

# Февраль: На этапе перехода к «экономике переходного периода»

3 февраля 2004 г.

[www.alfabank.ru](http://www.alfabank.ru)

Москва

## Тема: В повестке дня правительства — налоговая амнистия

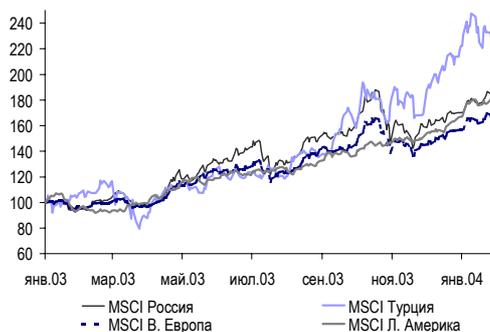
- В ближайшее время волатильность на рынке сохранится: инвесторы пребывают в ожидании разрешения спора между Юкосом и Сибнефтью. Приближаются выборы, и проходит время, отведенное для разрешения споров между Юкосом, государством и Сибнефтью.
- В первом квартале РТС вряд ли поднимется намного выше своего справедливого уровня (595 пунктов), но во втором полугодии может существенно вырасти. Принимая во внимание высокую долю (65%) нефтяных акций в индексе РТС и имеющиеся у инвесторов сомнения в отношении уровня производственных и финансовых показателей нефтяных компаний, можно предположить, что в I кв. индекс вряд ли поднимется выше своего справедливого уровня (595 пунктов). В случае благополучного разрешения конфликтов, решимости правительства интенсифицировать рыночные механизмы экономики, наличия средств у российских инвесторов и невысокой доли свободно обращающихся акций (26%) индекс РТС во втором полугодии может существенно вырасти, причем в первую очередь благодаря бумагам несырьевых компаний.
- Предполагается, что амнистия капиталов будет объявлена одновременно со снижением налогов; мы расцениваем предложение Г. Грефа как заявку на место в новом правительстве. 21 января с. г. Минэкономразвития сообщило, что готовит закон об амнистии капиталов, который будет представлен на рассмотрение правительства уже нынешним летом. Мы полагаем, что заявление министерства – своеобразная заявка Г. Грефа на место в новом правительстве, в котором он займется продвижением либеральных реформ, призванных защитить интересы бизнеса.
- России амнистия капиталов нужна для того, чтобы уменьшить угрозу деприватизации и предотвратить нападки налоговиков на бизнес. Реанимирование идеи об амнистии капиталов объясняется рядом причин: 1) т.н. «дело Юкоса/Менатепе» подчеркивает необходимость «легализации» итогов приватизации 1993-1996 гг. 2) данные об исполнении бюджета за 2003 г. показывают, что снижение собираемости налогов привело к уменьшению доходной части бюджета на \$3,5 млрд. Таков потенциальный объем претензий к налоговым агентам, которые могут возникнуть у налоговых органов.

## Портфельные рекомендации\*

Газпром	Значительный потенциал роста плюс положительный эффект от возможного реформирования газовой монополии
ВымпелКом	Потенциал роста плюс эффект от динамичного роста потребления
ОМЗ	Ведущая компания обрабатывающей промышленности
Региональные телекомы	Уралсвязьинформ, ЮТК, Сибирьтелеком
Нефтяные компании «второго эшелона»	Объединение компаний «второго эшелона» – один из основных стимулов для инвестирования в текущем году
Трубные заводы	Перспективы роста по-прежнему хорошие

Прим.: \* временной горизонт – 3-6 месяцев

## Развивающиеся рынки



Источник: Bloomberg, PTC

## Последние публикации

- В 2003 г. АВ ICI снизился на 14%, несмотря на стабильность экономики  
Наталья Орлова 22 января 2004 г.
  - Сбербанк: ДЕРЖАТЬ, несмотря на повышение цены  
Наталья Орлова 15 января 2003 г.
  - Совет инвесторам Юкоса: понять цель, определить момент  
Мэтью Томас, Анна Бутенко 24 декабря 2003 г.
  - Норильский Никель: с учетом тенденций на рынке металлов новая расчетная цена – \$84 за акцию  
Максим Матвеев, CFA 24 декабря 2003 г.
  - Газпром: стратегическая бумага на 2004 г.  
Крис Уифер 23 декабря 2003 г.
  - ОМЗ: Слияние с Сильными машинами позволит увеличить портфель заказов  
Максим Матвеев, CFA, Павел Соколов 22 декабря 2003 г.
  - На кону экономический курс России  
Крис Уифер 5 декабря 2003 г.
  - Отчет МТС за 3-й кв.: Ниже ожиданий, но в целом неплохо  
Андрей Богданов 4 декабря 2003 г.
  - АВ-ICI октябрь: плюсы перевешивают минусы  
Наталья Орлова 24 ноября 2003 г.
- Если Вас заинтересовала какая-либо из данных публикаций, пожалуйста, дайте нам знать, и мы вышлем Вам ее незамедлительно

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Пять элементов переходной экономики.....	3
Как это может повлиять на инвестиции?.....	4
Налоговая амнистия в повестке дня правительства.....	12
МЭРТ готовит закон о налоговой амнистии.....	12
Опыт зарубежных стран в проведении налоговой амнистии.....	13
«За» и «против» амнистии капиталов в России.....	14
Динамика и оценка акций.....	16
Графики.....	19
Календарь событий.....	21
Экономика и политика.....	22
Новости компаний и отраслей.....	25
Нефть и газ.....	25
Энергетика.....	32
Телекомы.....	33
Металлургия.....	36
Машиностроение.....	39
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	41
Банковский сектор.....	43
Рынок облигаций.....	45
Индекс РТС: формирование «двойной вершины»?.....	48

## Пять элементов переходной экономики

Кристофер Уифер, (7095) 970-5081

**Главная цель – обеспечить удвоение ВВП путем стимулирования роста обрабатывающей и других отраслей российской экономики**

**Рост последних четырех лет обеспечили сырьевые отрасли**

**Иного выхода кроме этого рискованного курса нет: любая другая политика может привести к краху промышленной инфраструктуры**

Президент Путин объявил в качестве экономической цели удвоение ВВП путем создания стимулов устойчивого роста экономики вне сырьевого сектора и, как следствие этого, формирования более сбалансированной экономики, в которой была бы существенно сокращена зависимость от сырьевых отраслей и увеличена доля национального богатства, предназначенного для общественного потребления.

Механизмом достижения поставленных целей является, в представлении правительства, более активное госрегулирование с помощью инструментов промышленной и бюджетной политики, направленной на ограничение – как минимум, временное – темпов роста нефтяной промышленности с тем, чтобы направить финансовые потоки на стимулирование роста обрабатывающей и иных отраслей российской экономики.

В последние четыре года экономический рост стимулировался в основном поступлениями от экспорта сырья и большими капиталовложениями в сырьевые отрасли. В предстоящие четыре года правительство намерено обеспечить экономический рост, в основном, за счет роста потребления. Поскольку в перерабатывающих отраслях занято около 50% активного населения (в нефтяном секторе только 6%), правительство, стимулируя инвестиции в этих секторах, надеется увеличить прибыль предприятий, а, значит, и зарплаты и реальные доходы населения.

В любом случае, надо использовать самый малый шанс, чтобы попытаться увеличить объем инвестиций в перерабатывающие отрасли. Промышленная инфраструктура России пришла в упадок из-за нехватки финансирования, которая началась в конце советского периода. Без притока инвестиций индустриальная база страны, может рухнуть окончательно (останутся разве что сырьевые отрасли). Поэтому есть мощный стимул к тому, чтобы реализовать запланированную реструктуризацию экономики, успех которой приведет к устойчивому росту потребления внутри страны, а неудача может обернуться риском, а то и экономическим кризисом.

Этот план будет иметь шансы на успех лишь в том случае, если в основу его реализации будут заложены пять основных принципов экономической стратегии переходного периода.

### Пять элементов

- Быстрое и эффективное проведение законопроектов, связанных с реформами, через законодательные органы и принятие соответствующих законов
- Разработка плана успешной реструктуризации экономики с целью стимулирования роста перерабатывающего сектора
- Сокращение бюрократических формальностей и коррупции, снижающих эффективность бюджетной и промышленной политики правительства
- Сохранение «равновесия сил» между либеральными экономистами и силовиками внутри президентской администрации
- Создание условий для российских и зарубежных инвестиций, призванных содействовать реализации задач в экономике

Этот план будет иметь шансы на успех лишь в том случае, если в основу его реализации будут заложены пять основных (хотя и в некоторой степени спорных) принципов экономической стратегии в переходный период. В конце января депутаты – члены «Единой России» – заняли посты

председателей и первых зампредов всех основных думских комитетов. Таким образом, они успешно реализовали президентский план создания инфраструктуры, необходимой для успешной реализации первого из пяти основных принципов, а именно, ускоренного превращения связанных с реформами законодательных инициатив в действующие законы. Похоже, многим кажется, что так же легко можно добиться успеха и на остальных четырех направлениях.

## Как это может повлиять на инвестиции?

**Реализация задач переходного этапа была бы дополнительным основанием для инвестиций**

Если появятся признаки того, что правительство добивается успеха по реализации всех пяти элементов, тогда мы можем предположить, что переходный период будет благоприятствовать инвестициям как в акции, так и в долговые бумаги. Если же реформы в ключевых направлениях начнут «пробуксовывать», возникнет реальная опасность того, что Путин будет вынужден более активно заняться формированием новых стимулов для экономического роста. В таком случае мы могли бы прогнозировать более «капризный» волатильный инвестиционный фон в течение 1-2 лет.

**Пока что все говорит о том, что Путин с самого начала своего второго президентского срока Путин будет стараться обеспечить условия, благоприятствующие участию инвесторов в реформах**

Подводя итоги, можно предположить, что Путин с самого начала своего второго президентского срока Путин будет стараться обеспечить условия, благоприятствующие участию инвесторов в реформировании экономики. Станет ли он придерживаться этой линии или займет более решительную позицию – это станет известно инвесторам не раньше середины 2005 г. Можно ожидать, что к тому времени Путин станет на сторону Грефа и Кудрина, которые предлагают создать благоприятный инвестиционный климат в первую очередь путем «убеждения» инвесторов в привлекательности России. Если это даст реальные результаты, то появится стимул для развития успеха, а более жесткие меры, предлагаемые «ястребами» в администрации президента будут отвергнуты. Мы ожидаем, что в этом году акцент будет сделан на структурных изменениях и реформах в экономике, которые принесут серьезные результаты уже в бюджете 2005 г. Если к середине 2005 г. такая схема не принесет быстрых результатов, тогда можно ожидать силового пути реализации принятого решения.

Мы ожидаем, что в этом году акцент будет сделан на структурных изменениях и реформах в экономике, результат которых проявится на показателях бюджета уже в 2005 г. Если к середине 2005 г. такая схема не принесет быстрых результатов, тогда можно ожидать силового пути реализации принятого решения.

Правительство полностью справилось с реализацией плана по созданию инфраструктуры, обеспечивающей создание первого из пяти основных элементов, а именно способность оперативно проводить законопроекты через законодательные органы. Хотя можно посмотреть и с другой стороны: какой смысл тратить время на то, чтобы законопроекты выходили из Думы в том же самом виде, в каком были внесены правительством, и затем шли на подпись президенту?

Создается впечатление, что теперь будет гораздо легче добиться успеха и в создании других четырех основных элементов, о которых говорилось выше.

**Без соблюдения всех пяти принципов добиться реализации экономических задач вряд ли удастся**

Если не получится добиться такого успеха по всем пяти элементам – как текущим, так и перспективным – то останется мало надежд на то, что амбициозный план Путина по удвоению ВВП может быть реализован какими-то иными (кроме максимизации доходов от экспорта нефти, газа и металлов по нынешним рекордно высоким ценам) способами.

## Элемент первый: Реформы

**До сих пор реформы тормозились Думой либо законы выходили из нее совершенно неузнаваемыми**

В мае 2003 г. Путин заявлял, что самая главная причина медленных темпов реформирования заключается в недостаточной поддержке со стороны законодателей. Зачастую законодательные инициативы «застревали» в думских комитетах, либо «на выходе» из них становились совершенно «неузнаваемыми», т.е. теряли смысл, вкладывавшийся в них правительством. Думские фракции «тормозили» принятие законов или старались внести в них кардинальные изменения.

Наглядный пример – проволочки с реформой банковской системы. Летом 2002 г. только что назначенный председатель ЦБ говорил о необходимости принятия двух законопроектов – об ужесточении требований при выдаче банковской лицензии (в результате чего число банков сократилось бы с 1290 до 1000) и введении системы государственного страхования депозитов. Теоретически оба законопроекта могли трансформироваться в законы в течение полугода с момента этого заявления. На практике же закон появился лишь через полтора года, да к тому же стал менее эффективным, чем предполагалось изначально.

**Теперь будет по-другому**

Теперь будет иначе. Любой законопроект, направляемый в Думу правительством, предполагает автоматическое «проштамповывание» его в комитетах, Думе и Совете Федераций с последующим возвращением на подпись президенту практически в том же виде, в каком он вышел из правительства.

Две недели назад представители «Единой России» заняли посты председателей и заместителей председателей всех основных думских комитетов. В настоящее время «Единая Россия» имеет большинство в комитетах отвечающих за повестку дня заседаний Думы, а также за разработку политики. Партия вполне может рассчитывать на получение 75% голосов в Думе.

**План работы Думы теперь составляется в Кремле**

Правительство теперь может определять, какие законопроекты направлять на рассмотрение в Думу (в Совете Думы, который принимает решение по плану работы Думы, у «Единой Россия» сейчас 8 из 11 мест).

Кроме того, «Единая Россия» имеет большинство во всех комитетах, рассматривающих законопроекты перед вынесением их на голосование Думы. Первоначально партия намеревалась сократить число думских комитетов до 20 и позволить представителям других партий – лояльных к Кремлю (в частности, ЛДПР и «Родина») – возглавить ряд комитетов либо занять посты заместителей председателей. Однако, судя по всему, Администрация Президента высказалась против этого предложения.

«Единая Россия» получила список комитетов (с указанием фамилий их председателей и заместителей), которые необходимо сформировать. Поставленная задача уже выполнена.

**Илл. 1. Распределение председательских постов в думских комитетах**

Партийный блок	Число председательских постов	
	2000	2004
Коммунисты	10	0
«Единая Россия»	7	29
Народный депутат	5	0
ЛДПР	1	0
Аграрно-промышленный блок	1	0
Другие блоки	2	0
<b>Число комитетов всего</b>	<b>26</b>	<b>29</b>

Источник: Госдума

В выборах, состоявшихся 7 декабря, приняли участие 60,7 млн. избирателей, что составляет 55,75% от общего числа россиян, имеющих право голоса (утверждения о «фальсификации» выборов вряд ли имеют под

собой основания). «Единая Россия» получила 37,1% голосов и, соответственно, 126 мест в Думе по одномандатным и 120 – по партийным спискам. Кроме того, этой партии удалось договориться о сотрудничестве с 54 независимыми кандидатами, что увеличивает число сторонников в Думе до 300.

**Теперь у правительства не 33%, как прежде, а все 75% голосов Думы**

**«Родина» считается умеренно лояльной к Кремлю партией, но может выступить и в качестве оппозиции**

В Илл. 2 показана структура новой Думы и ее отличия от старой. В последней правительство имело лишь 32,9% голосов. Отсюда долгие дебаты и медленное прохождение любых сколько-нибудь значимых законопроектов.

*Примечание: «Родина» (она же «Отечество») в настоящее время рассматривается как «центристская» сила с единственной целью провести различие с коммунистами, от которых этот блок откололся. По какому принципу «Родина» будет голосовать, пока не понятно, однако предполагается, что сторонники блока будут голосовать «за» предложения правительства или выступить в качестве национал-«социалистической» оппозиции.*

**Илл. 2. Распределение голосов в Думе в 2002 и 2004 гг.**

Блок	Число мест	% голосов	Число мест	% голосов
<b>Прокремлевские</b>	<b>148</b>	<b>32,9%</b>	<b>336</b>	<b>74,7%</b>
«Единая Россия»	135	30,0%	300	66,7%
ЛДПР	13	2,9%	36	8,0%
<b>Левое крыло оппозиции</b>	<b>179</b>	<b>39,8%</b>	<b>52</b>	<b>11,6%</b>
Коммунисты	83	18,4%	52	11,6%
Другие	96	21,4%		
<b>Центристы?</b>	<b>47</b>	<b>10,4%</b>	<b>36</b>	<b>8,0%</b>
Родина	0	0,0%	36	8,0%
Российские регионы	47	10,4%		
<b>Правое крыло оппозиции</b>	<b>48</b>	<b>10,7%</b>		
Яблоко	17	3,8%		
Союз правых сил	31	6,9%		
<b>Другие</b>	<b>20</b>	<b>4,4%</b>	<b>23</b>	<b>5,1%</b>
<b>Вакантные места</b>	<b>8</b>	<b>1,8%</b>	<b>3</b>	<b>0,6%</b>
<b>Итого</b>	<b>450</b>	<b>100%</b>	<b>450</b>	<b>100%</b>

Источник: Госдума

**Греф назвал основные задачи второго президентского срока Путина**

Итак, какую пользу правительство извлечет из возможности полностью подчинить себе законодательный процесс в ходе переориентации на новые стимулы экономического роста?

В своем интервью российским СМИ в конце декабря министр экономики Герман Греф назвал основные цели, которые должны быть достигнуты в ходе второго президентского срока Путина.

**Общая задача:** конкурентоспособная Россия

В рамках достижения этой общей задачи Греф отметил необходимость обеспечить эффективность системы управления путем ускорения административной реформы, а также реформы госслужбы и услуг, предоставляемых госсектором всему населению.

Частью этой же задачи, по мнению Грефа, является повышение конкурентоспособности предприятий через упорядочение антимонопольного законодательства, развитие конкуренции и антиотраслевой политики, реформирование естественных монополий и обеспечение равного доступа к государственному финансированию.

И, последнее: Греф сказал, что государство будет стимулировать инвестиции в человеческие ресурсы, включая образование, здравоохранение и фундаментальную науку.

**Среднесрочная задача:** распределение национального богатства

По словам Грефа, Путин считает борьбу с бедностью важнейшей задачей среднесрочного плана. В настоящее время за чертой бедности в России живут 30 млн. человек (каждый пятый россиянин), и министр пообещал, что правительство будет стремиться оказывать «адресную» помощь нуждающимся и постарается создать стимулы для инвестиций с тем, чтобы, изменив экономику, обеспечить достаточную занятость.

**Первоочередная задача:**

#### *Прозрачность*

Сформировать саморегулирующуюся систему и обеспечить участие общественных организаций в контроле и исполнении государственных функций и соответствующую реакцию на критические замечания со стороны общественности.

Говоря о конкретных задачах, направленных на достижение вышеуказанных целей, Греф выделил следующие первоочередные мероприятия по реформированию:

#### *Управление*

Реформирование госслужбы и роль бюрократии в регулировании деятельности предприятий. Мы полагаем, что правительство будет стараться сократить число госслужащих и устранить избыточные функции госорганов. Правительство намерено снизить степень бюрократизации экономики и отменить положения, препятствующие росту промышленности.

#### *Структурная реформа*

Продолжение реформирования естественных монополий и стимулирование инвестиций для повышения конкурентоспособности предприятий

#### *Развитие малого и среднего бизнеса*

Сердцевина экономического плана – содействие росту в несырьевых отраслях путем стимулирования инвестиций в средний и малый бизнес

#### *Юридическая и правовая система*

Важная составляющая «благоприятного инвестиционного климата», о котором говорил Путин. Права собственности и обеспечение компенсации ущерба.

#### *Образование*

Высокий образовательный уровень рабочей силы – одно из очевидных преимуществ России, но последние 10 лет этот уровень снижается. Если его не восстановить, темпы экономического роста будут падать

#### *ЖКХ*

Состояние этой отрасли отражает жизненный уровень населения, на улучшение которого (судя по результа-

там социологических опросов) люди надеются. При этом население выражает недовольство медленным ходом преобразований в этой сфере

#### *Финансовая инфраструктура*

Банковская система и страхование – две важнейшие сферы экономики. Долговое финансирование стимулирует развитие промышленности, а кредиты поддерживают стабильность национальной экономики.

#### *Армия*

Явно нуждается в обновлении и реформировании

#### *Вступление в ВТО*

Продолжающаяся интернационализация экономики с ориентацией на стимулирование притока в нее инвестиций – важная часть экономической программы правительства. Выполнение требований, обязательных для членов ВТО, также поможет Путину активизировать реформы (хотя процесс адаптации к новым требованиям может растянуться на несколько лет).

### **Элемент второй: экономический метаморфоз**

***В последние 4 года план правительства был основан на капзатратах в сектор природных ресурсов и на экспортных доходах,...***

***... но это всегда было лишь временной мерой***

За последние четыре года правительство целенаправленно продвигало план экономического развития (восстановления), основанный на росте в сырьевых отраслях и эффектах мультипликатора в результате возвращения высоких экспортных доходов в экономику – в виде капзатрат, зарплат и других операционных расходов, налоговых поступлений и других инвестиционных проектов. Эта стратегия была единственно возможной для правительства, сформированного Путиным в январе 2000 г.

Это всегда считалось лишь временной мерой, призванной обеспечить финансовые средства и время, необходимые на подготовку основного экономического плана (т.е. перенесение центра тяжести хозяйственного роста на сочетание таких факторов, как природные ресурсы, внутреннее потребление и инвестиции в обрабатывающий сектор). В недавней речи Путин вновь высказал приверженность этой стратегии, подчеркнув, что страна не вправе уснуть под теплым долларом одеялом.

