, СQG, оценка Альфа-Банка

**Индекса РТС сформировал острую модель перелома тенденции на вершине****Классический технический анализ**

Как мы и предполагали в нашем предыдущем ежемесячном обзоре рынка, после достижения нового исторического максимума на уровне 785.52 индекс РТС сформировал достаточно острую модель перелома тенденции на вершине, как показано на Илл. 95. Более того, во время глубокой технической коррекции в сторону понижения он снова опустился ниже долгосрочной линии поддержки/сопротивления (см. Илл. 95). Напомним, что в техническом анализе такая модель называется «бычья западня». Мы предупреждали, что повторный прорыв ниже отметки 728 может снова изменить наш среднесрочный «бычий» взгляд. После этого события он действительно изменился на «медвежий». Однако сейчас, как будет показано ниже, рынок уже приближается к своему дну.

Краткосрочный тренд и циклы**Илл. 96. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 29 апреля 2004 г.**

Источник: оценка Альфа-Банка

Краткосрочный тренд на РТС «медвежий» и ускоряющийся

И медленная и быстрая адаптивные линии тренда (ATLs) в верхней части Илл. 96 в настоящее время падают. Это указывает на то, что краткосрочный господствующий тренд на РТС нисходящий. Более того, краткосрочная тенденция ускоряется в сторону понижения, так как медленная адаптивная линия тренда увеличила свой отрицательный наклон.

Медленный момент падает в области отрицательных значений

Медленный момент в средней части Илл. 96 пошел свой локальный максимум, возобновил падение, и в настоящее достиг области отрицательных значений, что подтверждает возвращение краткосрочной нисходящей тенденции на РТС.



Краткосрочный CWC достиг своего локального «дна»

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 96 уже достиг низшей точки своего падения с сильно перепроданной области ниже уровня два «сигма», что можно считать предпосылкой для будущего «отскока» индекса. Избыточная волатильность краткосрочного составного волнового цикла указывает на большую ожидаемую амплитуду рыночных колебаний в предстоящие дни и недели.

Долгосрочный тренд на РТС стал нейтральным и сдвигается в сторону понижения

Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд на РТС стал нейтральным и только начал сдвигаться в сторону понижения, так как медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 97 миновала свою локальную вершину и начала медленно двигаться вниз. Быстрая адаптивная линия тренда (ATL) падает в тандеме с медленной ATL, находясь ниже текущего уровня последней и подтверждая наступление фазы среднесрочной коррекции к понижению на РТС. Эта среднесрочная коррекция эквивалентна краткосрочному нисходящему тренду.

Илл. 97. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 29 апреля 2004 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Оба и быстрый и медленный моменты остаются положительными

Индикатор медленного момента в средней части Илл. 97 сформировал свой локальный максимум в области положительных значений и недавно начал понижаться, пока сохраняя большое абсолютное (и положительное) значение, в то время как индикатор быстрого момента уже достиг очень большого отрицательного значения. Уникальная комбинация индикаторов медленного и быстрого моментов на фоне растущих быстрой и медленной адаптивных скользящих средних должна привести



**Долгосрочный CWC,
уже достиг сильно
перепроданной
области!**

**Уровень основной
поддержки на РТС
равен 590**

**Наиболее вероятный
сценарий на май
предполагает начало
восстановления рынка
от уровня 600-625**

**Мы рекомендуем
ПОКУПАТЬ по 600-625**

в результате к новой среднесрочной фазе восстановления рынка через 2-3 недели. Сходная ситуация уже наблюдалась в ноябре 2003 года.

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) сформировал новый локальный максимум слегка выше уровня плюс «сигма», возобновил падение и уже достиг сильно перепроданной области вблизи уровня минус два «сигма». Наблюдаемая в нижней части на Илл. 97 ситуация очень похожа на картинку ноября 2003 года, что указывает на близкое начало среднесрочной фазы восстановления рынка вплоть до отметки 700 от уровня медленной адаптивной скользящей средней, текущее значение которой близко к 600. Мы оцениваем вероятность такого исхода как достаточно высокую. Высокая собственная волатильность (амплитуда) долгосрочного CWC должна помочь рынку сделать это!

Уровни поддержки и сопротивления

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС даны на Илл. 94 и Илл. 95. Уровень основной поддержки расположен вблизи 590. Другая важная область поддержки расположена между 625 и 628.

Потенциал роста и падения

Учитывая состояние фондового рынка, мы делаем следующие выводы:

1. Как мы и предполагали в нашем предыдущем ежемесячном обзоре рынка, после достижения нового исторического максимума на уровне 785.52 индекс РТС сформировал достаточно острую модель перелома тенденции на вершине, как показано на Илл. 95.
2. Дневные и недельные технические индикаторы указывают на то, что в настоящее время, краткосрочный тренд устойчиво медвежий, (см. Илл. 3), а долгосрочная тенденция – нейтральная, и только начала сдвигаться в сторону понижения.
3. Мы полагаем, что краткосрочный «отскок» на РТС может произойти от текущего уровня из-за сильной «перепроданности» рынка, в то время как среднесрочное восстановление котировок, по крайней мере, до уровня 700, вероятно лишь от области сильной поддержки, расположенной между 600-625.
4. Мы советуем пока ОТКРЫВАТЬ НОВЫЕ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ, по 600-625 с предварительным техническим расчетным уровнем 700.
5. Как мы и предсказывали месяц назад, среди основных драйверов падения российского фондового рынка были: понижение фондового рынка США и резкое понижение цены внешнего долга России, триггером которого послужило резкое падение цены долгосрочных казначейских обязательств США.
6. Несмотря на резкий обвал российского фондового рынка, мы не склонны чересчур драматизировать текущую ситуацию. Наш оптимистический сценарий включает в себя восстановление рынка от уровня 600-625 в мае, за которым последуют прорыв выше линии долгосрочного сопротивления (732) и ралли к 780-800 с последующим формированием крупной модели перелома тенденции «двойная вершина».

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
Наталия 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
Олег Мартыненко
Александр Насонов
Константин Шапшаров

Продажи российским клиентам

Рынки капиталов/Структурированные продукты
Адрес

Армен Петергов, Алексей Гурьянов,
Тамара Заречнева
Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс
Начальник управления рынков и акций

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

Продажи

Адрес

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

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

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

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

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

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