Илл. 3 показывает, насколько бюджет и экономика России в целом зависят сегодня от долларов из нефтегазового сектора:

**Илл. 3. Вклад отраслей в бюджет, ВВП и занятость, 2003 г.**

	Бюджет	ВВП	Занятость
Топливный сектор	55%	5,0%	6,0%
Черная металлургия	3,1%	2,0%	5,0%
Цветная металлургия	3,9%	2,0%	4,4%
Химическая промышленность	1,9%	1,0%	6,7%
Машиностроение	11,8%	5,3%	35,0%
Производство строительных материалов	2,4%	7,3%	5,2%
Пищевая промышленность	12,0%	4,0%	11,6%
Электроэнергетика	Н/Д	Н/Д	7,0%
Прочие	9,9%	73,4%	19,1%
<b>Всего</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

*Источник: Госкомстат*

*Примечание: Н/Д – нет данных*

***В 2003 г. топливный сектор принес в федеральный бюджет \$46 млрд (больше, чем в 2002 г. – \$35 млрд)***

В долларовом выражении это означает, что в 2003 г. топливный сектор принес в федеральный бюджет \$46 млрд (в 2002 г. – \$35 млрд), а его суммарные экспортные доходы достигли \$74 млрд (в 2002 г. – \$52 млрд). В то же время сектор непосредственно дает работу 6% всей рабочей силы страны. Его прямой вклад в ВВП сравнительно невелик, однако бла-

годаря эффекту мультипликатора экспортных доходов (\$74 млрд) его воздействие на рост ВВП весьма значительно (см. Илл. 4 ниже).

**Илл. 4. Влияние цены нефти на рост ВВП**

	2000	2001	2002	2003(Оц.)
Темп роста ВВП, год-к-году	8,3%	5,1%	4,7%	7,0%
Эффект нефтяных цен, год-к-году	2,8%	1,5%	1,5%	3,0%
«Базовый» рост ВВП *	4,5%	3,6%	3,2%	4,0%

*Источники: ЦБР, оценка Альфа-Банка*

*Примечание: «Базовый» рост ВВП – это такой рост, который был бы достигнут, если бы экспортная цена на нефть и нефтепродукты равнялась долгосрочному среднему значению \$20/баррель (Urals), а объем экспорта увеличивался ежегодно на 5%*

**Совокупные доходы нефтяного сектора от экспорта в 2003 г. составили \$52 млрд**

В одном лишь нефтяном секторе благодаря росту объемов экспорта при повышении средней цены нефти по сравнению в цифрами, заложенными в бюджет 2003 г., суммарные доходы экспорта (нефти и нефтепродуктов в страны за пределами СНГ) достиг примерно \$52 млрд (или почти на \$20 млрд больше цифры, легшей в основу бюджетных предположений на 2003 г.). В 2002 г. эти цифры были \$39 млрд и \$30 млрд, соответственно. Это определяет годовой темп прироста ВВП в диапазоне 3,0% – 4,0%, что намного меньше, чем предусматривает правительственная задача по удвоению ВВП (т.е. доведение темпов его роста до устойчивого уровня) за десять лет.

*Примечание: Вскоре мы выпустим отдельную аналитическую записку, посвященную более подробному обсуждению второго элемента*

**Элемент третий: бюрократия и коррупция**

**Бюрократия и коррупция – главные препятствия бизнесу**

При опросах бизнесмены регулярно называют бюрократию и коррупцию главными препятствиями росту их бизнеса. Эта проблема касается, главным образом, компаний в секторе малого и среднего бизнеса – из-за нехватки у них финансовых средств и политических сил для обхода этих препятствий.

**Коррупция ежегодно обходится бизнесу в \$40 млрд**

Если текущий уровень бюрократии и коррупции не будет снижен, то есть опасность, что любые успехи правительства в сфере промышленной и бюджетной политики будут тщетны и не приведут к расчетному росту экономики. Сейчас полагают, что коррупция ежегодно обходится бизнесу в России в сумму, близкую к 1% ВВП (или около \$40 млрд в 2003 г.).

**МЭРТ быстро приступило к сокращению государственного аппарата**

Не случайно первым – после декабрьских выборов – заявлением Министерства экономики стало сообщение о том, что им выявлено 500 госучреждений, чьи функции были названы «избыточными» и подлежат отмене. Министерство планирует в текущем квартале представить этот список правительству.

**Первым шагом Путина стало учреждение «Совета по борьбе с коррупцией»**

Первым шагом Путина в 2004 г. стало создание «Совета по борьбе с коррупцией» во главе с премьер-министром. Путин председательствовал на первой сессии нового совета и подчеркнул, что если прошлые усилия правительства по борьбе с коррупцией потерпели провал, то от нового органа аналогичного результата он не потерпит.

**Путин явно недоволен медленным ходом борьбы с коррупцией и бюрократией в период его первого срока**

Неспособность правительства ограничить бюрократию и коррупцию в экономике – одна из основных неудач, регулярно упоминаемых Путиным. В мае прошлого года он публично отчитал своих главных министров за отсутствие прогресса в этой сфере и осудил чиновников и некоторые группы предпринимателей за то, что те используют свое политическое влияние и лоббистские возможности в Думе, чтобы препятствовать его планам по сокращению числа государственных служащих и объема их участия в экономике.

**Сейчас в госаппарате занято свыше 2 млн. служащих (т.е. больше, чем в начале первого срока Путина)**

В начале 2003 г. Путин поручил Министерству экономики провести проверку государственных ведомств на предмет сокращения их числа. Отчет МЭРТ вскрыл факт, что на тот момент имелось 5.000 отдельных государственных учреждений, где было занято свыше 2 млн. служащих, (т.е. больше, чем в начале президентства Путина). Каждому из этих учреждений было предложено обосновать их роль, и неудивительно, что они не только попытались убедить правительство в важности их миссии, но и почти все заявили, что недофинансированы и недоукомплектованы.

**Крупным успехом было расформирование Налоговой полиции**

Крупный успех правительства в 2003 г. – расформирование Налоговой полиции, которая по своим силам (40 000 служащих) и средствам была сопоставима лишь с ФСБ. Налоговая полиция повсеместно считалась самым коррумпированным ведомством, и, как утверждают, нередко при спорах хозяйствующих субъектов продавали свои услуги тем, кто больше заплатит.

**Разница в позициях силовиков и либералов состоит не в целях, а в методах**

### **Элемент четвертый: баланс интересов**

Важно подчеркнуть: между либеральными экономистами и *силовиками* нет конфликта по поводу целей реструктуризации экономики, однако различия просматриваются в предлагаемых ими путях достижения этих целей. В сущности, либеральные экономисты предлагают стратегию, позволяющую сохранить благоприятный инвестиционный климат, тогда как *силовики*, согласно последним свидетельствам, склонны к гораздо более агрессивному вмешательству в экономику. Этот последний подход чреват серьезным ущербом для инвестиционного климата в перспективе 1-2 лет из-за неопределенности, которая неизбежно за этим наступит.

**Неудивительно, что многие из недавних назначенцев – люди с опытом работы в спецслужбах**

В первое президентство Путина происходило постепенное вытеснение людей, унаследованных от администрации Ельцина, так что сейчас в президентской администрации доминируют две группы: либеральные экономисты и силовики. Неудивительно, что большинство назначений, сделанных за последние четыре года, касаются людей с опытом работы в спецслужбах. Во-первых, поскольку в советскую эпоху кадровая служба в Вооруженных сил или в системе Госбезопасности считалась завидной карьерой, так что многие руководители «путинского призыва» почти неизбежно имеют стаж службы в этих структурах. Во-вторых, Путин явно предпочитает работать с людьми, которых он понимает и которым может доверять, особенно в борьбе с коррупцией и бюрократией.

Например, пять из семи представителей президента в округах – бывшие «чекисты»; из того же слоя набран (на 70%) персонал администраций округов. Заместители министров, назначенные после 2000 г., больше чем в одном случае из трех (на 35%) состоят из бывших военных или чекистов. Того же рода люди занимают 25% высших правительственных должностей, и эта пропорция при Путине возросла (в 1999 г. было 17%).

*Примечание: Вскоре мы выпустим отдельную аналитическую записку, посвященную более подробному обсуждению четвертого элемента*

**До сих пор Путин поддерживал подход, дружественный к инвестору**

### **Элемент пятый: привлекательный инвестиционный климат**

До сих пор Путин поддерживал «дружественный к инвестору» подход либеральных экономистов, и ожидают, что президент останется на этой позиции до момента, когда будут видны итоги того или иного «события» или ряда «событий». (Например, если расследование по делу Юкоса распространится на другие бизнес-группы, что приведет либо к потере активов, либо к наложению суровых денежных санкций, а это – в свою очередь – подорвет доверие инвесторов и предпринимателей).

**Путин стремится уравновесить интересы либеральных экономистов и силовиков**

Приведенная ниже схема показывает, как могли бы взаимодействовать эти два подхода. В сущности, Путин поддерживает равновесие между либеральными экономистами и наиболее «жесткими» элементами среди

**Экономисты хотят привлекательного инвестиционного климата,...**

**...тогда как силовики – за перераспределение национального богатства через бюджетный механизм**

*силовики*. Все они имеют общую цель (удвоения ВВП за десять лет и более равномерное распределение национального богатства), но между ними просматривается конфликт по вопросам стратегии.

Экономисты выступают за создание привлекательного инвестиционного климата, где сложится деловая среда, способная убедить отечественных и иностранных инвесторов вкладывать средства в Россию.

Более агрессивный подход *силовики* – по заявлениям, сделанным в связи с делом Менатеп и Юкоса – предполагает перераспределение национального богатства через бюджетные механизмы. Вместо методов убеждения бизнесменов *силовики* склонны прибегать к давлению на них.

Есть опасения, что Путин, хотя и начнет свой второй срок на посту, как ожидается, с поддержки предложенного либеральными экономистами механизма, может – по своей воле или в силу обстоятельств – поменять позицию и принять более агрессивный подход.

Илл. 5. Баланс интересов



## Налоговая амнистия в повестке дня правительства

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

- Амнистия капиталов ожидается вместе со снижением налогов; мы расцениваем предложение Грефа как его заявку на место в новом правительстве
- За рубежом амнистию капиталов использовали для стимулирования роста экономики или для очистки репутации госчиновников
- В России амнистия нужна, чтобы снизить угрозу деприватизации, и предотвратить нападки налоговиков на бизнес

### МЭРТ готовит закон о налоговой амнистии

**Закон об амнистии капиталов является заявкой Грефа на место в новом правительстве**

21 января с. г. Министерство экономического развития и торговли (МЭРТ) заявило, что оно готовит закон об амнистии капиталов, который будет представлен на рассмотрение правительства уже нынешним летом. Этот шаг был предпринят в тот момент, когда стали циркулировать слухи о высокой вероятности изменений в составе правительства после президентских выборов в марте. Поэтому, мы полагаем, что это заявление министерства может быть интерпретировано как заявка Германа Грефа на место в новом правительстве с целью продвижения либеральных реформ в экономике, способных защитить интересы бизнеса. Предложения по амнистии капиталов, вероятно, являются частью масштабных экономических инициатив, которые премьер-министр Касьянов предложит президенту Путину в ближайшие месяцы.

**Впервые амнистия капиталов была предложена Евгением Примаковым в 1999 г., чтобы остановить бегство капиталов**

Впервые идея амнистии капиталов возникла в России в конце 1998 г. в правительстве Евгения Примакова, которое в условиях всё нараставшего бегства капиталов пыталось восстановить нормальное функционирование налоговой системы. Поскольку с приходом Примакова в правительство встал вопрос о законности приватизации 90-х годов, постольку вопрос об амнистии капиталов стал инструментом защиты бывшей политической элиты от обвинений со стороны новой команды. После отставки Примакова весной 1999 г. эта идея была снята с повестки дня, и основными приоритетами стали не экономические реформы, а изменения в политической сфере.

**Ожидалось, что 13% будет взиматься с 25% нелегальной суммы, начиная с 2000 г.,...**

Позднее план амнистии капиталов был возрожден в начале президентства Путина. Предложение, которое никогда серьезно не обсуждалось, состояло в том, чтобы уплатить по плоской 13%-ной шкале налог на капитал, вывезенный за границу. 25% всей суммы должно быть возвращено, а 75% можно было оставить за рубежом. Однако эта идея повисла в воздухе из-за роста цен на нефть в 2001 г., а также в силу состояния платежного баланса России.

**...но потенциальный возврат \$75 млрд мог обернуться слишком сильным укреплением рубля**

Полулегальный и нелегальный вывоз капитала из России составлял в среднем более \$20 млрд в год, и \$250-\$300 млрд лежали на зарубежных счетах, начиная с 1992 г. Поэтому, возвращение даже 25% этой суммы означает приток \$75 млрд, что равно текущим валютным резервам ЦБ РФ и может вылиться в значительное укрепление рубля. Таким образом, такая схема имела смысл как инструмент укрепления рубля, но из-за роста цен на нефть она потеряла свое значение.

**Сейчас налоговая амнистия важна для «легализации» итогов приватизации 90-х...**

Возврат к идее амнистии капиталов в 2004 г. произошел по разным причинам. Нападки на Юкос/Менатеп возродили опасения по поводу законности приватизации крупной собственности, стали раздаваться призывы

**...и предупреждения обвинений в уклонении от уплаты налогов, что важно для мелкого и среднего бизнеса**

к принятию закона, который поставил бы «легализовал» процесса приватизации в 1993-1996 гг.

Во-вторых, итоги исполнения бюджета за 2003 г. показывают, что снижение сбора налога на прибыль в размере 0,4% ВВП и снижение поступлений от налога на зарплату в размере 0,3% ВВП привело к убыткам бюджета в размере \$3,5 млрд. Таков потенциальный объем налоговых требований, которые могут быть предъявлены в ближайшие годы. Поэтому, идея амнистии должна быть поддержана не только крупным, но и мелким и средним бизнесом. Это коренным образом отличает амнистию в России от опыта налоговой амнистии и амнистии капиталов в других странах.

## Опыт зарубежных стран в проведении налоговой амнистии

**В других странах амнистия капиталов проводилась...**

Опыт других стран показывает, что инициатива проведения налоговой амнистии или амнистии капиталов всегда исходила от государства, а не от частного бизнеса. Основными причинами, которые побуждали начать налоговую амнистию, были следующие:

**...в интересах госчиновников,...**

- Желание госчиновников легализовать свои зарубежные активы (Казахстан, Италия);

**...для стимулирования роста (Бельгия, Индия)...**

- Необходимость стимулировать приток капитала для создания рабочих мест и стимулирования экономического роста (Индия, Бельгия);

**...и для преодоления бюджетного кризиса (Турция)**

- Увеличение доходов бюджета (Турция). Пример Турции особенно интересен, так как итоги налоговой амнистии позволили правительству выполнить свои договоренности с МВФ и получить финансовую помощь после девальвации лиры в 2001 г.

**Илл. 6. Проведение налоговой амнистии и амнистии капиталов в различных странах**

Страна	Ставка налога	Год	Основной итог	Макроэффект
Италия	2,5%	Ноябрь-май 2002	Вернулось \$63 млрд из \$500 млрд зарубежных капиталов (около 6% ВВП Италии)	Н/Д
Турция	0%	Июнь 2002	0,6% ВВП было собрано в бюджет (или 5% годовых налоговых поступлений)	10%-ное увеличение сбора налогов позволило получить помощь МВФ
Казахстан	0%	Май-июль 2001	Вернулось \$0,5-1,0 млрд из \$10 млрд зарубежных капиталов (2,5-5,0% ВВП)	Укрепление валютного курса, низкий уровень конкуренции внутри страны, у банков были проблемы с размещением денег
Бельгия	6% от суммы, вложенной в Бельгии, 9% от суммы за рубежом	2004	Ожидается возврат \$18 млрд из \$90 млрд зарубежных капиталов	Н/Д
Индия	До 30%	1997	Налоговая амнистия принесла в бюджет \$2,5 млрд	Н/Д

Источники: МВФ, Internet Securities, оценка Альфа-Банка

**Амнистия капиталов вызвала критику в связи...**

Положительные последствия налоговой амнистии для бюджета, и особенно в создание благоприятного инвестиционного климата, превратили ее в популярный инструмент экономической политики в последние 5-7 лет. Однако основное беспокойство вызывают коррупционные последствия налоговой амнистии. Основными возражениями являются следующие:

**...со стимулированием коррупции...**

- **Нарушение принципов Гражданского кодекса.** Если, согласно Гражданскому кодексу, имущество получено в результате незаконных деяний, и оно не может быть признано законным и использоваться по закону, то амнистия капиталов создает такой прецедент.

*...и со склонностью к использованию в интересах бюрократии*

- **Используется в интересах госчиновников.** Этот аргумент основан на предположении, что мелкому и среднему бизнесу нечего легализовывать, а крупный бизнес всегда действует по закону.
- **Экономическая неэффективность.** Ограниченные возможности для инвестирования в национальную экономику не стимулируют возвращение зарубежных капиталов.
- **Коррупция.** Согласно этому аргументу, те, кто страстно выступает за амнистию, сами замешаны в коррупции.

*Плюсами налоговой амнистии в России станут укрепление доверия...*

## «За» и «против» амнистии капиталов в России

Основной аргумент в пользу проведения налоговой амнистии в России состоит в том, что она приведет к закрытию вопроса о законности итогов приватизации, и в то же время укрепит доверие инвесторов. Интересы тех, кто высказывается за пересмотр итогов приватизации 90-х годов, будут учтены путем установления высокой ставки налога на репатриированный капитал. Однако, предполагаемая ставка в 13% и так уже высока в сравнении с другими странами.

*...и до \$2,6 млрд дополнительных доходов бюджета*

На уровне макроэкономики амнистия капиталов окажет позитивное влияние на сбор доходов в федеральный бюджет. Даже если возврат капиталов составит \$10-20 млрд, то в бюджет поступит \$1,3-2,6 млрд дополнительных доходов, или 3% годового дохода бюджета.

*Амнистия капиталов может компенсировать последствия валютной либерализации с 2004 г.*

Напомним, что начиная с середины 2004 г. российские власти проведут значительную либерализацию валютного регулирования и полностью отменят его к 2007 г. Амнистия капиталов может стать мерой, которая компенсирует негативный эффект валютной либерализации.

**Илл. 7. Закон о валютном регулировании вступает в силу в июне 2004 г.**

Вид операции	Результат	Комментарий
Обязательная репатриация экспортной выручки	+	В случае кризиса поддержит валютный рынок, ставка устанавливается ЦБ РФ
Заграничные счета	+	Ограничения отменяются с середины 2005 г.
Покупка валюты корпорациями	-	ЦБ РФ имеет право установить 100%-ное резервирование от суммы покупки; это право будет отменено в 2007 г.
Заемствования за рубежом	-	ЦБ РФ имеет право установить 100%-ное резервирование от суммы займа; это право будет отменено в 2007 г.

Источник: ЦБ РФ

*Приток капиталов может сильно укрепить рубль*

Что касается недостатков, то основной проблемой амнистии капиталов является риск ускоренного укрепления рубля. Дополнительный приток в Россию \$20 млрд приведет к 8-10%-ному номинальному повышению стоимости рубля до 26 руб./\$ от текущего уровня.

*Россия может быть исключением, т.к. крупный бизнес более заинтересован в амнистии, чем государство*

Анализ международного опыта показывает, что Россия может быть исключением, так как крупные компании обычно более всего заинтересованы в таком законе. В отличие от Казахстана, российские госчиновники гораздо меньше заинтересованы в принятии такого закона, так как возбуждение расследований по факту неуплаты налогов стало излюбленным методом завоевания политической репутации.

*Амнистия капиталов будет нужна при...*

Следующие изменения на макроэкономическом уровне могут подтолкнуть госчиновников к поиску компромисса с бизнесом через налоговую амнистию:

*...снижению цен на нефть менее \$20/баррель,...*

- **Значительное снижение цен на нефть** (менее \$20/баррель) может негативно отразиться на сборе налогов и стимулировать обесценение рубля. В такой ситуации введение налоговой амнистии поможет

*...увеличению социальных выплат,...*

*...решении правительства о снижении налогов,...*

*...реформе госаппарата*

*Если Касьянов и Греф останутся в правительстве, амнистия капиталов может состояться в 2005 г.*

*Новое правительство займется налоговой амнистией после 2005 г. в случае снижения доходов бюджета*

сгладить волатильность в сфере бюджетных поступлений и на валютном рынке.

- **Решение увеличить социальные выплаты** с 2005 г. в рамках реформирования региональных бюджетов может спровоцировать резкое увеличение спроса на трансферты из федерального центра и, как следствие, поиск новых источников доходов.
- **Решение правительства продолжить снижение налогового бремени** в реальном секторе может вызвать необходимость компенсировать временное снижение доходов.
- **Масштабная административная реформа** резко увеличит количество безработных и вызовет необходимость создания новых рабочих мест.

Иначе говоря, шансы на проведение амнистии капиталов значительно возрастут, если темпы административной реформы будут ускоряться, и правительство Касьянова не претерпит больших изменений при новом президентстве Путина. Поэтому, предложение Грефа звучит очень логично в сочетании с предложениями резко сократить НДС до 13% и налог на зарплату до 26%. Мы полагаем, что если состав правительства не претерпит больших изменений, вероятность проведения налоговой амнистии возрастет.

Тем не менее, мы считаем, что наиболее вероятным сценарием будут всё же значительные изменения в правительстве, и поэтому новому кабинету будет необходимо какое-то время прежде, чем продолжить линию налоговой амнистии. В этом случае, амнистия может быть проведена с большой долей вероятности после 2005 г. и будет вызвана необходимостью предотвратить снижение доходов бюджета, если цены на нефть упадут или рост ВВП замедлится.

**Динамика и оценка акций**
**Илл. 8. Динамика АДР, с начала месяца, на 29 января 2004 г.**

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение за месяц %	с начала года \$	За 52 недели Максимум \$	Минимум \$
<b>Нефть и Газ</b>								
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	29,8	15,0	15,0	31,6	10,3
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	104,0	11,5	11,5	107,3	54,5
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	31,3	10,7	10,7	33,0	17,9
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	30,2	2,0	2,0	39,5	14,3
Татнефть	2	20 в 1	25,0	25,9	13,7	13,7	27,7	14,9
Юкос	1	4 в 1	20,0	40,2	-8,1	-8,1	68,5	36,9
<b>Энергетика</b>								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	6,5	18,2	18,2	6,5	3,4
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	49,6	5,3	5,3	50,8	22,9
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	7,5	15,4	15,4	8,1	3,1
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	32,2	19,1	19,1	34,3	11,1
<b>Телекоммуникации</b>								
ВымпелКом	3	3 в 4	40,0	76,0	3,4	3,4	80,1	30,9
Голден Телеком	3	1 в 1	14,0	28,5	2,3	2,3	33,5	12,3
МТС	3	20 в 1	22,0	96,9	17,0	17,0	99,8	35,7
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	14,9	50,0	50,0	12,0	5,0
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	6,3	27,5	27,5	25,0	1,9
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	13,5	8,1	8,1	14,0	6,7
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	7,9	5,8	5,8	7,3	2,2
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	4,3	-12,5	-12,5	4,8	3,0
<b>Прочие сектора</b>								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	73,6	9,4	9,4	75,0	20,8
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	10,2	19,9	19,9	8,3	4,5
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,6	0,3	0,3	3,8	2,5
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	17,2	1,2	1,2	22,8	15,5
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	8,1	1,6	1,6	7,2	2,9

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка

**Илл. 9. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 29 января 2004 г.**

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD	YTD	Макс.	Мин.			млн. \$	млн. \$	2002	2003П			
		%	%	\$	\$							\$	%	
<b>Нефть и Газ</b>														
Газпром	1,455	13	13	1,572	0,722	48,7	37 443	40,0	5,4	6,4	3,7	2,69	85	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	26,2	7	7	26,2	13,77	6,1	21 630	11,7	5,9	6,6	5,5	24,9	-5	ДЕРЖАТЬ
Сибнефть	3,25	16	16	3,3	1,83	0,4	15 409	13,3	6,9	9,4	6,8	2,65	-18	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,607	-1	-1	0,615	0,29	1,1	24 689	13,5	12,4	4,1	3,6	0,53	-13	ПРОДАВАТЬ
Татнефть	1,31	14	14	1,355	0,762	0,4	2 954	5,8	5,8	4,9	4,4	1,05	-20	ПРОДАВАТЬ
Юкос	10,2	-8	-8	15,97	9,28	2,6	27 545	6,7	4,6	5,5	3,9	10	-2	ПРОДАВАТЬ
Petrobras	31,1	8	8	34,2	12,9	8,5	32 860	12,2	5,6	8,3	3,7			
PetroChina	0,5	-13	-13	0,6	0,2	194,1	87 650	16,1	10,1	7,1	5,3			
Sinorec	0,4	-9	-9	0,5	0,2	47,8	51 404	18,4	12,2	10,5	8,2			
<b>Среднее</b>								<b>15,3</b>	<b>9,3</b>	<b>8,6</b>	<b>5,7</b>			
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0,140	19	19	0,14	0,081	0,0	667	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,840	17	17	0,840	0,269	0,0	643	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,075	9	9	0,082	0,034	0,4	2 120	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,327	13	13	0,340	0,112	5,2	13 421	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
CEZ	5,5	2	2	5,6	3,2	5,5	2 031	6,5	3,5	3,5	3,8			
Copel	2,8	-7	-7	3,2	2,0	0,4	832	Н/З	6,5	11,0	3,9			
Eletrobras	13,4	-19	-19	17,7	5,3	3,6	4 310	11,5	39,3	4,8	7,6			
<b>Среднее</b>								<b>3,5</b>	<b>16,4</b>	<b>6,4</b>	<b>5,1</b>			
<b>Телекомы</b>														
МГТС	13,4	3	3	13,4	6,6	0,0	1 205	22,0	12,2	6,4	4,7	14,0	4	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	16,72	10	10	18,97	9,74	1,7	7,743	17,6	11,4	5,0	5,8			
Tele Norte Leste	12,62	6	6	14,30	5,58	3,4	5,740	46,0	30,5	4,6	4,6			
<b>Среднее</b>								<b>31,8</b>	<b>21,0</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>			
Ростелеком	2,270	8	8	2,310	1,137	0,7	2 021	59,3	23,5	5,1	4,7	2,40	6	ДЕРЖАТЬ
Indosat	1,90	8	8	2,00	0,85	4,0	1,982	17,23	15,48	6,46	5,25			
Embratel	4,80	0	0	5,53	1,14	2,1	1,233	Н/З	Н/З	5,83	5,52			
<b>Среднее</b>								<b>17,2</b>	<b>15,5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>			
ВымпелКом	76,0	3	3	80,1	30,9	32,0	4 086	31,5	16,9	14,2	7,4	31,0	35,6	ПОКУПАТЬ
МТС	96,9	17	17	99,8	35,7	25,2	9 659	34,9	18,2	16,1	8,1	112,0	16	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	22,3	16,4	15,22	24,0	7,4	Н/Д	2,203	15,15	13,67	6,33	7,15			
Mobinil	17,4	33,3	30,78	19,8	6,9	3,8	1,414	36,26	27,20	8,76	7,64			
<b>Среднее</b>								<b>25,7</b>	<b>20,4</b>	<b>7,5</b>	<b>7,4</b>			
Голден Телеком	28,5	2	2	33,5	12,3	3,3	1 020	34,2	18,6	16,2	8,1	32,0	12	ДЕРЖАТЬ
Netia	1,51	10	10	1,59	0,78	1,6	522	Н/З	Н/З	13,73	7,44			
<b>Металлургия</b>														
Норильский Никель	73,5	8	8	73,5	23,4	1,8	15 722	49,9	11,8	13,1	6,6	85,0	16	ПОКУПАТЬ
Ampplats	48,1	17	17	53,2	27,3	0,3	10 365	12,7	35,3	7,3	15,6			
Inco	35,7	12	-8	40,6	18,5	1,2	6 602	Н/З	10,6	11,9	14,1			
Implats	83,0	1	1	92,0	49,0	0,2	5 529	8,5	11,4	6,7	7,6			
<b>Среднее</b>								<b>10,6</b>	<b>19,1</b>	<b>9,6</b>	<b>14,9</b>			
Северсталь	166,0	36	36	170,0	52,7	0,2	3 664	20,6	9,0	8,0	4,9	пересмотр	Н/Д	ПЕРЕСМОТР
China Steel	0,9	5	5	0,9	0,6	60,4	8 369	18,1	7,8	8,9	5,6			
POSCO	136,4	-2	-2	148,8	77,6	Н/Д	12 139	12,0	30,6	5,0	5,1			
<b>Среднее</b>								<b>15,1</b>	<b>19,2</b>	<b>7,0</b>	<b>5,3</b>			
<b>Продукты</b>														
Балтика	13,1	15	15	13,2	11,3	0,0	1 529	11,2	10,7	6,8	6,3	14,4	10	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	8,1	2	2	7,2	2,9	0,0	586	Н/З	24,5	10,5	7,5	8,9	10	ПОКУПАТЬ
Вимм-Билль-Данн	17,2	1,2	1,2	22,8	15,5	0,1	756,8	21,2	46,4	9,8	13,0	17,0	-1,2	ДЕРЖАТЬ
Okocim	6,4	-4	-4	7,1	3,1	0,1	184	246,3	Н/З	12,5	15,3			
Grupo Modelo-C	2,6	3	3	2,6	2,0	3,9	8 305	20,6	18,5	7,9	7,6			
<b>Среднее</b>								<b>133,5</b>	<b>18,5</b>	<b>10,2</b>	<b>11,4</b>			
<b>Торговля</b>														
ГУМ	1,80	0	0	2,30	1,31	0,0	108	9,6	8,7	7,3	5,3	2,10	17	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	4,2	-5	-5	5,3	3,1	0,0	358	20,4	20,7	16,4	15,1			
Matahari Putra Prima	83,2	33	33	89,1	42,8	3,8	225	18,0	15,8	7,5	5,8			
<b>Среднее</b>								<b>19,2</b>	<b>18,3</b>	<b>12,0</b>	<b>10,5</b>			
<b>Машиностроение</b>														
ОМЗ	10,1	11	11	10,2	5,3	0,1	357	9,2	27,4	9,5	8,8	11,9	18	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	30,2	-6	-6	37,4	13,6	0,4	2 294	Н/З	16,8	7,5	7,3			
Atlas Copco	33,7	1	1	35,4	23,5	1,7	8 723	18,2	21,8	9,3	9,0			
<b>Среднее</b>								<b>18,2</b>	<b>19,3</b>	<b>8,4</b>	<b>8,2</b>			

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



Илл. 10. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 29 января 2004 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2002	2003П	2002	2003П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Мегионнефтегаз	13,25	2	2	14,8	8,125	4,3	1 566	101,9	21,1	11,1	6,6	20,8	57	ПОКУПАТЬ
Башнефть	3,96	15	15	4,53	2,72	27,2	735	4,0	10,5	2,0	2,6	3,5	-12	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	2,09	10	10	2,14	1,325	56,9	208	9,0	5,8	6,2	5,1	1,81	-13	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>														
Башкирэнерго	0,345	24	24	0,370	0,148	37,7	360	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,270	0	0	0,270	0,190	0,0	161	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	5,15	30	30	5,5	2,75	2,1	92	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,64	20	20	0,640	0,200	5,0	388	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	10	0	0	11,3	6	1,4	135	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	3,85	0	0	3,85	3	1,4	139	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,039	11	11	0,039	0,022	4,3	122	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,076	7	7	0,076	0,035	4,9	267	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,492	0	0	0,492	0,19	0,0	257	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,035	19	19	0,035	0,018	1,9	163	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
<b>Телекомы</b>														
Башинформсвязь	0,12	9	9	0,122	0,0476	8,1	116	5,8	40,3	6,4	4,4	0,09	-28	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	3,26	21	21	3,45	1,22	155,8	970	36,2	16,5	6,4	5,4	3,14	-4	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,6	40	40	0,6275	0,345	47,5	517	36,1	10,5	5,5	3,9	0,46	-23	ПРОДАВАТЬ
Сибирь Телеком	0,05	32	32	0,05	0,02	298,5	705	31,7	8,1	5,3	3,2	0,05	12	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинформ	0,040	3	3	0,044	0,014	167,5	1 295	43,0	23,1	9,0	5,1	0,050	25	ПОКУПАТЬ
Центр Телеком	0,42	20	20	0,447	0,236	70,4	821	25,9	13,9	4,9	3,3	0,38	-10	ПРОДАВАТЬ
Юж Телеком	0,11	13	13	0,121	0,07	87,6	412	12,8	7,7	2,6	1,9	0,13	18	ДЕРЖАТЬ
<b>Другие сектора</b>														
АвтоВАЗ	30,5	11	11	30,5	20,75	8,2	922	19,5	25,8	3,5	3,8	27,1	-11	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	298	10	10	303,5	191	1 338,8	5 865	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	300	1	ДЕРЖАТЬ
Челябинский трубный 3-д	0,375	10	10	0,4	0,105	10,6	177	22,4	11,7	6,7	5,0	0,5	33	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

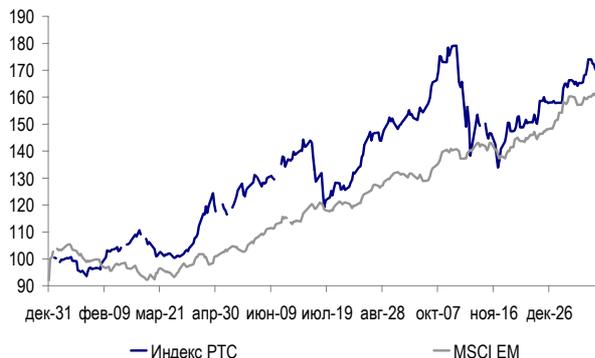
Илл. 11. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 29 января 2004 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2002 \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
<b>Нефть и Газ</b>												
Транснефть прив.	681	15	15	690	343	357	Н/Д	27,57	4	490	-29	ПРОДАВАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,390	-1	-1	0,409	0,212	188,4	36	0,0031	1	0,34	-13	ПРОДАВАТЬ
Татнефть прив.	0,680	15	15	0,740	0,450	48,5	48	0,0319	5	0,63	-7	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>												
РАО ЕЭС прив.	0,295	12	12	0,313	0,102	22,3	10	0,0050	2	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
<b>Телекоммуникации</b>												
Ростелеком прив.	1,510	6	6	1,535	0,805	140,3	33	0,0267	2	1,70	13	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

**Графики**

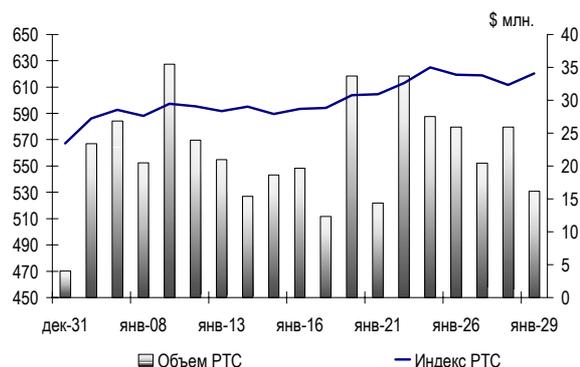
**Илл. 12. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2003 года**



Источники: РТС, Рейтер

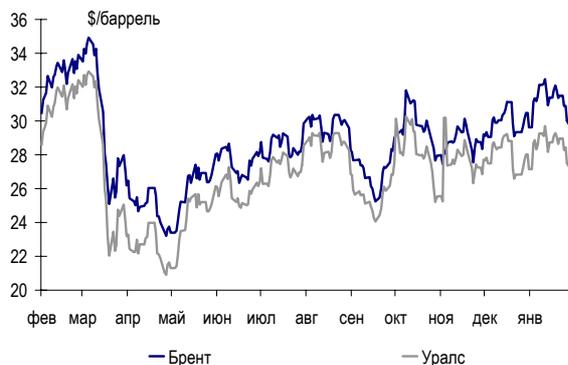
- В декабре индекс РТС не спеша вырос на 9,4% на фоне среднего объема в \$23 млн.

**Илл. 13. Динамика РТС, с начала месяца**



Источник: РТС

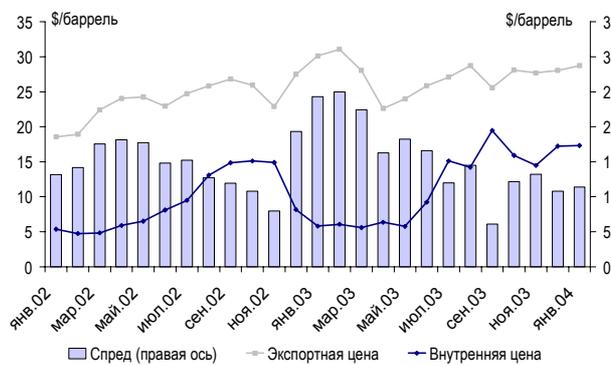
**Илл. 14. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.**



Источник: Блумберг

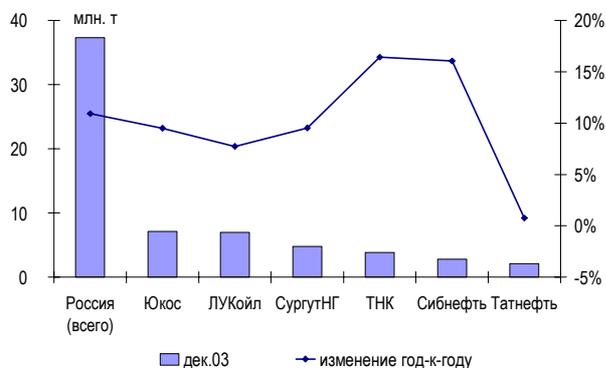
- В январе цена нефти осталась высокой из-за холодов в США и проблем в Босфоре
- Внутренние цены на нефть в ближайшие месяцы начнут падать из-за ограничения экспорта

**Илл. 15. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2003**



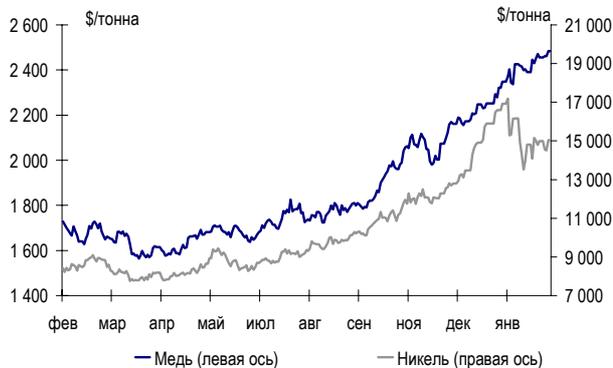
Источник: Министерство энергетики

**Илл. 16. Добыча нефти компаниями, декабрь 2003 г.**



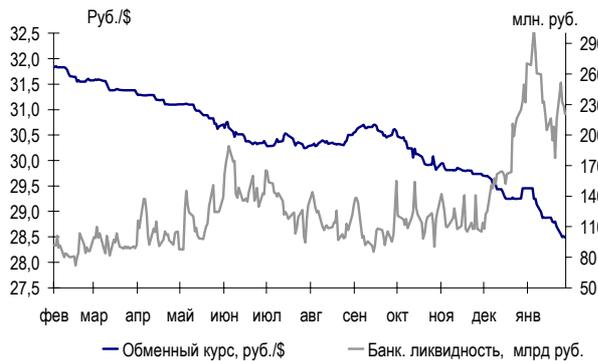
Источник: Министерство энергетики

**Илл. 17. Цены на медь и никель, последние 21 мес.**



Источник: Блумберг

- Нефтяная отрасль России показала наивысшие темпы роста после распада СССР, добыча выросла на 11% до 8,4 млн. б/с
- Ограничение поставок совместно с забастовками продолжают поддержку цен на металлы

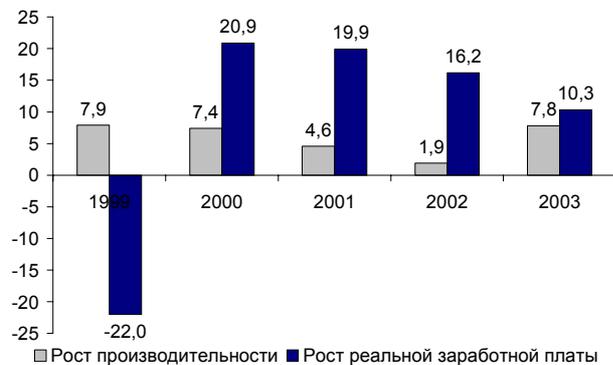
**Илл. 18. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев**


Источник: ЦБР

- Более высокие, чем ожидалось, цены на нефть, понизили курс рубля на 3%
- Резервы ЦБР достигли в январе \$82,7 млрд., что составляет 13 месяцев импорта

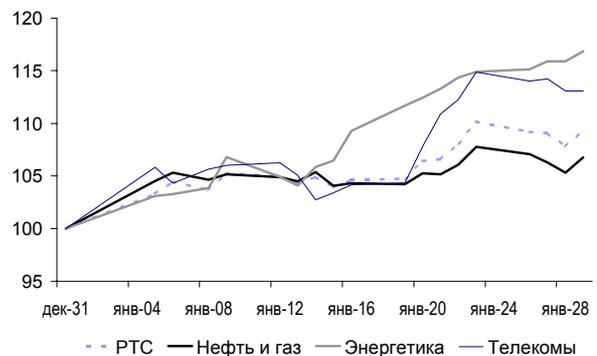
**Илл. 19. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев**


Источник: ЦБР

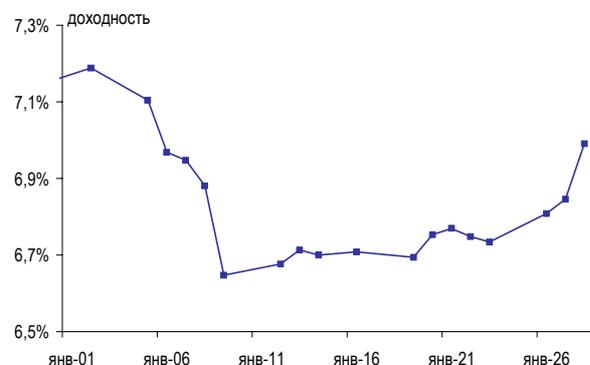
**Илл. 20. Производительность/реальная зарплата**


Источник: Госкомстат

- Рост производительности в 2003 г. совпал с уровнем 1999 г.; он компенсирует укрепление рубля
- Энергосистемы лидировали в росте на РТС, тогда как нефтяные компании замедлили рост из-за угрозы дополнительного налогообложения

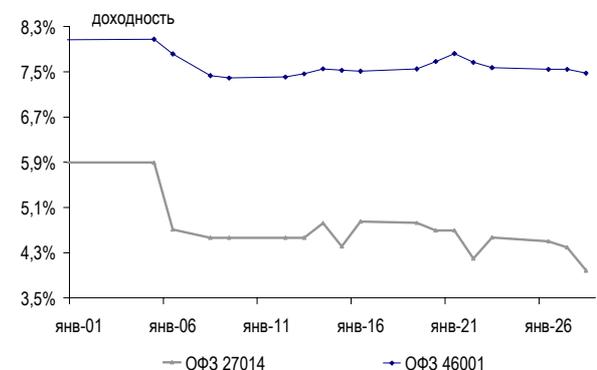
**Илл. 21. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца**


Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 22. Динамика Евро-30, с начала месяца**


Источник: Рейтер

- Ралли по российским государственным бумагам было замещено фиксацией прибылей в ответ на более высокую нестабильность американского долгового рынка
- Цены ОФЗ были стабильны, несмотря на укрепление рубля и избыток ликвидности

**Илл. 23. Динамика ОФЗ 27013–46001, с начала месяца**


Источник: Рейтер

**Календарь событий****Илл. 24. Календарь корпоративных событий**

<b>Дата</b>	<b>Компания / Сектор</b>	<b>Событие</b>
10 февраля	Нефть	Собрание ОПЕК в Алжире
12 февраля	Нефть	Последний срок для МЭРТ, чтобы представить правительству вариант реформы налогообложения нефтяной отрасли
12 февраля	ВымпелКом	Предварительные слушания по иску ВымпелКома Госсвязьнадзору
середина февраля	Ростелеком	Публикация отчётности за 9M03 по МСФО
26 февраля	Нефть	Правительство обсудит предложения МЭРТ
27 февраля	ОМЗ	Собрание акционеров проголосует по поводу довыпуска акций

*Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка*

**Экономика и политика**

Наталия Орлова, (7 095) 795-3677

**Рост инвестиций на 12,5% объясняется в основном проектами в нефтяной отрасли; в результате индексации реальные доходы бюджетников выросли по сравнению с 2002 г. на 10%**

В январе правительство опубликовало предварительные данные о развитии экономики России в 2003 г.: ВВП вырос на 6,8-7% в результате увеличения объема инвестиций (+12,5% по сравнению с 2002 г.) и реальной зарплаты (+10%). Вместе с тем основным фактором роста экономики по-прежнему являются нефтяные доходы. Во-первых, примерно половина всего объема инвестиций по-прежнему идет в отрасли ТЭКа и связана главным образом с реализацией проектов, ориентированных на наращивание экспорта. Во-вторых, 10%-ное увеличение реальной зарплаты вызвано 30%-ной индексацией зарплаты госслужащих (в октябре 2003 г.). Увеличение бюджетных расходов можно рассматривать как один из способов распределения нефтяных доходов по различным сегментам российской экономики.

**Рост ВВП основан, главным образом (на 70%), на росте доходов от экспорта нефти**

В нынешних условиях даже золотовалютные резервы ЦБ, по уровню которых (\$77 млрд) Россия занимает одно из первых мест в мире, стали зависеть от конъюнктурных факторов, а именно цен на нефть и объема репатрируемого капитала. По данным некоторых аналитиков (см. Илл. 25), ростом ВВП на 6,8% за 2003 г. Россия более чем 70% обязана высоким нефтяным ценам и увеличившемуся экспорту (в основном это экспорт нефти). Такая зависимость от конъюнктуры внешнего рынка сохраняется с 2002 г., когда влияние других факторов роста стало ослабевать. Т.о., России по-прежнему необходимо найти альтернативные источники роста и для этого необходимо увеличение притока иностранных инвестиций.

**Илл. 25. Степень влияния различных показателей на темпы экономического роста в 1999-2003 гг. (Вклад показателей в рост ВВП)**

	1999	2000	2001	2002	2003
Рост ВВП, в т.ч.	6,4	10,0	5,0	4,3	6,8
рост цен на нефть	0,4	4,9	1,0	-0,7	1,5
рост объема экспорта	0,1	2,8	1,5	3,6	3,8
сокращение импорта готовой продукции	4,7	0,7	-1,2	-0,6	-1,0
Прочие факторы	1,2	1,6	3,7	2,0	2,5

Источник: ЦМАКП

**До 26 февраля с. г. правительство должно подготовить изменения в законодательство, регулирующие налогообложение нефтяных компаний**

Следует отметить, что представители пока еще не оставили попытки найти иные способы стимулирования роста несырьевых отраслей, т.е. без повышения налогов на нефтяные компании. 12 февраля Минэкономразвития представит свои предложения по реформе налогообложения предприятий нефтяной промышленности, а до 26 февраля эти предложения уже должны быть оформлены в виде пакета законопроектов, которые будут вынесены на рассмотрение Думы в первом полугодии текущего года.

**Благоприятный сценарий предполагает внесение предложений о налогообложении нефтяного сектора в течение до июня 2004 г.**

Исходя из того, что после президентских выборов в составе правительства, по-видимому, произойдут изменения, мы видим два возможных сценария. Первый предполагает, что кабинет постарается провести через Думу предложение об относительно умеренном (на \$3-5 млрд) повышении налогового бремени нефтяного сектора. Такой сценарий был бы наиболее предпочтительным. В худшем случае Дума будет пытаться отсрочить обсуждение этого предложения до формирования нового правительства. В этом случае есть вероятность появления предложений о более резком повышении налогов на нефтяные компании.

**Илл. 26. Макроэкономические показатели**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004П
<b>На январь</b>								
Инфляция, %	2,3	1,5	8,5	2,3	2,8	3,1	2,4	2,1
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,6	6,03	22,8	28,55	28,37	30,69	31,82	28,4
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	14	15,4	11,6	12,9	29,6	36,4	49,3	81

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

**Илл. 27. Основные события**

Дата	Событие
5 января	<b>Добыча нефти в России выросла на 11% в 2003 г.; Юкос стал крупнейшим производителем.</b> Министерство энергетики РФ опубликовало предварительные по нефтегазовому сектору за прошедший год. Согласно этим данным, добыча нефти в стране выросла на 11% до 421,4 млн. т (наивысший темп роста постсоветского периода). В минувшем году компания Юкос впервые стала крупнейшим производителем нефти, добыв 80,7 млн. т (рост на 15,5% год-к-году, исключая добычу Сибнефти). За ним последовал бывший лидер, ЛУКОЙЛ с 78,9 млн. т. Добыча природного газа выросла на 3,6% до 616,5 млрд. куб. м. Согласно заявлению Министерства, суммарный экспорт нефти в страны дальнего зарубежья увеличился на 12,4% до 155,7 млн. т.
8 января	<b>Цены на нефть близки к 10-месячному максимуму (Brent -\$31,4/барр.), так как холодная зима в США увеличивает спрос.</b> К концу 2003 г. появилось достаточно оснований для того, чтобы ожидать более продолжительного периода высоких цен на нефть, и таким образом отсрочить коррекцию цен, которая ранее ожидалась на 1П04. Теперь цены на сырую нефть уже почти достигли пиков октября 2003 г., при том, что нефть марки Brent закрылась 8 января на уровне \$31,43/барр., так как крупнейший потребитель углеводородов – США – столкнулся с холодной зимой. С запасами нефти в США уже почти на рекордно низком уровне в 267 млн. барр., такая погода является сильным фактором поддержки для цен. Достаточно иронично, что ежемесячная оценка Bloomberg показала, что уровень производства ОПЕК достиг трехлетнего максимума в декабре на уровне 28,45 млн. б. с. (включая Ирак), что почти на 4 млн. б. с. выше официальной квоты (на 1,87 млн. б. с. выше без учета Ирака). Встреча ОПЕК назначена на 10 февраля – первая из трех встреч уже запланированных на этот год. В преддверии сезонного замедления спроса с весны, картель вряд ли пойдет на увеличение квот, и, возможно даже будет рассматривать их снижение.
14 января	<b>ЦБР снизил с 15 января ставку рефинансирования с 16 до 14% годовых.</b> Снижение ставки рефинансирования отражает процессы, происходящие в российской экономике. По итогам прошлого года инфляция снизилась до 12%, впервые совпав с прогнозами правительства. Само по себе это уже достаточная причина снижения ставки рефинансирования. Кроме того, в течение прошлого года наблюдалось заметное снижение стоимости рублевых ресурсов. Первая волна снижения ставок на долговых рынках в начале года была отражена в июньском решении ЦБ понизить ставки рефинансирования с 18 до 16% годовых. После периода стагнации новое понижение ставок началось в IV квартале прошлого года.
15 января	<b>Минфин РФ избрал J.P Morgan Chase Bank агентом по обмену части обязательств РФ по внешнему долгу Б.СССР перед МБЭС и МИБ.</b> Ранее правительство РФ одобрило урегулирование "коммерческого" долга перед МИБ в объеме \$700 млн. Обязательства перед МИБ будут обменены на еврооблигации на условиях, аналогичных реструктуризации долга перед Лондонским клубом кредиторов в 2000 г. При этом дополнительный объем эмиссии еврооблигаций с окончательными датами погашения в 2010 и 2030 гг в рамках реструктуризации долга перед этим банком не превысит \$700 млн.
16 января	<b>Всего 2% населения передало управление накопительной частью пенсии в частные УК, что составляет около \$100 млн.</b> Согласно предварительным данным, около 98% населения решило позволить, чтобы их пенсионными отчислениями управлял государственный Пенсионный Фонд. Частные управляющие компании ожидали, что примерно 4-6% передаст им управление деньгами на 2004 г. Однако мы не разочарованы этими результатами. 2% населения, которые передали управление своими пенсиями в частные фонды – в большей степени представляют собой работников крупных промышленных групп, таких как Татнефть, Норильский Никель и другие. Поэтому, по нашей оценке, их отчисления могут как раз и составить 5% от общей суммы пенсионных накоплений, так как их уровень дохода выше среднего по России. Частные менеджеры могли получить около \$100 млн. на 2004 г. и эта сумма не повлияет на уровень цен рынка акций.
17 января	<b>Налоговые доходы бюджета сократились в 2003 г. из-за уклонения от налогов на 1% от ВВП, несмотря на рост промышленного производства на 7%.</b> Согласно предварительным фискальным результатам, российское Правительство собрало на 1% от ВВП меньше налогов, чем в 2002 г., т.е. 19,4% от ВВП. Наибольшее сокращение наблюдалось в сборах налогов на прибыль и отчислений от заработной платы. Доходная часть российского бюджета также пострадала от укрепления рубля, так как это сократило размер доходов от экспортных пошлин.
20 января	<b>Думская фракция «Родина», левая националистическая партия, передала Правительству законопроект, который радикально изменит налогообложение нефтяной отрасли.</b> Согласно предложенной схеме, производители нефти будут облагаться налогом из расчета на каждое месторождение, налогооблагаемой базой будет разница между оцененными доходами и оцененными расходами. Шкала налога будет прогрессивной, и рассчитываться на основе нормы прибыльности. Ставки будут находиться в интервале 0-60% (наибольший налог будет взывисываться, когда расчетные доходы более чем в два раза превышают расчетные расходы). Так называемое изъятие ренты или налог на сверхприбыли интенсивно обсуждалось в течение предвыборной кампании партии, и многие помнят цифру \$10 млрд., названную лидером партии Сергеем Глазьевым, и которую, по его мнению, необходимо изъять у нефтяных компаний.
23 января	<b>Инвестиции в основной капитал РФ в 2003 г. выросли на 12,5% по сравнению с 2002 г. – Госкомстат.</b> Рост инвестиций в основной капитал в 2002 г. по отношению к аналогичному периоду 2001 г. составил 2,6%. В 2003 г. основным фактором роста капвложений в условиях высоких цен на нефть стало финансирование инвестиционных программ нефтяными компаниями. Однако неясные перспективы налогообложения в результате внесения в Госдуму законопроекта об изъятии земельной ренты (требующего установление ставок налога применительно к каждому участку недр) будут сдерживать наращивание капвложений в 2004 г. Кроме того, рост реальных доходов населения (по оценке Госкомстата, на 14,5% в 2003 г.) и укрепление рубля будут стимулировать импорт. Как следствие, отрасли, ориентированные на внутренний рынок, могут скорректировать свои планы по расширению бизнеса и финансированию инвестиций. По этим причинам мы ожидаем, что рост инвестиций в основной капитал в 2004 г. будет ниже аналогичного уровня прошлого года.
26 января	<b>РФ выплатила \$320,5 млн в счет погашения купонов по еврооблигациям с погашением в 2005 и 2018 гг.</b> Средства были перечислены Внешэкономбанком в Citibank NA Еврооблигации были выпущены в 1998 г в объемах \$2,97 млрд и \$3,47 млрд соответственно в рамках реструктуризации внутренних гособлигаций, принадлежащих нерезидентам. Выплаты были произведены из расчета 8,75% годовых по еврооблигациям с погашением в 2005 г и 11% годовых – по еврооблигациям с погашением в 2018 г.

**Илл. 28. Основные события (продолжение)**

Дата	Событие
27 января	<p><b>ЦБР намерен обложить налогами внешние займы и способствовать консолидации банков, оба вопроса благоприятны для Сбербанка.</b> В начале февраля ЦБР представит Правительству свой взгляд на недавние события банковского сектора и валютного рынка. 11 февраля Правительство обсудит развитие банковского сектора в 2004-2008 гг., основная цель – стимулировать консолидацию в секторе. Касательно валютной политики, ЦБР готовит введение 20% нормы резервирования по внешним заимствованиям в виде размещения бумаг с фиксированной доходностью.</p> <p>Стратегия развития банковской отрасли вряд ли принесёт какие-либо сюрпризы. Консолидация банковской отрасли, которая была названа приоритетным направлением, уже происходит сама по себе. Она ускорится в 2004-2005 гг., чтобы обеспечить банкам участие в схемах страхования вкладов. Несколько банков из двадцати крупнейших уже консолидируют свои смежные банки в компании с активами по \$2-4 млрд.</p>
27 января	<p><b>S&amp;P повысило долгосрочный кредитный рейтинг РФ в иностранной валюте до уровня «BB+», в национальной валюте – до «BBB-», прогноз стабильный.</b> Одновременно краткосрочный рейтинг РФ в иностранной валюте был повышен до «В» и рейтинг по национальной шкале – до уровня «ruAA+».</p> <p>Основными факторами, способствовавшими повышению рейтинга РФ наиболее консервативным агентством, являются (1) существенное улучшение внешней ликвидности, (2) сокращение уровня долга до 30% ВВП, (3) благоприятные макроэкономические показатели. В частности, рост ВВП в 2003 г составил 7%, аналогичные темпы роста экономики ожидаются и в текущем году.</p> <p>Хотя решение агентства было ожидаемым, повышение рейтинга до президентских выборов увеличивает вероятность получения РФ инвестиционного уровня после формирования нового правительства (в апреле-июне 2004 г). Причиной повышения суверенного рейтинга еще на одну ступень могут стать планы нового правительства по реформированию банковской и налоговой систем, электроэнергетики, а также газовой отрасли (Газпрома), стимулирующие диверсификацию экономики.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Новости компаний и отраслей

## Нефть и газ

Метью Томас (44 20) 7382-4184

Анна Бутенко (7 095) 795-3745

**Давление на Юкос усилилось**

Итак, праздники кончились. Во второй половине января давление на Юкос резко усилилось.

- Председатель Совета директоров принадлежащего Юкосу Куйбышевского НПЗ (и бывший глава предприятия) Рафаил Зайнуллин арестован по обвинению в уклонении от уплаты налогов. Хотя шесть из основных акционеров Юкоса уже находятся под арестом или в розыске, это событие стало первым задержанием крупного менеджера компании.
- Работники прокуратуры сообщили, что заняты расследованием приватизации ряда профильных активов Юкоса, причем пресса указывает на Восточную нефтяную компанию.
- Министерство финансов объявило о своих планах расследовать налоговую историю Юкоса за период 2001-2002 гг. Между тем компании уже предъявлены претензии на сумму \$3,4 млрд. за минимизацию налогов в 2000 г.
- Две кипрские компании, возможно, связанные с Романом Абрамовичем, заявляют о том, что выпуск компанией Юкос акций с целью их использования для конвертации в акции Сибнефти осуществлен с нарушениями закона и поэтому должен быть аннулирован. Трудно оценить достоверность этого обвинения, но на данный момент мы рассматриваем его как открытие нового фронта в борьбе за разрыв компаний.

Судя по тому, как быстро нарастает вал разоблачений, обвинений и расследований, февраль может оказаться решающим моментом. Как мы писали в аналитической записке 18 декабря, озаглавленной «Понять цель, определить момент», справедливая цена акций Юкоса, на наш взгляд, составляет \$10 – цена которая отражает «компромисс» между риском и вознаграждением. Так как акция сейчас торгуется примерно на таком же уровне, мы меняем нашу рекомендацию на ДЕРЖАТЬ с ПРОДАВАТЬ.

**Мы снизили рекомендацию по Сибнефти до ПРОДАВАТЬ**

В последние недели курс акций **Сибнефти** укрепился на фоне слухов о возможном интересе к ней со стороны иностранного стратегического инвестора. Однако мы считаем, что вероятность заключения такой сделки в ближайшее время мала, и с учетом фундаментальных показателей компании сохраняем нашу справедливую оценку Сибнефти в \$2,65 за акцию. Поскольку теперь акция выпала из диапазона по рейтингу ДЕРЖАТЬ, и торгуется с потенциалом падения в 18% относительно нашей справедливой цены, мы снизили рекомендацию по ней до ПРОДАВАТЬ.

**ЛУКойл расширяет свое международное присутствие**

**ЛУКойл** привлек к себе внимание двумя проектами на международной арене. Во-первых, компания выиграла тендер, дающий ей право заключить соглашение о разведке и разработке блока с запасами природного газа и газового конденсата в центральной части Саудовской Аравии (Блок А). В марте концессионное соглашение сроком на 40 лет будет подписано компанией ЛУКойл и правительством Саудовской Аравии. Для осуществления проекта будет создано СП с участием государственной компании Saudi Aramco и ЛУКойл. Компания ЛУКойл, чья доля в СП составит 80%, планирует за пять лет вложить в проект примерно \$200 млн. Мы считаем, что соглашение послужит развитию контактов с саудовцами и принесет с собой опыт участия в международных газовых проектах.

**Компания купила сеть АЗС в США и выиграла тендер на разведку и разработку газового блока в Саудовской Аравии**

**Будет ли ЛУКОЙЛУ и другим компаниям, занижавшим налоговые обязательства, выставлен задним числом счет «за неуплату налогов»?**

**Турецкий НПЗ Turgas станет хорошим дополнением к бизнесу Татнефти, но сможет ли она эффективно управлять этим активом?**

Тем не менее, на данном этапе мы сдержанно оцениваем его потенциальное влияние на оценку компании.

Кроме того, ЛУКОЙЛ объявил о планах покупки у компании СопосоPhillips 795 бензозаправочных станций на северо-востоке США. Цена сделки \$266 млн, или примерно \$300 000 за станцию. Эта покупка приблизительно удваивает присутствие ЛУКОЙЛА на розничном рынке США, добавляя к нему 1,2 млрд. галлонов (~4,6 млрд. л топлива). Вероятно, ЛУКОЙЛ рассматривает покупку как расширение своей действующей сети заправок (бывшие заправки Getty). Впрочем, выбор момента наверняка связан со стремлением ЛУКОЙЛА поставлять в США нефтепродукты со своих новых терминалов.

На наш взгляд, программа стала стратегическим ответом на вечную неопределенность долгосрочной перспективы развития нефтепроводов в России. По большей же части программа – элемент далеко идущих планов компании по превращению в транснациональную корпорацию. Впрочем, если в России появятся, в конце концов, достаточные мощности по экспорту нефти-сырца, то ЛУКОЙЛ попытается, скорее всего, купить НПЗ в Северной Америке, чтобы там перерабатывать свою нефть (вместо того, чтобы поставлять в США нефтепродукты). Основной проблемой для ЛУКОЙЛА остается способность эффективно управлять тем, чем он уже владеет. В этом контексте приобретение сети заправок в США едва ли воодушевит рынок.

Впрочем, событие, чреватое для компании самыми большими последствиями, произошло в России. Недавно А. Кудрин (первый вице-премьер РФ) упомянул ЛУКОЙЛ среди короткого списка компаний, к которым возможно будут предъявлены претензии в связи с использованием ими ряда налоговых лазеек (в других отношениях вполне законных). В период до налоговой реформы 2002 г. трансфертное ценообразование и схемы минимизации налогов позволили компании сэкономить сотни миллионов долларов. Теперь компанию – так же, как Сибнефть и другие структуры – могут заставить заплатить. На данный момент правительство не предъявило формальных претензий, но мы не удивимся, если компании ЛУКОЙЛ – вместе с остальными – будет задним числом выставлен «счет за неуплату налогов» в несколько сот миллионов долларов.

На данный момент мы подтверждаем нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции компании, с потенциалом падения к нашей справедливой цене (\$24,9) в 5%.

**Татнефть** выиграла тендер на 66% турецкого НПЗ Turgas. Концептуально сделка нам нравится, учитывая размер турецкого рынка и его выгодное (для российского экспортера) географическое положение, ибо она не только минимизирует транспортные расходы, но и позволяет обойтись без экологических мероприятий в акватории Босфора. Хотя подробности о сделке пока скудные, а способность Татнефти управлять активом остается под вопросом, эта транзакция частично решает несколько важных для компании проблем. Мы считаем, что акции компании переоценены рынком на текущих уровнях и подтверждаем рекомендацию ПРОДАВАТЬ с 20% потенциалом падения 20% к справедливой цене \$1,05.

**Сургутнефтегаз** объявил об операционных планах компании на 2004 г. Добыв 54 млн. т нефти в 2003 г. (темп роста 10%), компания ожидает в 2004 г. дальнейшего, хотя и более медленного, роста добычи до 57 млн. т (прирост почти на 5,5%). По-видимому, борьба компании за то, чтобы удержать Талаканское месторождение, получила ощутимую поддержку после того, как региональные власти арестовали 50% акций дочернего предприятия Юкоса. Последнее эксплуатировало это месторождение прежде и владеет инфраструктурой.

Мы подтверждаем нашу рекомендацию ПРОДАВАТЬ акции компании с потенциалом падения в 13% к нашей справедливой цене в \$0,53/акция.

**Итоги Газпрома за 9 месяцев 2003 г. разочаровали высоким уровнем операционных затрат**

**ТНК-ВР намерена создать в России холдинг для объединения своих активов**

**Мы рекомендуем покупать акции Мегионнефтегаз с расчетной ценой в \$20,8**

**Газпром** опубликовал умеренно разочаровывающие итоги за 9 месяцев 2003 г., активизировал свой спор с Республикой Беларусь по вопросу ценообразования и утвердил программу инвестиций в объеме \$7,5 млрд. В 2004 г. компания планирует эмиссию еврооблигаций на сумму \$2,5 млрд. Наш долгосрочный прогноз на компанию остается позитивным. Локальные акции Газпрома остаются на вершущке списка акций, рекомендованных нами к покупке, с потенциалом роста в 85% к справедливой цене в \$2,69/акция. Рекомендация по АДА компании остается на уровне ДЕРЖАТЬ, при справедливой цене в \$26,9.

**ТНК-ВР** Исполнительный директор ТНК-ВР Герман Хан объявил о планах компании изменить корпоративную структуру и создать зарегистрированный в России холдинг, который объединит все четыре компании, входящие на данный момент в структуру ТНК-ВР. Мы полагаем, что речь идет о принадлежащих ТНК-ВР компаниях ТНК, ОНАКО, Сиданко и 50% активов Славнефти. По словам Хана, цель компании – консолидировать небольшие предприятия в новый холдинг уже в ближайшем будущем.

Успешная реализация этого плана стала бы очень хорошей новостью для инвесторов, т.к. в этом случае инвесторы получают доступ к «истории» ТНК-ВР, на данный момент являющейся 100%-но частной компанией. Дочки ТНК-ВР, которые в настоящий момент торгуются на рынке, являются так называемыми «центрами затрат» холдинга, и интересны лишь как потенциальные кандидаты на выкуп или обмен акций на акции холдинга. Исходя из средних рыночных коэффициентов EV/Запасы и EV/Добыча по российским нефтяным холдингам, ТНК-ВР может быть оценена приблизительно в \$18 млрд. Если же взять за ориентир аналогичные коэффициенты по Сибнефти (у нее они самые высокие в отрасли), то потенциальная стоимость холдинга достигает \$30 млрд, а капитализация – до \$27 млрд.

По нашему мнению одной из наиболее привлекательных акций компаний второго эшелона в свете ожидаемой консолидации активов ТНК остается Мегионнефтегаз. Наша рекомендация по акциям компании ПОКУПАТЬ с потенциалом роста в 57% к расчетной цене в \$20,8/акция.

## Газпром

### Илл. 29. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	19 160	25 470	26 811	26 576
ЕБИТДА, млн. \$	7 175	12 454	11 965	11 368
Чистая прибыль, млн. \$	861	6 395	6 113	5 726
P/E	40,0	5,4	5,6	6,0
EV/ЕБИТДА	6,4	3,7	3,8	4,0
Капитализация*, млн. \$	34 438			
EV*, млн. \$	45 832			
Добыча, млрд. куб. см	3 457			
Запасы, млрд. куб. м	104 009			
Количество акций, млн.	23 674			

Прим.: \* на основе локальных цен  
Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 30. 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)
- Неплатежи за поставки газа некоторыми группами потребителей (\$3.4 млрд)

#### Возможности

- Новые проекты строительства экспортных газопроводов (рост экспорта до 175-200 куб. м)
- Рост цен на газ на внутреннем рынке будет обгонять инфляцию
- 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. 31. Основные события**

Дата	Событие
12 января	<b>Газпром перейдет к покупке энергии на ФОРЭМе в течение 1,5-2 лет, ежегодная экономия оценивается в \$50 млн.</b> Начиная с 2кв04 Газпром начнет покупать электроэнергию на оптовом рынке (ФОРЭМ), и постепенно (в течении 1,5-2 лет) планирует полностью перейти на закупки электроэнергии на ФОРЭМ вместо услуг региональных АО-энерго. Для этих целей Газпром создал дочернюю компанию Газпром-энерго, которая будет заниматься данными закупками. По оценкам, переход компании на оптовый рынок позволит монополисту сэкономить 10-15% на затратах на электроэнергию, что трансформируется в около \$40-60 млн. экономии в год. Данная новость позитивна для компании, однако затраты на электроэнергию составляют лишь около 2,7% от общих операционных затрат компании, и мы не ожидаем заметного влияния данной новости на цену акций компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

**ЛУКОЙЛ**
**Илл. 32. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	15 449	20 954	20 586	17 764
ЕВITDA, млн. \$	3 486	4 192	4 056	2 674
Чистая прибыль, млн. \$	1 843	3 681	2 492	1 454
P/E	11,7	5,9	8,7	14,9
EV/EVITDA	6,6	5,5	5,6	8,6
Капитализация, млн. \$	21 630			
EV, млн. \$	22 884			
Добыча, млн. бнэ	631			
Запасы, млн. бнэ	19 604			
Количество акций, млн.*	826			

Прим.: \* исключая 25 млн. акций запаса

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 33. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Значительные доказанные запасы нефти и газа (19,6 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 \$2,4 млрд. в 2003) не принесут ожидаемых результатов
- Зависимость от внутреннего рынка нефти (10-15% нефти продается в России)
- Возможность увеличения налогов

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 34. Основные события**

Дата	Событие
12 января	<b>Отчётность ЛУКОЙла за 3кв03 по US GAAP совпала с нашими прогнозами, но превысила консенсус мнений аналитиков.</b> Отчётность ЛУКОЙла за 3кв03 по US GAAP не принесла сюрпризов и оказалась очень близка к нашим прогнозам, хотя и превысила консенсус мнений аналитиков. Выручка оказалась равна \$6,04 млрд. (+17,6% кв-к-кв и на 3,3% выше нашего прогноза) из-за снова более высокого, чем ожидалось, уровня операций по перепродаже, а также консолидации нескольких дочерних компаний, что привело к значительному росту добычи относительно предыдущего квартала (+7,1%). Чистая прибыль в размере \$701 млн. (+69,3% кв-к-кв) практически совпала с нашим прогнозом \$704 млн. Мы также практически предсказали уровень EBITDA, которая оказалась равной \$1262 млн. (+68,3% кв-к-кв), что всего на 1,3% выше нашего прогноза. Усилия по снижению издержек принесли плоды: операционные затраты остались неизменными относительно предыдущего квартала на уровне \$693 млн. (на 2,1% ниже нашего прогноза), несмотря на укрепление реального курса рубля и рост добычи. Прямые затраты на добычу повысились всего на \$0,01/барр. кв-к-кв (+0,4% против +4,4% укрепления реального курса рубля) до \$2,63/барр по сравнению с нашим прогнозом в \$2,71/барр. В то же время некоторое разочарование принесло продолжающееся увеличение управленческих, административных и коммерческих издержек, которые выросли кв-к-кв на 10,3% и оказались на 3,3% выше нашего прогноза.
26 января	<b>ЛУКОЙл получил право на развитие газового блока в Саудовской Аравии.</b> ЛУКОЙл выиграл тендер, по итогам которого компания получит право заключить соглашение на разведку и разработку газоконденсатного блока в центральной части Саудовской Аравии (Блок А). В марте этого года между компанией и правительством Саудовской Аравии будет подписано концессионное соглашение сроком на 40 лет. Для реализации проекта будет создано СП с государственной нефтяной компанией Saudi Agipco, в котором ЛУКОЙлу будет принадлежать 80%. Геологоразведочные работы на месторождении займут 5 лет.
26 января	<b>А. Кудрин называет ЛУКОЙл и Сибнефть новыми кандидатами на налоговые расследования?</b> В интервью Times (Лондон) господин Кудрин сообщил, что он не исключает дополнительные меры по возврату налогов, недоплаченных компаниями в предыдущие годы. Более важно, что он выделил ЛУКОЙл и Сибнефть в дополнении к Юкосу в качестве объектов этого потенциального расследования. Хорошей новостью является тот факт, что не будут использоваться санкции в случае использования законных схем по минимизации налогообложения. Плохой новостью является то, что на наш взгляд границы между «законными» и «незаконными» схемами достаточно размыты, и возможны разные интерпретации. Недавно вышли сообщения о том, что Совет Федерации послал запрос в Генеральную прокуратуру относительно того, какие действия по минимизации налогообложения будут рассматриваться в качестве незаконных. По ответу Прокуратуры сама по себе деятельность по оптимизации налогообложения является законной, однако, если она изначально нацелена на уклонение от налогов, то она уже незаконна. Грань достаточно тонкая, или точнее сказать незаметная.
27 января	<b>ЛУКОЙл расширит своё присутствие на розничном рынке США путём покупки 795 АЗС.</b> ЛУКОЙл объявил, что намерен купить 795 АЗС на северо-западе США у CopocoPhillips. Стоимость сделки – \$266 млн., или по \$300 тыс. за станцию. Приобретение практически удвоит присутствие ЛУКОЙла на розничном рынке США, добавив 1,2 млрд. галлонов (примерно 4,6 млрд. литров). ЛУКОЙл, скорее всего, рассматривает приобретение, как расширение существующей деятельности бывшей сети Getty. Однако то, что она произошла именно сейчас – не случайность, учитывая усилия ЛУКОЙла по поставке нефтепродуктов в США со своих новых терминалов.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Сибнефть**
**Илл. 35. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	4 777	6 962	7 253	6 224
EBITDA, млн. \$	1 803	2 488	2 500	1 736
Чистая прибыль, млн. \$	1 161	2 217	1 705	926
P/E	13,3	6,9	9,0	16,6
EV/EBITDA	9,4	6,8	6,8	9,8
Капитализация, млн. \$	15 409			
EV, млн. \$	16 970			
Добыча, млн. бнэ	242			
Запасы, млн. бнэ	4 718			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 36. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Высокая прибыльность
- Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)

**Слабые стороны**

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 8%
- Омский НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)

**Возможности**

- Продажа доли в компании стратегическому инвестору
- Применение управленческих техник компании к Славнефти должно повысить доходы в будущем

**Угрозы**

- Длительные переговоры с Юкосом по разделению
- Возможный рост налоговой нагрузки

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 37. Основные события**

Дата	Событие
20 января	<b>Акционеры Сибнефти на внеочередном собрании 28 марта переизберут совет директоров и изменят устав.</b> Сибнефть официально объявила решение по итогам встречи совета директоров, которая прошла 19 января. Как и ожидалось, компания решила провести внеочередное собрание акционеров 28 марта (по запросу Юкоса, которому принадлежит 92% в компании). На внеочередном собрании акционеры переизберут совет директоров, а также внесут изменения в устав компании. Изменения в устав включают: упразднение правления, выбор президента компании посредством голосования совета директоров, а не голосованием акционеров, как это установлено уставом сейчас и установление возможности передачи функций президента управляющей компании (то есть Юкосу).
26 января	<b>Сибнефть намерена увеличить в 2004 г. добычу ещё на 20% до 0,75 млн. б/с, экспорт составит не менее 40%.</b> Сибнефть опубликовала результаты деятельности в 2003 г., а также планы на 2004 г. В течение прошлого года добыча компании выросла на 19,4% до 31,45 млн. т. (0,629 тыс. б/с), что является самым быстрым темпом роста среди крупных российских нефтяных компаний. Эта цифра не включает добычу практически на 50% контролируемой Славнефти, что добавит ещё 9,1 млн. тонн к добыче компании. Из добытого объёма 12,5 млн. т. были отправлены на экспорт (40% от общего объёма добычи), что близко к доле экспорта в 2002 году. Объёмы переработки выросли на 10,4% до около 18 млн. т. в результате начала переработки на дочерней компании Славнефти ЯНОС, а также за счет увеличения поставок на Московский НПЗ, который принадлежит компании на 39%. Рост объёмов переработки на НПЗ центральной России позволили компании значительно увеличить объёмы экспорта нефтепродуктов, которые выросли на 50% до 5,4 млн. т. Компании также удалось увеличить розничные продажи примерно на 14% вслед за расширением розничной сети до свыше 1250 АЗС.
26 января	<b>А. Кудрин называет ЛУКОЙЛ и Сибнефть новыми кандидатами на налоговые расследования?</b> В интервью Times (Лондон) господин Кудрин сообщил, что он не исключает дополнительные меры по возврату налогов, недоплаченных компаниями в предыдущие годы. Более важно, что он выделил ЛУКОЙЛ и Сибнефть в дополнении к Юкосу в качестве объектов этого потенциального расследования. Хорошей новостью является тот факт, что не будут использоваться санкции в случае использования законных схем по минимизации налогообложения. Плохой новостью является то, что на наш взгляд границы между «законными» и «незаконными» схемами достаточно размыты, и возможны разные интерпретации. Недавно вышли сообщения о том, что Совет Федерации посылал запрос в Генеральную прокуратуру относительно того, какие действия по минимизации налогообложения будут рассматриваться в качестве незаконных. По ответу Прокуратуры сама по себе деятельность оптимизации налогообложения является законной, однако, если она изначально нацелена на уклонение от налогов, то она уже незаконна. Грань достаточно тонкая, или точнее сказать незаметная.
26 января	<b>Может ли обмен акций Сибнефти на акции Юкоса быть аннулирован?</b> Согласно статье в «Коммерсанте», газета получила копию искового заявления, поданного двумя кипрскими компаниями против Юкоса и ФКЦБ. Заявление утверждает, что допэмиссия акций Юкоса, сделанная для обмена 72% акций Сибнефти на 26% в объединенной компании, была незаконной и поэтому должна быть аннулирована. Среди прочего, нарушения, упомянутые в письме, включают: одна из подавших иск компаний, N.P. Gemini Holdings, не смогла воспользоваться преимущественным правом, как акционер Юкоса, чтобы выкупить пропорциональную долю акций нового выпуска; внеочередное собрание акционеров, одобрявшее выпуск, было проведено всего через 21 день после решения Совета Директоров, а не через 45 дней, как предписано законом; эмиссия не получила одобрения 75% акционеров. Это письмо может быть всего лишь уткой, однако, если иск действительно существует и будет удовлетворен судом, это аннулирует обмен 72% акций Сибнефти на 26% Юкоса. В свою очередь, это оставит Юкосу всего 20% акций Сибнефти, которые он купил за \$3 млн. денежными средствами, и оставит его фактически в гораздо более слабой позиции. Сложно оценивать правдоподобие такого иска, однако на данный момент выглядит так, что мы перешли на новый виток усилий по разделу ЮкосСибнефти.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сургутнефтегаз

### Илл. 38. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	6 484	7 391	7 813	7 361
ЕВITDA, млн. \$	2 589	2 906	2 887	2 182
Чистая прибыль, млн. \$	1 635	1 769	1 630	1 031
P/E	13,8	12,3	13,3	21,0
EV/ЕВITDA	4,1	3,6	3,6	4,8
Капитализация, млн. \$	24 689			
EV*, млн. \$	10 491			
Добыча, млн. бнэ	481			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	43 428			

Прим.: \* не учитывает стоимость акций, принадлежащих дочерней компании

Источники: оценки Альфа-банка

## Татнефть

### Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	4 553	4 940	4 697	3 961
ЕВITDA, млн. \$	766	857	673	510
Чистая прибыль, млн. \$	494	500	319	125
P/E	5,8	5,7	9,0	22,8
EV/ЕВITDA	4,9	4,4	5,6	7,4
Капитализация, млн. \$	2 954			
EV, млн. \$	3 778			
Добыча, млн. бнэ	184			
Запасы, млн. бнэ	5 972			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 39. 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%)

#### Возможности

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

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 41. 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%)
- Неразвитые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)
- Выработанные на 90% запасы ведут к более высоким издержкам на добычу

#### Возможности

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

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

## Юкос

### Илл. 42. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П*	2005П*
Выручка, млн. \$	16 150	15 882	23 495	20 093
EBITDA, млн. \$	3 942	5 542	7 654	5 137
Чистая прибыль, млн. \$	3 058	3 988	5 238	3 200
P/E	6,7	4,6	5,3	8,6
EV/EBITDA	5,5	3,9	4,1	6,2
Капитализация, млн. \$	27 545			
EV, млн. \$	31 645			
Добыча, млн. бнэ	616			
Запасы, млн. бнэ	15 103			
Количество акций, млн.	2 700			

Прим.: \* Результаты Сибнефти консолидируются с 2004П

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 43. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Существенный объем денежных средств для будущих инвестиций
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

- Строительство трубопровода в Китай к 2006-2007 г.

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 44. Основные события

Дата	Событие
14 января	<b>Юкос требует снятия претензий МНС в размере \$3,4 млрд.</b> Юкос послал в МНС возражения по поводу претензий в размере 98 млрд. руб. (\$3,4 млрд.), которые министерство предъявило компании в конце декабря, обвинив компанию в использовании схем минимизации налогов в 2000 г. Компания требует, чтобы министерство приняло решение о снятии всех обвинений без всяких штрафов. Юкос заявил, что проведённый налоговый аудит содержит незаконное и недоказанное мнение, что компании придётся заплатить налоги, произвольно расчитанные налоговыми властями, на основе экономической активности независимых организаций. Очевидно, что компания будет бороться за себя, однако в текущей обстановке также очевидно, что политические резоны будут превалировать над прочими аргументами.
15 января	<b>Ещё двум акционерам Юкоса выдвинуты обвинения в мошенничестве и уклонении от уплаты налогов.</b> Давление на Юкос отнюдь не уменьшается: ещё против двух акционеров были выдвинуты обвинения, и они были объявлены в международный розыск. Леонид Невзлин и Владимир Дубов, держатели соответственно 8% и 7% акций Группы Менатеп, (которая сама владеет 44,1% Юкоса) присоединились к Михаилу Ходорковскому, Платону Лебедеву и Василию Шахновскому в списке обвиняемых по «делу Юкоса». Им выдвинуты обвинения в уклонении от уплаты налогов и мошенничестве. Вдобавок к прямому владению долей в Группе Менатеп, после ареста Ходорковского Невзлин также стал бенефициаром Специального Трестового фонда, который владеет 50% Группы. Таким образом, на данный момент владельцы 39% акций Юкоса (88,5% акций Группы Менатеп) имеют обвинения по уголовным делам, либо находятся под следствием, что составляет практически все 40% арестованных акций Группы Менатеп.
15 января	<b>Юкос требует созвать новое внеочередное собрание акционеров Сибнефти для продвижения своих кандидатов в совет директоров.</b> Юкос, которому принадлежит 92% акций Сибнефти, требует созыва внеочередного собрания акционеров Сибнефти для избрания нового совета директоров компании. Напомним, что Юкос отказался участвовать на соответствующем собрании, которое прошло 30 декабря, так как кандидаты компании не были в списке претендентов, вследствие чего собрание фактически не состоялось из-за отсутствия кворума. Юкос направил письмо в Сибнефть с требованием созыва нового собрания 13 января, и, начиная со дня получения письма Сибнефть должна назначить дату нового внеочередного собрания акционеров, которое должно пройти не позднее 70 дней от этой даты. Очевидно, что Юкос стремится увеличить контроль над менеджментом Сибнефти, с тем, чтобы укрепить свои позиции в процессе разъединения двух компаний и иметь возможность получить для себя более выгодные условия.
23 января	<b>50% акций Ленанефтегаз, дочерней компании Юкоса, были арестованы.</b> Изначально Ленанефтегазу принадлежала временная лицензия на эксплуатацию крупного Талаканского месторождения в Восточной Сибири (1,2 млрд. баррелей запасов нефти и газа), до того как она была отозвана и передана Сургутнефтегазу. Официальной причиной ареста акций названа жалоба от ЗАО Учур на Саханефтегаз, касающаяся трубопровода, который первая построила для Саханефтегаза, но платёж за неё ещё не получила. Однако похоже на то, что данный арест является обеспечительной мерой для того, чтобы СургутНГ все-таки стал долгосрочным оператором данного месторождения.
26 января	<b>Может ли обмен акций Сибнефти на акции Юкоса быть аннулирован?</b> Согласно статье в «Коммерсанте», газета получила копию искового заявления, поданного двумя кипрскими компаниями против Юкоса и ФКЦБ. Заявление утверждает, что допэмиссия акций Юкоса, сделанная для обмена 72% акций Сибнефти на 26% в объединённой компании, была незаконной и поэтому должна быть аннулирована. Среди прочего, нарушения, упомянутые в письме, включают: одна из подавших иск компаний, N.P. Gemini Holdings, не смогла воспользоваться преимущественным правом, как акционер Юкоса, чтобы выкупить пропорциональную долю акций нового выпуска; внеочередное собрание акционеров, одобрявшее выпуск, было проведено всего через 21 день после решения Совета Директоров, а не через 45 дней, как предписано законом; эмиссия не получила одобрения 75% акционеров. Это письмо может быть всего лишь уткой, однако, если иск действительно существует и будет удовлетворен судом, это аннулирует обмен 72% акций Сибнефти на 26% Юкоса. В свою очередь, это оставит Юкосу всего 20% акций Сибнефти, которые он купил за \$3 млн. денежными средствами, и оставит его фактически в гораздо более слабой позиции. Сложно оценивать правдоподобие такого иска, однако на данный момент выглядит так, что мы перешли на новый виток усилий по разделу ЮкосСибнефти.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Энергетика**

Виталий Зархин, (7 095) 788-0320

Наталья Деветьярова, (7 095) 783-5009

*Примечание: Аналитики Альфа-Банка или одного из его филиалов являются консультантами РАО ЕЭС. Данное исследование проведено вне зависимости от существующих между Банком и РАО ЕЭС отношений, однако в настоящее время Альфа-Банк не может давать более подробный комментарий в отношении энергетических компаний.*

**РАО ЕЭС****Илл. 45. Основные события**

Дата	Событие
5 января	<p><b>М. Касьянов распорядился создать 7 межрегиональных магистральных сетевых компаний с 85%-ной долей государства и 15%-ной долей ФСК</b></p> <p>РФ и ОАО "Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы" создадут семь межрегиональных магистральных сетевых компаний в форме открытых акционерных обществ. Соответствующее распоряжение премьер-министр Михаил Касьянов подписал 29 декабря. РФФИ поручено выступить от имени РФ в качестве учредителя открытых акционерных обществ "Межрегиональная магистральная сетевая компания "Центр", "Межрегиональная магистральная сетевая компания "Северо-Запад", "Межрегиональная магистральная сетевая компания "Волга", "Межрегиональная магистральная сетевая компания "Юг", "Межрегиональная магистральная сетевая компания "Урал", "Межрегиональная магистральная сетевая компания "Сибирь" и "Межрегиональная магистральная сетевая компания "Восток" с уставными капиталами в размере 150 тыс. руб. каждый. Доля государства в капиталах этих АО составит 85%, доля ФСК – 15%. Оплату доли государства РФФИ осуществит за счет средств от приватизации федерального имущества, оставляемых в соответствии с законодательством в распоряжении фонда.</p>
8 января	<p><b>Общий объем оптового рынка электроэнергии «5-15%» вырос в декабре 2003 в 2.5 раза до 1327.1 млн. кВт ч</b></p> <p>По данным некоммерческого партнерства "Администратор оптового рынка электроэнергии", либерализованный сегмент российского рынка электроэнергии, так называемый рынок «5-15%», продолжает расти. Общий объем свободного сектора оптового энергорынка в количественном и стоимостном выражении вырос в декабре 2003 по сравнению с предыдущим месяцем в 2.5 раза до 1327.1 млн. кВт ч и 820 млн. руб. Средняя цена снизилась на 4.7% до 251.95 руб. за МВт ч с 264.25 руб. за МВт ч.</p>
10 января	<p><b>РАО ЕЭС планирует направить на дивиденды за 2003 год \$72 млн, дивидендная доходность по обыкновенным и привилегированным акциям составит 0.4% и 3% соответственно</b></p> <p>По данным издания «Ведомости», менеджмент РАО "ЕЭС России" хочет направить на дивиденды за прошлый год примерно \$72 млн., что больше \$65 млн., выплаченных за 2002 год. В результате, дивиденды составят до \$0,0014 по обыкновенным и \$0,0077 по привилегированным акциям соответственно. Совет директоров РАО рассмотрит вопрос дивидендов 30 января. Однако, по сообщению «Ведомостей», государство, владеющее 52,55% акций РАО ЕЭС, может посчитать предложения энергохолдинга излишне щедрыми. Чиновник Минэкономразвития утверждает, что его ведомство будет настаивать на сокращении выплат акционерам.</p>
14 января	<p><b>Правительственная комиссия по реформированию электроэнергетики отсрочила рассмотрение вопроса по формированию ОГК</b></p> <p>Правительственная комиссия по реформированию электроэнергетики отложила рассмотрение вопроса по формированию оптовых генерирующих компаний (ОГК). Об этом сообщил вице-премьер РФ, глава комиссии Виктор Христенко. В.Христенко добавил, что данный вопрос не будет также рассмотрен на Совете директоров РАО "ЕЭС России" до тех пор, пока Правительство РФ не выработает по нему свою позицию и не даст представителям государства в Совете директоров соответствующих директив. Назвать сроки следующего рассмотрения этого вопроса он затруднился.</p>
20 января	<p><b>"Евросибэнерго" предложило профинансировать строительство Богучанской ГЭС (3000мвт) в обмен на пакет акций</b></p> <p>Компания "Евросибэнерго", которая управляет электроэнергетическими активами РусАла, заявила о своей готовности профинансировать строительство Богучанской ГЭС в обмен на получение пакета акций предприятия. По некоторым оценкам, для завершения строительства потребуется до \$1 млрд. Компания не указала, какой пакет акций ГЭС желает получить. Данное предложение связано с планами "Евросибэнерго" по созданию генерирующей компании на основе Красноярской и Богучанской ГЭС, мощностью до 9000 МВт. "РусАл" через аффилированные компании контролирует 70% акций Красноярской ГЭС установленной мощностью 6000 МВт. РАО "ЕЭС" принадлежит 66,12% акций Богучанской ГЭС; ОАО "Красноярскэнерго", дочерней компании РАО ЕЭС принадлежит 25,02% акций Красноярской ГЭС.</p>
21 января	<p><b>РАО ЕЭС планирует инвестиции в Кыргызстане</b></p> <p>Компания "Интер РАО ЕЭС", дочернее предприятие РАО "ЕЭС России" и "Росэнергоатома", подписало соглашение с киргизской компанией ОАО "Электрические станции", в соответствии с которым российское предприятие сможет участвовать в электроэнергетических проектах Кыргызстана. Сделка предусматривает совместное финансирование технико-экономического обоснования для завершения двух незаконченных проектов по строительству Камбаратинских ГЭС-1 и ГЭС-2, а также совместную разработку концепции создания международного водно-энергетического консорциума для рационального управления водно-энергетическими ресурсами Нарын-Сырдарьинского бассейна.</p>
21 января	<p><b>Г.Греф сообщил, что Вопрос об аукционах по ОГК может быть рассмотрен на совете директоров РАО ЕЭС в конце февраля</b></p> <p>Вопрос о принципах проведения аукционов по создаваемым в ходе реформы тепловым оптовым генерирующим компаниям (ОГК) может быть вынесен на заседание совета директоров РАО ЕЭС в феврале, сообщил глава Минэкономразвития и член совета директоров РАО ЕЭС Герман Греф. Г.Греф отметил, что в течение 2-3 недель государство может определиться с позицией в отношении механизма проведения аукционов по ОГК. "Кажется, мы нашли способ, сейчас его обсчитываем. На следующей неделе планируем обсудить его с миноритариями", – сказал Г.Греф. Он не стал сообщать подробности этого способа. Г. Греф назвал сценарий №4 проведения аукционов по ОГК, так называемый сценарий «Market Maker», который правление РАО ранее сочло одним из базовых, слишком сложным. "Вариант "книга спроса – книга предложений" – не работает в принципе", – отметил Г.Греф, добавив, что необходимо искать более простые и прозрачные варианты.</p>

**Илл. 46. Основные события (Продолжение)**

Дата	Событие
23 января	<b>Выработка электроэнергии на электростанциях Холдинга РАО "ЕЭС России" в 2003 г. выросла на 3 % до 635,8 млрд. кВт.ч</b> Выработка электрической энергии на электростанциях Холдинга РАО "ЕЭС России" в 2003 г. составила 635,8 млрд. кВт.ч, что на 3% выше аналогичного показателя за 2002 г. При этом потребление электроэнергии в целом по России оказалось выше прогнозируемого на 1,4% и достигло 888,2 млрд. кВт.ч., что на 2,9% выше уровня 2002 г. Отпуск тепла предприятиями Холдинга РАО "ЕЭС России" в 2003 г. составил 468,8 млн. Гкал., что на 0,2% ниже показателя за 2002 г. Уменьшение отпуска тепла связано с тем, что в октябре 2003 г. температура наружного воздуха в целом по России была на 2,7 °С выше среднееголетней нормы.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Мосэнерго

**Илл. 47. Основные события**

Дата	Событие
14 января	<b>Правительственная комиссия по реформированию электроэнергетики одобрила проект реформирования Мосэнерго</b> Правительственная комиссия по реформированию электроэнергетики под руководством вице-преьера РФ Виктора Христенко одобрила проект реформирования ОАО "Мосэнерго" в варианте, предложенном и одобренном ранее правлением РАО "ЕЭС России". Планируется, что в процессе реорганизации ОАО "Мосэнерго" путем выделения из него будут созданы 4 генерирующие компании – на базе соответственно ГРЭС–4, ГРЭС–5, ГРЭС–24 и Загорской ГАЭС, которые в соответствии с решением правительства РФ будут интегрированы в состав оптовых генерирующих компаний. В составе реорганизованного "Мосэнерго" останутся все остальные активы, включая 17 электростанций, которые войдут в большую Московскую Генерирующую компанию (около 10 ГВт). Из структуры ОАО "Мосэнерго" также выделяются городская и областная распределительные электросетевые компании, теплосетевая компания, сбытовая, управляющая, магистральная сетевая компании, а также компании, осуществляющие строительные, проектные, ремонтные и иные сервисные виды деятельности. В соответствии с соглашениями, после реорганизации "Мосэнерго" правительства Москвы и Московской области получают право увеличить свою долю в соответствующих сетевых компаниях с помощью эмиссии акций более 51%. Данный проект уже одобрен правлением РАО "ЕЭС России", а совет директоров энергохолдинга намерен рассмотреть его на заседании 30 января. Собрание акционеров "Мосэнерго" на котором должно быть принято решение о разделении компании планируется провести до конца первого полугодия 2004 г.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Телекомы

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

### ВымпелКом подает иск против Госсвязьнадзора

9 января ВымпелКом получил от Госсвязьнадзора уведомление о неправомерности агентского соглашения между ним и КБ «Импульс» (100%-ная «дочка» Вымпелкома) о предоставлении услуг связи в стандарте GSM в г. Москве. Госсвязьнадзор в своем уведомлении ссылается на то, что собственником московской сети GSM и лицензии на нее в МЛЗ является КБ «Импульс», а договора с абонентами заключает ВымпелКом. Вымпелкому предписано выполнить требование Госсвязьнадзора до 1 февраля текущего года.

22 января КБ «Импульс» подал в Московский арбитражный суд иск против управления Госсвязьнадзора по Москве и Московской области. Суд в качестве обеспечительной меры приостановил действие пункта приказа Госсвязьнадзора (о переоформлении договоров с более чем 5,6 млн. московских абонентов). Данное распоряжение останется в силе до вынесения решения по иску КБ «Импульс».

### Хотя первое досудебное слушание назначено на середину февраля, принятие судом окончательного решения займет некоторое время

Первое досудебное слушание назначено на 12 февраля. В соответствии с Арбитражным процессуальным кодексом Российской Федерации, суд должен рассмотреть дело и принять решение в срок не превышающий двух месяцев со дня поступления соответствующего иска, включая время на консультации и подготовку дела к судебному разбирательству. Решение суда по такого рода искам подлежит немедленному исполнению (если в нем не указаны иные сроки), хотя может быть обжаловано позднее в установленном порядке.



***Мы по-прежнему позитивно смотрим на фундаментальные показатели компании***

Гендиректор ВымпелКома Александр Изосимов подтвердил, что компания продолжит диалог с регулирующими органами для разрешения всех спорных вопросов на взаимоприемлемых условиях. Однако, компания (как и мы) не ожидает быстрого урегулирования ситуации, поэтому мы допускаем, что за этот период динамика акций будет испытывать определенное давление. Мы считаем, что решение, вероятно, будет найдено и сохраняем позитивный настрой в отношении фундаментальных показателей. Поэтому мы подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ акции ВымпелКома с ориентацией на расчетную цену \$103.

***Мы не ожидаем появления глобального сотового оператора на российском рынке в ближайшем будущем***

Акции МТС поднялись на слухах о том, что Vodafone ведет переговоры о покупке пакета акций компании с 20%-ной премией к текущей рыночной цене. Хотя мы не исключаем возможности того, что глобальный сотовый оператор может выйти на российский рынок, мы не ожидаем, что это произойдет в ближайшем будущем.

***В настоящее время недостаточно причин акционерам МТС продавать свои акции***

Компания Vodafone постоянно рассматривает возможности приобретения контрольных пакетов акций (либо как минимум крупных пакетов с опционом на их увеличение до контрольного) в мобильных операторах по всему миру. Однако, мы видим мало причин акционерам МТС сейчас продавать свои пакеты – хотя бы потому, что МТС – растущий бизнес, генерирующий крупные финансовые потоки и занимающий в отрасли одно из первых мест по уровню рентабельности. Более того, T-Mobile и Vodafone являются конкурентами на международных рынках, что резко снижает шансы на их партнерство в России. Поэтому, мы полагаем, что свою долю могут продать либо T-Mobile (Deutsche Telekom), либо T-Mobile и АФК «Система» вместе. Deutsche Telekom недавно рассталась со своими активами в Азии, чтобы сосредоточиться на экспансии в Восточную Европу и США. Deutsche Telekom, в рамках кампании по сокращению своей задолженности, продал часть акций «Системе» и на рынке, сохранив за собой блокирующий пакет в МТС. АФК «Система», в свою очередь, подтвердила приверженность основным направлениям своего бизнеса, прежде всего высоким технологиям и сфере услуг, и недавно продала все свои нефтяные активы.

Кроме того, мы считаем, что акционеры МТС вряд ли найдут такие объекты для инвестирования (при условии продажи акций), которые принесли бы им более высокую рентабельность и эффективно абсорбировали весь доход от продажи акций.

***Подобные слухи могут периодически повышать стоимость акций МТС***

Подобные слухи могут появляться на рынке время от времени, оказывая влияние на котировки акций – Россия по-прежнему остается желанным местом для известных международных брендов. Наша оценка перспектив стоимости акций МТС остается позитивной, и в наших анализах основной акцент мы по-прежнему делаем на фундаментальных показателях и перспективах роста. Недавно мы повысили расчетную цену для акций МТС до \$112 и подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ.

***Цены акций региональных телекомов могут превысить наши расчетные ориентиры***

После недавнего ценового ралли бумаг межрегиональных компаний связи (МКС), котировки акций некоторых компаний приблизились к нашим расчетным ориентирам или даже превысили их. Хотя мы недавно пересмотрели наши расчетные цены по этим компаниям, мы осознаем, что некоторые инвесторы увеличивают свои доли в компаниях связи, покупая акции с премией к рынку. Поэтому мы не удивимся, если цена этих акций превысит наш порог расчетной цены. Мы подтверждаем наше предпочтение акциям МКС, демонстрирующим операционную эффективность выше средней по отрасли и владеющих операторами мобильной связи: Уралсвязьинформ, ВолгаТелеком и Сибирьтелеком.

## Операторы альтернативной связи Голден Телеком

### Илл. 48. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	199	343	494	534
EBITDA, млн. \$	61	123	165	194
Чистая прибыль, млн. \$	30	55	83	94
P/E	N/3	18,6	12,3	10,8
EV/EBITDA	16,2	8,1	6,0	5,1
Капитализация, млн. \$	1 020			
EV, млн. \$	998			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 49. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Самый большой альтернативный оператор в России
- Сильные балансовые показатели

#### Слабые стороны

- Относительно низкая ликвидность
- Ограниченная транспортная инфраструктура

#### Возможности

- Приобретения альтернативных операторов
- Дальнейшая экспансия в регионы

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

## МТС

### Илл. 50. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 362	2 569	3 535	4 077
EBITDA, млн. \$	674	1 347	1 754	2 033
Чистая прибыль, млн. \$	277	531	875	1 033
P/E	34,9	18,2	11,0	9,3
EV/EBITDA	16,1	8,1	6,2	5,3
Капитализация, млн. \$	9 659			
EV, млн. \$	10 859			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 51. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Прочное финансовое положение
- Наибольшая (38%) доля рынка в России

#### Слабые стороны

- Относительно небольшое количество акций в свободном обращении

#### Возможности

- Повышение эффективности после завершения реструктуризации
- Включение в индекс MSCI

#### Угрозы

- Введение Резерва универсального обслуживания
- Снижение доли рынка в Московском регионе

Источники: оценки Альфа-банка

## ВымпелКом

### Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	768	1 351	1 853	2 191
EBITDA, млн. \$	322	617	847	1 013
Чистая прибыль, млн. \$	130	241	365	439
P/E	31,5	16,9	11,2	9,3
EV/EBITDA	14,2	7,4	5,4	4,5
Капитализация, млн. \$	4 086			
EV, млн. \$	4 564			
Число абонентов, '000	5 155			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 53. 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

#### 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. 54. Основные события

Дата	Событие
22 января	ВымпелКом получил предписание, которое приостанавливает действие требований Госсвязьнадзора. КБ Импульс, 100%-ная дочерняя компания ВымпелКома, получила предписание Арбитражного суда, которое приостанавливает на время разбирательства действие приказа Госсвязьнадзора. КБ Импульс подала иск в Арбитражный суд г. Москвы против регулирующего органа с целью признания недействительным требований, содержащихся в уведомлении Госсвязьнадзора г. Москвы.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Операторы традиционной связи МГТС

### Илл. 55. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	418	557	643	649
ЕБИТДА, млн. \$	191	261	315	301
Чистая прибыль, млн. \$	58	105	138	128
P/E	22,0	12,2	7,7	8,4
EV/ЕБИТДА	6,4	4,7	3,9	4,0
Капитализация, млн. \$	1 205			
EV, млн. \$	1 214			
Используется линий, '000	4 040			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 56. 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

## Ростелеком

### Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	845	1 005	1 219	1 296
ЕБИТДА, млн. \$	352	387	419	410
Чистая прибыль, млн. \$	37	94	120	104
P/E	59,3	23,5	18,4	21,3
EV/ЕБИТДА	5,1	4,7	4,3	4,4
Капитализация, млн. \$	2 021			
EV, млн. \$	1 803			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 58. 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

#### 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

## Металлургия

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

**Цены акций металлургических компаний выросли в январе из-за сильных цен и притока средств инвесторов**

В начале года акции металлургических компаний значительно выросли в цене. В то время как сильный рынок металлов приводит к росту прибылей компаний сектора, инвесторы увеличивают инвестиции в акции второго эшелона, что приводит к росту цен на акции. Рост цен был резким в виду ограничений по ликвидности, так как для всех компаний кроме Норильского Никеля число акций в свободном обращении остается низким. Ряд акций сектора выросли в большей степени, чем индекс РТС, включая акции Северстали (+39%), НТМК (+36%), Мечела (+54%) и Норильского Никеля. Ожидания сильных рынков для цветных металлов и стали позволяют нам сохранить рекомендации ПОКУПАТЬ акций этих компаний.

**МАП обвинил Северсталь и ММК в нарушении антимонопольного законодательства**

В январе МАП обвинил Северсталь и ММК в нарушении антимонопольного законодательства. Как мы и предполагали, меры воздействия на эти две компании в основном сведутся к введению ограничений на изменение ими цен на продукцию, поставляемую крупным российским трубным заводам. Мы считаем, что в среднесрочном плане эта новость негативна для обеих компаний.

Северсталь выпустила свои первые консолидированные полугодовые отчеты по МСФО (1-е полугодие 2002 и 1-е полугодие 2003 г.). Финансовые результаты говорят о том, что менять наш прогноз по итогам 2003 г. нет необходимости.

***U.S. Steel решила не покупать Double Eagle***

Компания U.S. Steel решила отказаться от намерения заключить отдельную сделку по приобретению активов Double Eagle. Теперь компания хочет создать СП с Rouge при участии Северстали. Данная новость позитивна для Северстали. Мы полагаем, что теперь компании остается решить некоторые технические вопросы, чтобы завершить сделку в конце января – начале февраля. В течение 2004 г. можно ожидать сообщений о новых проектах Северстали, связанных с металлургией. В настоящее время мы пересматриваем модель DCF и расчетную цену акций Северстали.

***Предприятия черной металлургии увеличили выпуск продукции на 5,2%***

Госкомстат сообщил, что в 2003 г. все предприятия черной металлургии произвели продукции на 5,2% больше, чем в 2002 г. Объем производства по итогам 2003 г. достиг 51,05 млн. т (эта цифра полностью совпадает с нашим прогнозом). Плоского холоднокатаного стального проката произведено 22,7 млн. т что на 8,6% больше чем в 2002 г., длинномерного проката – 27,74 млн. т (+2,1%). Темпы роста производства у Северстали были ниже, чем в среднем по отрасли – +3,2%, объем производства – 8,81 млн. т (наш прогноз – 8,73 млн. т). По нашим оценкам, в 2004 г. компания произведет 8,92 млн. т стального проката. ММК увеличил выпуск продукции на 3,9% до 10 млн. т, НЛМК – на 2,9% до 8,25 млн. т. У всех без исключения крупных предприятий черной металлургии темпы роста были ниже, чем в среднем по отрасли. Особенно быстро наращивали выпуск продукции небольшие заводы.

***Вышли предварительные данные о результатах ММК за весь 2003 г.***

ММК опубликовала ряд предварительных показателей за 2003 г.: выручка и прибыль до налогообложения составили около 88 млрд руб. (\$2,85 млрд) и 27 млрд руб. (\$876 млн), что совпадает с нашим прогнозом – \$2,85 млрд и \$889 млн, соответственно. В ожидании публикации годового отчета мы сохраняем свой прогноз по прибыли за весь 2003 г.

***Выпуск труб в России увеличился на 18,2%, достигнув 6,1 млн т***

В 2003 г. российские трубные заводы увеличили выпуск продукции по сравнению с 2002 г. на 18,2%, доведя его до 6,1 млн. т (наш прогноз был 5,8 млн. т). Самые высокие темпы роста показали предприятия, поставляющие продукцию нефтяной промышленности – в частности, Выксунский металлургический и Челябинский трубопрокатный заводы. В 2003 г. ЧТПЗ увеличил выпуск трубной продукции на 39%, доведя производство до 822,5 тыс т. Объем продаж вырос на 42% до 817 тыс т (наш прогноз оказался ниже на 2,9%). ВМЗ увеличил выпуск продукции трубной продукции на 19% до 884,5 тыс т, объем продаж – на 17% до 871,3 тыс т (наш прогноз – 914 тыс т превысил фактический показатель на 3%)

***Акционеры ТМК утвердили пакет объемных сделок***

12 января акционеры Трубной металлургической компании (ТМК) утвердили ряд взаимосвязанных сделок, которые в совокупности являются крупной сделкой. Компании, связанные с ТМК приобретают активы стоимостью \$600 млн, включая 100% минус одна акция Волжского трубного завода (\$172,9 млн), 91,12% акций Северского трубного завода (\$125 млн), 88,69% акций Синарского трубного завода (\$104 млн), 99% акций ТД «Трубная металлургическая компания» (\$990 тыс), 94,59% акций Тагмета (\$198 млн) и 80% акций ТД «Синарский трубный завод» (\$81,9 тыс). Данные об основных параметрах сделки приведены в Илл. 59.

Мы считаем, что эта сделка является составной частью осуществляемого в настоящее время объединения активов Трубной металлургической компанией. Указанные выше цены могут рассматриваться миноритариями в качестве ориентира тех условий, на которых им может быть предложено конвертировать принадлежащие им бумаги в акции холдинга (мы полагаем, что IPO состоится в 2005-2006 гг.).

**Илл. 59. Объединительные сделки ТМК**

Компания	Кол-во акций	Доля ТМК	Цена за акцию	Общая стоимость	Рын. кап-ция	Выручка за 2003 г. (оц.)	Рын. кап-ция/Выручка
		%	\$	\$ млн.	\$ млн.	млн.	
СТЗ	48 129 120	91,1	2,85	125	137,2	230	0,60
Синара	6 295 555	88,7	18,63	104	117,3	351	0,33
Тагмет	462 460 000	94,6	0,45	198	209,3	259	0,81
ВТЗ	1 440 910 000	100,0	0,12	173	172,9	396	0,44
ТД «Синара»		90		0,1			
ТД «ТМК»		99		1,0			
<b>Итого</b>				<b>601,0</b>			

Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

## Норильский Никель

**Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	3 094	4 855	5 737	5 294
ЕБИТДА, млн. \$	1 195	2 352	2 874	2 605
Чистая прибыль, млн. \$	315	1 332	1 695	1 508
P/E	49,9	11,8	9,3	10,4
EV/ЕБИТДА	13,1	6,6	5,4	6,0
Капитализация, млн. \$	15 722			
EV, млн. \$	15 631			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 61. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

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

**Угрозы**

- Пересмотр итогов приватизации и реструктуризации
- Рост налогового бремени

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 62. Основные события**

Дата	Событие
15 января	Норильский Никель хочет увеличить верхнюю планку для АДР до 40% от уставного капитала; мы не ждем роста числа акций в свободном обращении. ГМК Норильский Никель обратился в ФКЦБ за разрешением увеличить число АДР до 85 млн., что составляет 39,7% уставного капитала. Это максимальная доля акций, разрешенная законодательством для торговли на западных рынках. Норильский Никель на данный момент может выпускать в форме АДР до 50 млн. акций, или 23% от уставного капитала компании. По информации газеты, Bank of New York временно прекратил выпуск АДР, чтобы не превышать разрешение. Обращение в комиссию было направлено в конце 2003 года, и по информации ФКЦБ срок рассмотрения таких запросов составляет примерно месяц. По нашим оценкам число акций Норильского Никеля в свободном обращении составляет 38%. Как мы понимаем, Интеррос не планирует продавать свои акции, и, таким образом, мы не ожидаем роста числа акций в свободном обращении. Однако ликвидность АДР возрастет, что будет позитивным для портфельных инвесторов. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Норильского Никеля

Источник: оценки Альфа-Банка

## Северсталь

**Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 965	2 309	2 291	2 224
ЕБИТДА, млн. \$	487	793	759	682
Чистая прибыль, млн. \$	178	408	370	305
P/E	N/3	9,0	9,9	12,0
EV/ЕБИТДА	8,0	4,9	5,1	5,7
Капитализация, млн. \$	3664			
EV, млн. \$	3907			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 64. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

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

**Угрозы**

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

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 65. Основные события**

Дата	Событие
9 января	<b>Федеральная торговая комиссия США одобрила покупку компанией U.S. Steel 50% в Double Eagle, что негативно для Северстали.</b> Компания U.S. Steel (бывший конкурент Северстали по покупке in Rouge's Industries) получила одобрение Федеральной торговой комиссии США на выкуп 50% в Double Eagle Steel Coating Company. Напомним, что недавно Северсталь купила активы американской сталелитейной компании Rouge Industries за \$285,5 млн. Тем не менее, Северсталь столкнулась с некоторыми проблемами по сделке. Компания U.S. Steel пытается отдельно купить активы Double Eagle Steel Coating Company.
13 января	<b>Операционная рентабельность Северстали за 1П03 соответствует нашему прогнозу на 2003 г.</b> Северсталь первый раз в истории компании опубликовала финансовые результаты по МСБУ за полугодие для 1П03 и 1П02. Выручка выросла на 58% год-к-году до \$1,533 млрд. благодаря как росту выпуска, так и благоприятным условиям на рынке: средние экспортные цены за период на холоднокатаный прокат возросли на 66% год-к-году до \$384/т в то время как производство возросло на 5% год-к-году до 4,3 млн. тонн в 1П03. Для Северстали возрастает важность внутреннего рынка; компания увеличила долю продаж проката российским клиентам на 9 п.п. до 58% в 1П03. Северсталь поставила 2,5 млн. тонн проката российским потребителям (+25% год-к-году) и 1,8 млн. тонн проката на внешний рынок (-14% год-к-году) в течение данного периода. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции компании с расчетной ценой \$162 за акцию. Главным катализатором в ближайшей перспективе остается публикация результатов по IAS за 2003, которую мы ожидаем в 1П04.
14 января	<b>МАП признало Северсталь и ММК виновными в нарушении антимонопольного законодательства.</b> Министерство РФ по антимонопольной политике (МАП) признало в действиях ММК и Северстали факты нарушения антимонопольного законодательства. Ранее МАП исключило НЛМК из фигурантов дела из-за «сужения дела до трубного проката». Рассмотрение проводилось после обращений в министерство Газпрома и Транснефти, которые столкнулись со значительным ростом цен на трубы в 2003 году. Производители труб объяснили в свою очередь рост цен повышением цен на штрипс, которые возросли на внутреннем рынке с начала года на 20-30% из-за возросших цен на мировом рынке. МАП признало сам факт нарушений, однако предписания по устранению нарушений и санкции будут определены и официально оглашены в течение трех дней.
20 января	<b>МАП ограничила возможности ММК и Северстали по ценообразованию штрипса, что негативно для компаний в среднесрочной перспективе.</b> Министерство по антимонопольной политике (МАП) объявило о мерах в связи с принятым ранее МАП решением о признании Северстали и ММК в нарушении антимонопольного законодательства. Рассмотрение проводилось после обращений в министерство Газпрома и Транснефти, которые столкнулись со значительным ростом цен на трубы в 2003 году. Как мы и ожидали, основным итогом для Северстали и ММК стали ограничения по ценообразованию в отношении поставок российским трубным компаниям. МАП предписало в течение 3-х лет данным компаниям направлять в МАП ежеквартальные сведения о текущих отпускных ценах на штрипс для марок, объем поставок которых превышает 10% общего объема поставок обществом для производства труб нефтегазового сортамента. В случае изменения цены более чем на 5% по отношению к базовой (на 1 января учетного года), компании должны будут предоставлять экономическое обоснование в МАП.
22 января	<b>U.S. Steel отказалась от покупки Double Eagle.</b> Американский суд по банкротству перенес сроки утверждения сделки по покупке Северсталью Rouge Industries до 30 января. Главной причиной стало то, что Северсталь не смогла договориться с кредиторами Rouge о выплате долгов. Однако мы полагаем, что данная задержка носит технический характер, и Северсталь договорится с кредиторами. Позитивной новостью является тот факт, что U.S. Steel (бывший конкурент Северстали по сделке) отказалась покупать активы Double Eagle Steel Coating Company отдельно. Rouge и U.S. Steel каждая владеют 50% в СП Double Eagle Steel Coating Company, которое располагает мощностями по оцинкованному прокату (850000 тонн). Double Eagle является одним из наиболее привлекательных активов Rouge. U.S. Steel и Северсталь будут совместно управлять СП, и это решение важно для Северстали, так как Северсталь очень заинтересована в активах Rouge с высокой добавленной стоимостью, и Double Eagle – один из ключевых таких активов. Покупка Rouge Steel Данная покупка поможет Северстали увеличить продажи на американском рынке, и данная сделка позитивна для Северстали.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Машиностроение

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

**Павел Соколов, (7 095) 795-3735**

**В 2003 г. производство легковых автомобилей в России увеличилось на 3%**

Опубликованы новые данные о производстве автомобилей в России в 2003 г. Выпуск легковых автомобилей несколько увеличился (на 3,1%), составив 1,01 млн. штук. В прошлом году выпуск грузовых автомобилей в России увеличился на 11,7% и составил 194,6 тыс. штук. Выпуск автомобилей увеличился по сравнению с 2002 г. на 11,9%, достигнув 75,3 тыс. штук.

**Число произведенных в России легковых автомобилей зарубежных марок увеличилось в 4 раза**

Следует отметить, что роста производства удалось достичь благодаря выпуску автомобилей зарубежных марок. Последних в 2003 г. было произведено в 4 раза больше (53,5 тыс. штук), чем в 2002 г. Тем не менее, доля зарубежных моделей в общем числе произведенных в России автомобилей по-прежнему незначительна (в 2002 г. – 1%, в 2003 г. – 5%). GM-АвтоВАЗ планирует в 2004 г. довести производство до 60 тыс, хотя нельзя исключать, что, как и в 2003 г., задание будет снижено из-за дефицита запчастей, поставляемых с АвтоВАЗа. Мы полагаем, что рост производства на Автоторе замедлится из-за вносимых в модельный ряд изменений, а Ford Motors выйдет на проектную мощность – 25 тыс. автомобилей в год.



**Старые автозаводы уступают друг другу выпуск традиционных моделей**

Выпуск автомобилей отечественных моделей несколько уменьшился (-1,3% по сравнению с 2002 г.). Основная причина – сокращение производства «вазовских» моделей на самом АвтоВАЗе и Росладе. АвтоВАЗ планирует сократить выпуск автомобилей указанных моделей указанных до 685 тыс штук с тем, чтобы начать подготовку к производству «Калины» (в том числе будет прекращен выпуск автомобилей 9-й серии). Серийное производство «Калины», автомобиля класса В начнется в ноябре 2004 г. Продолжает сокращаться производство на ГАЗе: в 2003 г. произведено лишь 57 тыс «Волг» (в 2001 г. – 81 тыс, в 2002 г. – 67 тыс.). Завод Ижмаш-Авто, производящий помимо своих собственных моделей ВАЗы 6-й серии, планирует в 2004 г. увеличить выпуск автомобилей не менее чем на 30-40 тыс штук (поскольку АвтоВАЗ прекратил производство автомобилей 4-й серии, Ижмаш-Авто получает возможность увеличить выпуск этих моделей).

По нашим оценкам, в 2004 г. доля автомобилей зарубежных моделей в общем числе производимых в России автомобилей увеличится еще на 5% и достигнет 10% (при общем объеме производства 1,05 млн. штук).

**Илл. 66. Производство легковых автомобилей в России в 2002-2003 гг.**

	2002	2003	2003/2002
АвтоВАЗ	702 966	699 889	-0,4%
Ижмаш-Авто	65 751	78 495	19,4%
ГАЗ	65 648	56 783	-13,5%
КамАЗ-ЗМА	38 735	40 013	3,3%
УАЗ	33 648	32 748	-2,7%
СеАЗ	19 435	20 005	2,9%
Рослада	41 424	28 718	-30,7%
Другие	1 605	89	-95,6%
<b>"Традиционные" отечественные модели</b>	<b>969 212</b>	<b>956 740</b>	<b>-1,3%</b>
GM-АвтоВАЗ	327	21 759	65,5x
Автотор	5 713	8 415	47,3%
Ford	2 474	16 261	5,6x
Автофрамос	121	1 239	9,2x
TagAZ	2 490	5 896	1,4x
<b>"Новые" российские модели</b>	<b>11 125</b>	<b>53 570</b>	<b>3,8x</b>
<b>Россия всего</b>	<b>980 337</b>	<b>1 010 310</b>	<b>3,1%</b>

Источник: АСМ-Холдинг, Госкомстат, отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

**Объединённые Машиностроительные Заводы**

**Илл. 67. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	435	461	469	471
ЕБИТДА, млн. \$	46	49	51	51
Чистая прибыль, млн. \$	39	13	13	13
P/E	9,2	27,4	28,2	28,2
EV/ЕБИТДА	9,5	8,8	8,5	8,5
Капитализация, млн. \$	357			
EV, млн. \$	433			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 68. Краткий обзор компании**

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

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 69. Основные события**

Дата	Событие
23 января	<p><b>ОМЗ приобретут бизнес Skoda по производству оборудования для АЭС за \$15 млн.</b> ОМЗ намерены приобрести одно из направлений деятельности чешского машиностроительного холдинга Skoda. Дочерняя компания Skoda Jaderne Strojirenstvi производит оборудование для АЭС и в 2002 г. получила \$3,2 млн. чистой прибыли из \$65,5 млн. выручки. Хотя переговоры ещё не завершены и есть ещё другие участники аукциона, ОМЗ считаются наиболее вероятным победителем, их ставка составила \$15 млн. Это подразумевает величину мультипликатора EV/S 0,23 против мультипликатора ОМЗ за 2002 г. 1,01.</p> <p>Если сделка произойдёт, она великолепно впишется в стратегию ОМЗ по усилению сегмента атомного машиностроения, что особенно важно в свете приближающегося слияния с Силowymi машинами. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ и расчётную цену \$11,9.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Пищевая промышленность и розничная торговля

Александр Свинов, (7 095) 795-3745

**Основным двигателем возобновления роста котировок должен стать хороший отчет за 1Кв04**

За прошедший месяц курс акций Вимм-Билль-Данна снизился: результаты за 3Кв03 и прогноз на 2004 год были неутешительными. В 3Кв03 объем производства молочной продукции Вимм-Билль-Данна был практически на том же уровне, что и за год до этого (несмотря на то, что общероссийское производство выросло на 6%), а по сокам снизился почти на 20% (при росте рынка на 20%). Более того, по прогнозам самой компании 4Кв03 будет закрыт с убытком.

Поскольку возобновление переговоров с Danone в ближайшем будущем маловероятно, мы полагаем, что первая хорошая новость, которая будет стимулом для роста курса акций Вимм-Билль-Данна, появится не раньше чем завершится 1Кв04 и выйдет соответствующий отчет (естественно при условии положительных результатов).

**Балтика: замедление темпов роста выручки компенсируются повышением рентабельности и более высокими дивидендами**

Для Балтики 2003 г. не был удачным: объем производства почти не изменился, несмотря на рост рынка на 8,7% (до 75,7 млн гл). Весь прошлый год компания занималась в основном наращиванием мощностей и сбытом продукции и намного меньше уделяла внимания обновлению ассортимента и рекламе. В результате доля Балтики в общероссийском производстве снизилась почти примерно на 2 п.п. (до 22% к концу года). Следует, однако, отметить, что компании удалось сократить издержки и поэтому, по оценкам компании, чистая прибыль будет «выше, чем прогнозировалось ранее». Кроме того, руководство компании предполагает повысить коэффициент дивидендных выплат. Мы считаем, что выход отчета за 4Кв03 в марте будет основным фактором роста цены акций Балтики до «справедливого» уровня (\$14,4).

## ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

### Вимм-Билль-Данн

**Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	825	962	1228	1355
ЕБИТДА, млн. \$	84	64	116	122
Чистая прибыль, млн. \$	36	16	48	49
P/E	21,2	46,4	15,9	15,6
EV/ЕБИТДА	9,8	13,0	7,2	6,8
Капитализация, млн. \$	757			
EV, млн. \$	829			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 71. 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. 72. Основные события**

Дата	Событие
26 января	<b>ВБД завершает процесс инвестиций в Украину; норма валовой прибыли улучшается.</b> Вимм-Билль-Данн (ВБД) завершил очередную стадию модернизации своих украинских активов, в общей сумме потратив \$13,3 млн. Модернизация проходила на основных заводах компании в Киеве и Харькове и теперь позволит им производить продукты с более высокой добавочной стоимостью. Украинская деятельность компании приносит менее 10% выручки, но мы считаем, что это заявление означает конец технических проблем, которые компания упоминала в прошлом году (они же привели к потере компанией рыночной доли в последнем квартале). ВБД занимает менее 10% украинского рынка молока и молокопродуктов, но менеджмент ожидает, что за этот год будет показан двузначный рост рыночной доли. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ по акции ВБД и расчётную цену \$19.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Балтика

**Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	683	729	874	884
ЕБИТДА, млн. \$	234	252	295	298
Чистая прибыль, млн. \$	137	143	169	169
P/E	11,2	10,7	9,0	9,0
EV/ЕБИТДА	6,8	6,3	5,4	5,4
Капитализация, млн. \$	1 529			
EV, млн. \$	1 596			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 74. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

- Стремление и способность увеличить долю рынка

**Угрозы**

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-банка

## Сан Интербрю

### Илл. 75. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	410	534	722	801
EBITDA, млн. \$	70	99	141	151
Чистая прибыль, млн. \$	-3	9	36	39
P/E	N/3	64,0	16,2	15,1
EV/EBITDA	10,5	7,5	5,3	4,9
Капитализация, млн. \$	586			
EV, млн. \$	740			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 76. 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

## РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

### Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	82	98	116	122
EBITDA, млн. \$	15	20	21	22
Чистая прибыль, млн. \$	11	12	13	14
P/E	9,65	8,68	8,39	7,80
EV/EBITDA	7,28	5,27	5,20	4,85
Капитализация, млн. \$	108			
EV, млн. \$	108			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 78. 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

## Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

### Система страхования вкладов начнет действовать менее чем через два года

Одним из главных результатов экономической политики, достигнутых в 2003 г., стало утверждение системы страхования вкладов (она завизирована президентом). ЦБ уже опубликовал критерии, с помощью которых он намерен до 2007 г. «проредить» банковскую систему. По новому закону у ЦБ остается менее двух лет (год и 9 месяцев) на то, чтобы определить участников системы страхования вкладов и отменить действующие ныне госгарантии по вкладам физлиц.

Несмотря на то, что недавно мы пересмотрели в сторону повышения наш прогноз по ряду макроэкономических показателей на 2004 г. (новый прогноз по цене Brent – \$26/баррель, росту ВВП – 6,4%, среднему обменному курсу – 28 руб./\$), показатели Сбербанка вряд ли от этого улучшатся. Конкуренция в банковском секторе усиливается – высокие темпы роста способствуют активизации деятельности иностранных банков в России. Как следствие, процентные ставки снижаются. Более высокий, чем ожидалось, курс рубля также способствует снижению процентной ставки: премия за возможное обесценение национальной валюты, учитываемая при формировании ставок по рублевым активам, снижается. Т.о., в будущем Сбербанку придется действовать в условиях снижающейся маржи. Последняя сократилась с 10,2% в 3-м кв. 2002 г. до 6,5% в 3-м кв. 2003 г.

**14%-ный рост акций Сбербанка с начала года объясняется ростом цен на российские еврооблигации**

Внушительный рост курса обыкновенных акций Сбербанка с начала этого года (+14%) объясняется ростом цен на российские еврооблигации – на 3% в среднем по всем российским долговым бумагам, а по России-30, в которую инвестируются свободные денежные средства – даже на 4,5%. Мы, однако, не считаем, что цены надолго закрепятся на этом уровне: в лучшем случае Россия-30 будет колебаться в диапазоне 102-104% от номинала, т.е. потенциал роста от текущей цены составляет лишь 2-4%. Следовательно, отныне рынок еврооблигаций перестает подталкивать вверх акции Сбербанка.

## Сбербанк

### Илл. 79. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Активы, млн. \$	34 204	41 045	45 972	53 025
Чистая прибыль, млн. \$	960	1 152	1 136	1 127
P/E	5,9	4,9	5,0	5,0
Капитализация, млн. \$	5 865			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 80. 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

## Рынок облигаций

Валентина Крылова, (7 095) 795-3742

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

**Традиционное ценовое ралли в начале января...**

В начале года российские еврооблигации существенно прибавили в цене. В частности, рост котировок долгосрочных суверенных облигаций составил на 9 января 3,6-4,8%, в то время как по ЕВРО-30 выставлялись котировки на покупку выше номинала. Обычно в январе большинство развивающихся рынков переживает ценовое ралли благодаря большому притоку денежных средств в начале года. Что касается российских активов, то возросший спрос на них усилился после присвоения России инвестиционного рейтинга (агентством Moody's в октябре 2003 г.) Снижение доходности казначейских облигаций США поддержало восходящий тренд. Однако большие объемы новых займов ограничили дальнейший рост котировок облигаций развивающихся рынков. В частности, объем выпуска суверенных еврооблигаций увеличился на \$7 млрд за первую половину января. Корпорации также воспользовались низкими процентными ставками и разместили новые выпуски еврооблигаций. Например, бразильские компании заняли на долговом рынке около \$2 млрд за первую половину месяца. Российская корпорация АФК «Система» и Газпромбанк разместили еврооблигации общим объемом \$650 млн.

**...сменилось консолидацией и затем резким снижением котировок после заседания Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США**

Похоже, что большой объем новых займов насытил спрос на облигации рынков развивающихся стран. В итоге, ценовое ралли сменилось консолидацией в условиях снижения активности торгов. Также не было определенности по дальнейшей динамике цен, что отразилось в установлении бокового тренда. Котировки «Russia-30» колебались в диапазоне 99-100% от номинала в течение продолжительного периода времени.

В конце января котировки российских долговых обязательств резко снизились, что стало отражением массового сброса казначейских облигаций США. Итоги заседания Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США усилили падение котировок. В течение нескольких дней российские еврооблигации упали на 1-2,5%. В итоге, предыдущий рост был частично нивелирован, и в конце января повышение котировок не превысило 2,5%.

**Эффект повышения рейтинга России агентством S&P был кратковременным**

27 января рейтинговое агентство S&P повысило российский суверенный рейтинг с BB до BB+, что на 1 ступень ниже инвестиционного уровня. В целом этот шаг ожидался инвесторами, и по этой причине стимулировал лишь краткосрочный рост котировок, не превысивший 1%.

**Мы ожидаем, что ставка ФРС останется без изменений до президентских выборов в США.**

Как и ожидалось, процентная ставка ФРС осталась без изменений, в то время как комментарии представителей ФРС спровоцировали резкое снижение котировок казначейских облигаций США. Комитет по операциям на открытом рынке ФРС подчеркнул, что улучшилась ситуация на рынке труда и в других экономических секторах. Вероятность нежелательного снижения уровня инфляции уменьшилась за последние месяцы и сейчас почти равна вероятности ее повышения. ФРС удивил участников рынка отходом от своих обещаний поддерживать низкие ставки в течение «значительного периода» (он повторял это обещание с августа прошлого года). Представители Комитета заявили, что ФРС будет «проявлять терпение при изменении денежно-кредитной политики». Эта цитата оказала сильное давление на котировки облигаций.

Тем не менее, мы полагаем, что ФРС проведет первое повышение процентной ставки, вероятно, лишь после президентских выборов, которые запланированы на 2 ноября. Изменения в денежно-кредитной политике окончательно дестабилизируют рынок госдолга США и вызовут резкий скачок доходности. Кроме негативного психологического эффекта, этот шаг серьезно осложнит привлечение новых займов (спрос на облигации резко сократится из-за опасений инвесторов, что снижение котировок затянется).



Таким образом, процентная ставка ФРС останется неизменной до конца года, в то время как спрос со стороны иностранных инвесторов, например, в Азии, будет определять ценовую динамику на долговые обязательства США. Япония сейчас является крупнейшим инвестором на рынке госдолга США (\$502 млрд, или более 14% рынка). Она покупает крупные объемы долларов, стараясь предотвратить укрепление курса йены относительно доллара (Япония купила \$200 млрд в 2003 г. и около \$60 млрд в январе 2004 г.). Большая часть этих средств была инвестирована в государственные долговые обязательства США, поддерживая котировки на высоком уровне. Как следствие, такая валютная политика Японии и других азиатских стран (например, Китая) будет оказывать поддержку рынку госдолга США.

Илл. 81. Динамика валютных облигаций на 28 января 2004 г.

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
<b>Облигации Минфина</b>						
Минфин 5	14.05.08	90,81	3,49	5,5	3,30	3,79
Минфин 6	14.05.06	97,69	1,49	4,1	3,07	2,12
Минфин 7	14.05.11	81,88	7,38	6,2	3,66	6,05
Минфин 8	14.11.07	93,00	2,20	5,4	3,23	3,49
<b>Еврооблигации</b>						
Евро-05	24.07.05	108,38	0,00	3,0	8,07	1,41
Евро-07	26.06.07	117,81	0,48	4,3	8,49	2,93
Евро-10	31.03.10	112,69	1,07	4,8	7,32	3,41
Евро-18	24.07.18	137,69	3,62	6,9	7,99	8,27
Евро-28	24.06.28	162,63	3,91	7,2	7,84	10,30
Евро-30	31.03.30	97,38	5,13	7,0	5,13	8,32
<b>Муниципальные облигации</b>						
Москва-04, €	25.10.04	104,37	-0,65	4,1	9,82	0,71
Москва-06, €	28.04.06	113,22	1,95	4,6	9,67	1,90
Ниж. Новгород	10.03.02	96,00	-2,04	15,7	9,11	1,03
<b>Корпоративные облигации</b>						
ММК, €	18.02.05	104,31	1,12	5,7	9,59	0,92
Газпромбанк-05	04.10.05	106,57	1,01	4,2	7,86	1,54
Альфа-Банк	19.11.05	106,00	1,92	7,1	10,14	1,61
МДМ-Банк	16.12.05	104,36	2,24	8,2	10,30	1,67
Роснефть	20.11.06	115,58	2,28	6,6	11,03	2,35
Сибнефть-07	13.02.07	110,79	2,70	7,5	10,38	2,46
Сибнефть-09	15.01.09	112,74	5,61	7,6	9,54	3,88
ТНК	06.11.07	115,14	1,89	6,4	9,55	3,07
МТС-04	21.12.04	105,75	0,24	4,3	10,35	0,85
МТС-08	30.01.08	109,78	3,11	6,9	8,88	3,19
Газпром-07	25.04.07	109,88	1,27	5,7	8,30	2,76
Газпром-09	21.10.09	117,15	2,09	6,8	8,96	4,31
ВымпелКом	26.04.05	104,35	-1,44	6,7	10,01	1,13
АФК Система	14.04.08	106,48	3,79	8,4	9,63	3,32
Алроса	06.05.08	99,94	3,40	8,1	8,13	3,49
Вимм-Билль-Данн	21.05.08	99,50	-2,69	8,6	8,54	3,49
МосНарБанк	28.06.04	100,00	-0,99	3,3	3,28	0,41
Росбанк	01.07.12	91,73	0,18	8,4	7,63	6,11

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

**Илл. 82. Основные события**

Дата	Событие
1 января	<b>В январе Россия направит \$1,02 млрд на выплату внешнего долга.</b>
7 января	<b>Турция разместила 30-летние еврооблигации объемом \$1,5 млрд.</b> Спрос превысил \$5 млрд.
7 января	<b>Венесуэла разместила еврооблигации объемом \$1 млрд.</b>
7 января	<b>Мексика разместила 5-летние еврооблигации в объеме \$1 млрд.</b>
8 января	<b>Польша разместила 5-летние еврооблигации в объеме €1,5 млрд.</b>
12 января	<b>Бразилия разместила 30-летние еврооблигации объемом \$1,5 млрд.</b> Спрос составил \$6-7 млрд.
13 января	<b>Колумбия разместила 20-летние еврооблигации объемом \$500 млн.</b>
14 января	<b>ЦБ РФ снизил ставку рефинансирования с 16% до 14%.</b> Этот шаг отражает низкий уровень инфляции и снижение стоимости рублевых кредитов.
14 января	<b>Газпромбанк разместил дополнительный выпуск еврооблигаций объемом \$300 млн с погашением в 2008.</b> Совокупный объем размещения составил \$1,05 млрд с доходностью при погашении 7%, что незначительно превышает уровень вторичного рынка.
15 января	<b>АФК «Система» разместила второй выпуск еврооблигаций объемом \$350 млн.</b> Ставка ежегодного купона – 8,875% годовых. Размещение проводилось по номиналу. По еврооблигациям с погашением в 2011 г. предусмотрена возможность досрочного погашения через 3 года. Размещение нового выпуска прошло с премией к рынку около 100 б.п, что является достаточно высокой стоимостью для компании. В момент аукциона доходность еврооблигаций компании с погашением в 2008 г составляла 8% годовых. Учитывая, что новый выпуск предполагает возможность досрочного погашения, можно было ожидать, что его доходность будет не выше этого уровня
15 января	<b>Минфин РФ назначил J.P Morgan Chase Bank агентом по реструктуризации части долга бывшего СССР.</b> Не исключено, что выпуск еврооблигаций в рамках реструктуризации "коммерческого" долга перед МИБом произойдет в ближайшие месяцы. На наш взгляд, поступление на вторичный рынок этих еврооблигаций спровоцирует лишь краткосрочное снижение котировок. Российский внешнедолговой рынок стал более емким и сможет без особого ущерба абсорбировать этот объем еврооблигаций. Кроме того, часть банков, планирующих продать еврооблигации сразу после окончания реструктуризации, как правило, открывают короткие позиции заранее. Таким образом, снижение котировок российского внешнего долга, скорее всего, будет не существенным и не превысит 2%.
16 января	<b>Бразильские компании разместили \$2 млрд в облигации с начала года.</b>
21 января	<b>Мексика впервые разместила еврооблигации, номинированные в фунтах стерлингов, объемом £500 млн (~\$724 млн).</b> Погашение выпуска состоится в 2024 г.
21 января	<b>Центральный Банк Бразилии принял решение по уровню ставки рефинансирования Selic.</b> Вопреки ожиданиям инвесторов, ставка Selic не была снижена на 50 базисных п.п. и осталась на прежнем уровне 16,5%. Новость вызвала продажи бразильских долговых бумаг, в то время как облигации других развивающихся рынков выиграли от оттока денег из Бразилии.
22 января	<b>Панама разместила еврооблигации объемом \$250 млн.</b>
22 января	<b>Венгрия разместила 10-летние еврооблигации объемом \$1 млрд.</b>
24 января	<b>Россия произвела купонные выплаты в размере \$320,5 млн по еврооблигациям Russia-05.</b> Однако, эта выплата не привела к всплеску цен на эти бумаги, так как негативные внешние условия сказались на российском долговом рынке.
27 января	<b>S&amp;P повысил суверенный рейтинг России с BB до BB+, что на 1 ступень ниже инвестиционного уровня.</b> Этот шаг ожидался инвесторами, но он стимулировал лишь краткосрочный рост котировок, который не превысил 1%.
28 января	<b>ФРС США оставила процентную ставку на самом низком уровне 1%, в то время как комментарии представителей ФРС вызвали резкое снижение котировок казначейских облигаций США и, в свою очередь, российских еврооблигаций.</b> Отсутствие заверений ФРС о сохранении низких процентных ставок на «значительный период» удивил инвесторов и был интерпретирован как шаг, за которым последует резкое повышение ставок

Источник: оценки Альфа-Банка

**Индекс РТС: формирование «двойной вершины»?**

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

**Илл. 83. Индекс РТС – основные технические характеристики**

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда	Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1-30 января				
			Краткосрочный	Долгосрочный							
РТС	ЗАКРЫВАТЬ	650	Нейтральный	Бычий	R4	Психологический	S1 608.29	Максимум 22.10.03	OP	573.94	
	ЛОНГ				R3	100% FiboE	S2 590.99		7-недельная MA	HI	626.61
	БРАТЬ				R2	Основной	S3 558.46		LT линия поддержки	LO	573.94
	ПРИБЫЛЬ				R1	Историч. максимум	S4 518.48		38.2% FiboR	CL	617.39

Источник: оценка Альфа-Банка

- Как мы и ожидали, Индекс РТС колебался выше отметки 500 пунктов в декабре 2003 г., и превысил уровень 600 в январе 2004 г. (см. наш месячный отчет, озаглавленный: «Декабрь: могло быть и лучше»).
- Месячные графики на Илл. 84 указывают на то, что индекс РТС в настоящее время формирует потенциальную модель перелома тенденции «двойная вершина».
- Поэтому есть некоторая вероятность, что индекс РТС протестирует уровень 650 пунктов в феврале до возобновления падения.
- Мы советуем **ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** вблизи отметки 650 пунктов и **ФИКСИРОВАТЬ ПРИБЫЛИ**.

**Илл. 84. Индекс РТС – Технические месячные характеристики, по состоянию на 29 января 2004 г.**



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

**Классический технический анализ**

Как мы и ожидали, индекс РТС колебался выше отметки 500 пунктов в декабре 2003 г. и превысил уровень 600 пунктов в январе 2004 г. (см. наш месячный отчет, озаглавленный: «Декабрь: могло быть и лучше»).

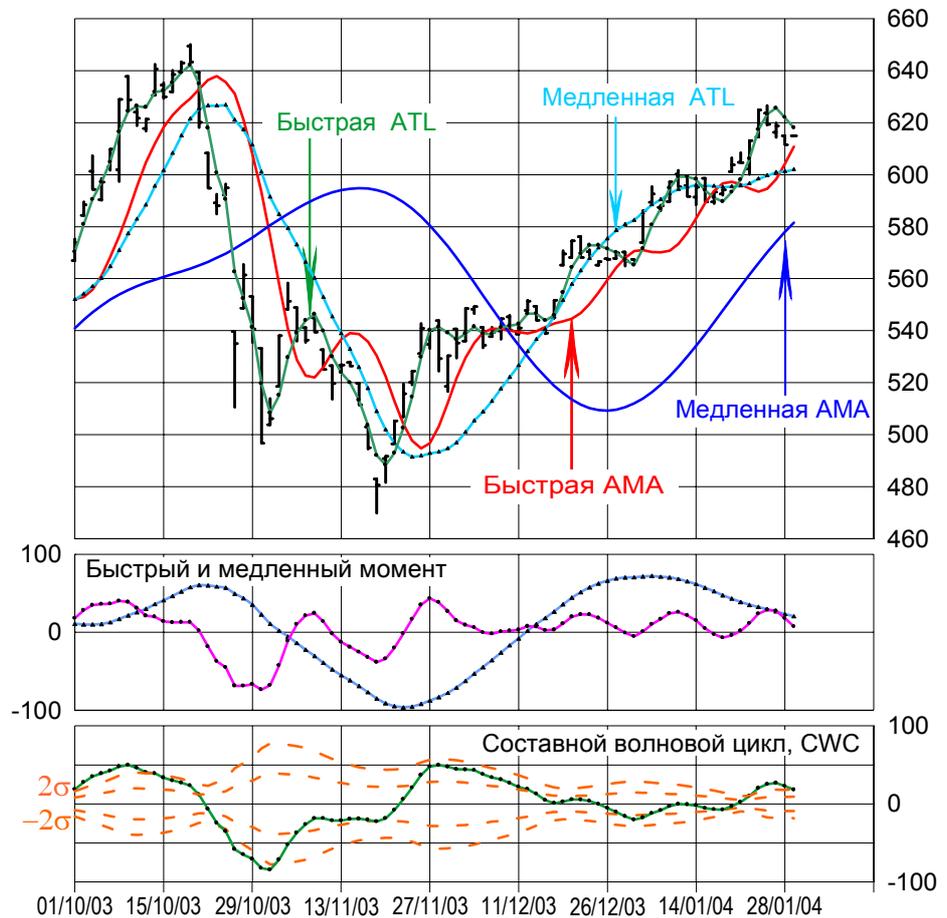
**Индекс РТС формирует крупную модель «двойная вершина»**

В результате этого «отскока» Индекс РТС вновь преодолел ключевой уровень сопротивления 558 пунктов, заданный линией долгосрочной поддержки/сопротивления на Илл. 84, и остается выше него и сейчас.

Однако с точки зрения классического технического анализа среднесрочная перспектива российского фондового рынка остается весьма туманной и неоднозначной. С одной стороны новый исторический максимум в 650 пунктов может быть «прорван» вверх, поскольку долгосрочный тренд остается бычьим (см. Илл. 86) и даже демонстрирует некоторое ускорение. С другой стороны на месячных графиках Индекс РТС формирует крупную потенциальную модель перелома тенденции «двойная вершина». Нормальное завершение этой модели может снова отбросить Индекс РТС ниже уровня 500 пунктов. Мы оцениваем вероятность такого исхода как весьма низкую, по крайней мере, в феврале. Наиболее вероятный сценарий на февраль предполагает флуктуацию Индекса РТС в диапазоне значений от 580 до 650 пунктов.

**Краткосрочный тренд и циклы**

**Илл. 85. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 29 января 2004 г.**



Источник: оценка Альфа-Банка

**Краткосрочный тренд близок к нейтральному**

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 85 замедляет свой рост, и направлена почти горизонтально. Это указывает на то, что краткосрочный тренд почти нейтральный. Быстрая адаптивная линия тренда (ATL) сформировала локальную вершину близки 625 и начала понижаться с заметным ускорением.

**Медленный момент и возобновил свое падение**

**Краткосрочный CWC вступил в фазу падения**

**Долгосрочный тренд на РТС снова восходящий**

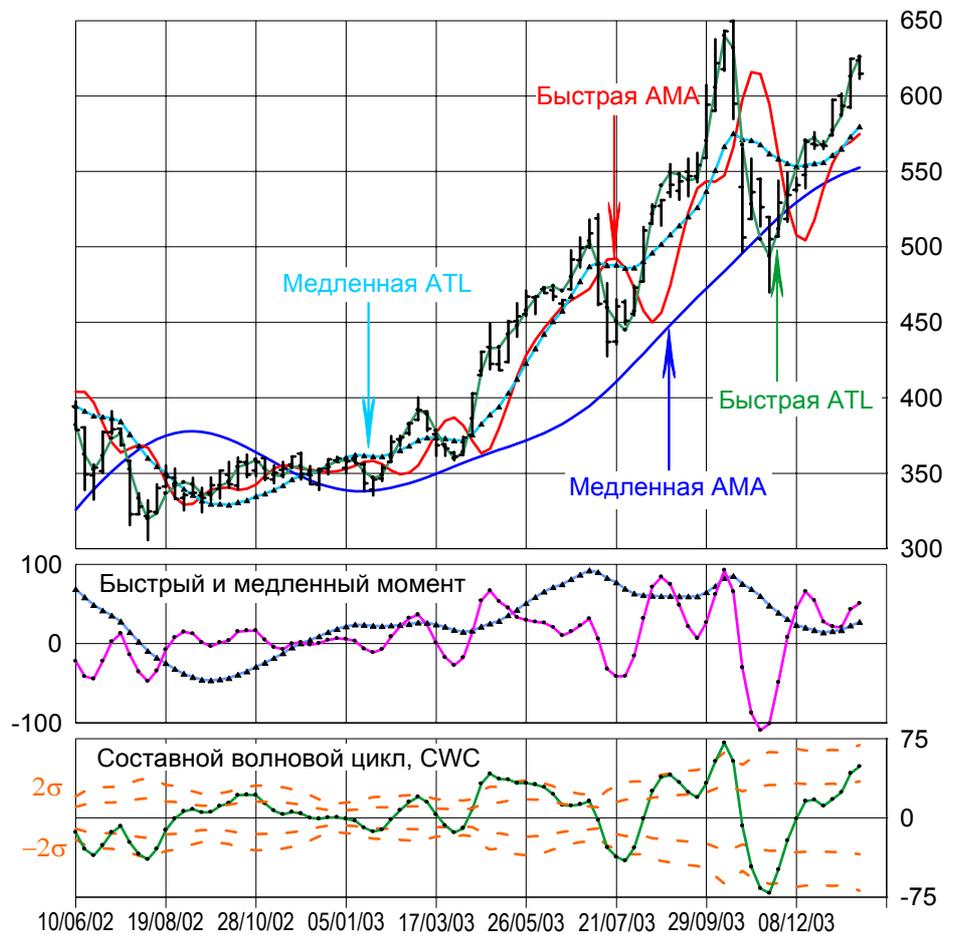
Медленный момент в средней части Илл. 85 миновал несколько дней назад локальный максимум в зоне положительных значений и возобновил свое падение, что подтверждает возможное скорое возвращение на РТС краткосрочного медвежьего тренда. В то же время быстрый момент понижается вместе с медленным моментом, указывая на то, что коррекция к понижению весьма вероятно вскоре.

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 85 сформировал локальный максимум и вступил в фазу падения. Возобновившаяся понижательная фаза краткосрочного CWC сопровождается некоторым увеличением его волатильности, что указывает большую вероятность начала сильных движений на РТС в ближайшее время.

**Долгосрочный тренд и циклы**

Долгосрочный тренд на РТС снова стал бычьим, ибо медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 86 миновала свой локальный минимум и возобновила рост. Быстрая адаптивная линия тренда (ATL) демонстрирует зигзагообразное восходящее движение с ноября 2003, подтверждая продолжающуюся фазу роста на РТС.

**Илл. 86. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 29 января 2004 г.**



Источник: оценка Альфа-Банка

**Оба и быстрый и медленный моменты повышаются**

Оба и быстрый и медленные моменты в средней части Илл. 86 сформировали локальные минимумы и возобновили свой рост, что говорит о том, что долгосрочная бычья тенденция пока еще не потеряла силу. Однако быстрый момент уже показывает видимое замедление своего роста,

что может рассматриваться как предпосылка для начала возможного среднесрочного понижения Индекса РТС.

**Долгосрочный CWC, весьма вероятно, приближается к своему «гребню»**

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) достиг умеренно перекупленной области, лежащей между уровнями плюс сигма и плюс, и, по-видимому, приближается к своему «гребню». Мы оцениваем потенциал падения Индекса РТС за счет долгосрочного CWC (после возобновления его понижательной фазы) не менее чем 100 пунктов.

### **Уровни поддержки и сопротивления**

**Уровень основного сопротивления на РТС равен 650**

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС даны на Илл. 83 и Илл. 84. Уровень основной поддержки все еще расположен вблизи 450. Другая важная поддержка – это 38,2%-ная коррекция Фибоначчи, расположенная на уровне 518. Уровень основного сопротивления (650,09) совпадает с историческим максимумом, отмеченным 20 октября 2003 г.

### **Потенциал роста и падения**

Учитывая состояние фондового рынка, мы делаем следующие выводы:

**Есть вероятность, что Индекс РТС протестирует уровень 650 пунктов в феврале до возобновления падения**

1. Как мы и ожидали, Индекс РТС колебался выше отметки 500 пунктов в декабре 2003, и превысил уровень 600 в январе 2004 г. (см. наш месячный отчет, озаглавленный: «Декабрь: могло быть и лучше»).
2. Месячные графики на Илл. 84 указывают на то, что индекс РТС в настоящее время формирует потенциальную модель перелома тенденции «двойная вершина». В то же время, долгосрочный тренд на РТС пока еще восходящий. Поэтому весьма вероятно, что Индекс РТС может протестировать уровень сопротивления 650 пунктов в феврале 2004 г. до возобновления падения. Наиболее вероятный сценарий на февраль предполагает флуктуацию Индекса РТС в диапазоне значений от 580 до 650 пунктов.

**Советуем ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ, вблизи уровня 650**

3. Мы советуем ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ вблизи уровня 650 и ФИКСИРОВАТЬ ПРИБЫЛИ.

# 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, потребительские товары

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

Кристофер Уифер

Метью Томас, Анна Бутенко

Наталья Орлова  
Андрей Богданов  
Максим Матвеев CFA, Павел Соколов,  
Наталья Шевелёва, Александр Свинов

Государственные ценные бумаги

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

Технический анализ  
Аналитическая поддержка российских  
клиентов  
Переводчик

Ринат Гайнуллин

### Торговые операции и продажи

Телефон  
Продажи иностранным клиентам

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

Кирилл Суриков  
Александр Захаров

Продажи российским клиентам

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

Рынки капиталов/Структурированные  
продукты  
Адрес

## Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс  
Начальник управления рынков и акций

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

Продажи  
Адрес

Максим Шашенков, Стив Доунер  
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.