

# Декабрь: в заботах о незавершенном бизнесе

14 декабря 2004 г.

[www.alfa-bank.com](http://www.alfa-bank.com)

Moscow

## Тема: Наследие «дела Юкоса»: премия за риск выросла

- **В ноябре цены на российском рынке акций упали почти на 7%:** события, связанные с Юкосом и, в частности, объявление аукциона по продаже его активов сильно омрачили настроения инвесторов. Ситуацию усугубили сообщения о предъявлении налоговых претензий ряду других нефтяных компаний и опасения, что готовящийся Счетной палатой отчет о законности приватизационных сделок станет поводом для массивного наступления государства на крупный бизнес.
- **Эти опасения оказались очень неактуальными:** в последние месяцы у инвесторов стало значительно больше оптимизма в отношении развивающихся рынков акций, и многие из этих рынков заметно выросли. В течение ноября рассчитываемый на основе долларовой цены индекс развивающихся рынков вырос на 8,3%, а с начала года - на 18%. Индекс же РТС с начала года сумел подняться лишь на 7,5%. Впервые с 1998 г. российский рынок акций отстает от динамики других развивающихся рынков мира.
- **В настоящее время российские акции недооценены в целом на 25% по сравнению с активами других развивающихся рынков.** Мы рекомендуем инвесторам в ближайшие несколько недель действовать особенно осторожно и дождаться финала в деле Юкоса. Следует также отметить, что события на Украине ни в коей мере не означают, что инвестиции в российские активы в 2005 г. становятся нецелесообразными. Мы полагаем, что на российский рынок акций эти события существенного негативного влияния не окажут. Более того, как только ситуация на российском фондовом рынке станет яснее и инвесторы увидят, что серьезной опасности нет, российские акции резко пойдут вверх (предположительно в начале 2005 г.), тем более что у российских трейдеров достаточно свободных денежных средств, а доля акций в свободном обращении ограничена 27%.
- **Со снятием проблемы Юкоса ситуация на рынке станет более понятной и цены акций начнут динамично расти** (не исключено, что в 2005 г. они достигнут новых исторических максимумов, поскольку трейдерам придется вкладывать имеющиеся в избытке свободные денежные средства в высокодоходные инструменты), **будущее ралли не должно рассматриваться как признак переоценки рынком риска Юкоса.** Напротив, действительно серьезные негативные последствия дела Юкоса/Менатеп проявятся в том, что как портфельные, так и стратегические инвесторы станут считать вложения в российские активы более рискованными. А это уже действительно грозит России замедлением как притока иностранных инвестиций, так и темпов роста цен российских акций.

### Рекомендации по портфелю \*

<b>Газпром (внутренние)</b>	Эта бумага (потенциал роста 26%) окончательно стала индикатором динамики российского рынка. В результате недавней коррекции рынка потенциал роста акций обеих компаний – Вымпелкома и МТС – увеличился до 20%.
<b>Сбербанк</b>	Динамика этой бумаги отражает хорошие макроэкономические показатели и потенциал роста рынка суверенных облигаций.
<b>Нефтяные акции «второго эшелона»</b>	Возможность сыграть на ожидающейся в 2005 г. активизации объединения нефтяных активов.
<b>Металлургические акции «второго эшелона»</b>	НТМК, НЛМК, ВСМПО и Выксунский метзавод имеют хорошие перспективы роста, а их акции дешевле бумаг аналогичных зарубежных компаний.

Примечание: \* исходя из того, что срок инвестиций 3-6 месяцев

### Последние публикации

<b>Доклад Счетной палаты: Много шума из ничего??</b> <i>Крис Уифер, Эрик ДеПои</i>	1 декабря
<b>Балтика за 9М04: Увеличение объема приводит к повышению расчетной цены</b> <i>Александр Свинов</i>	29 ноября
<b>МТС 3Кв04: Хорошие результаты не компенсируют давления на акции</b> <i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	24 ноября
<b>ВымпелКом в 3Кв04: догоняя МТС</b> <i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	19 ноября
<b>Норма EBITDA НорНикеля в 1П04(IAS)- 45%</b> <i>Максим Матвеев, Наталья Шевелёва</i>	22 ноября
<b>Ростелеком: техническая расчетная цена акции - \$3,20</b> <i>Владимир Кравчук</i>	18 ноября
<b>Ослабление бюджетного пресса поддерживает рынок</b> <i>Наталья Орлова</i>	10 ноября

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку .....	3
Фондовый рынок в 2004 г.....	3
Эффект «дела Юкоса» .....	5
Тема: Наследие «дела Юкоса»: премия за риск выросла.....	8
Динамика и оценка акций .....	12
Календарь событий.....	15
Графики.....	16
Экономика и политика.....	18
Компании и новости .....	20
Нефть и газ .....	20
Энергетика .....	26
Телекомы .....	29
Металлургия.....	34
Машиностроение .....	37
Пищевая промышленность и розничная торговля .....	40
Банковский сектор .....	43
Рынок облигаций .....	45
Индекс РТС: устоит ли основная поддержка 564 под натиском «медведей»? .....	49

**Комментарии по рынку**

Кристофер Уифер, (7095) 130-7322

**Фондовый рынок в 2004 г.**

В 2004 г. российский фондовый рынок находился под воздействием ряда важных факторов:

**Негативные факторы:**

- неопределенность, вызванная «делом Юкоса»;
- неуверенность в стратегии экономического роста, вызванная замедлением реформ;
- летний мини-кризис банковского сектора;
- опасность дальнейшего вмешательства государства в дела бизнеса;
- недавнее снижение темпов экономического роста и увеличение оттока капитала;
- отсутствие эффективной денежной политики.

**Позитивные факторы**

- несколько успешных IPO - на отечественном рынке и на мировых фондовых рынках;
- продолжающийся приток стратегических инвестиций;
- упрочение финансового положения страны благодаря высокому уровню цен на сырье;
- повышение агентством Fitch рейтинга суверенного долга РФ до инвестиционного уровня;
- в целом благоприятная инвестиционная обстановка в мире.

**Структурные факторы**

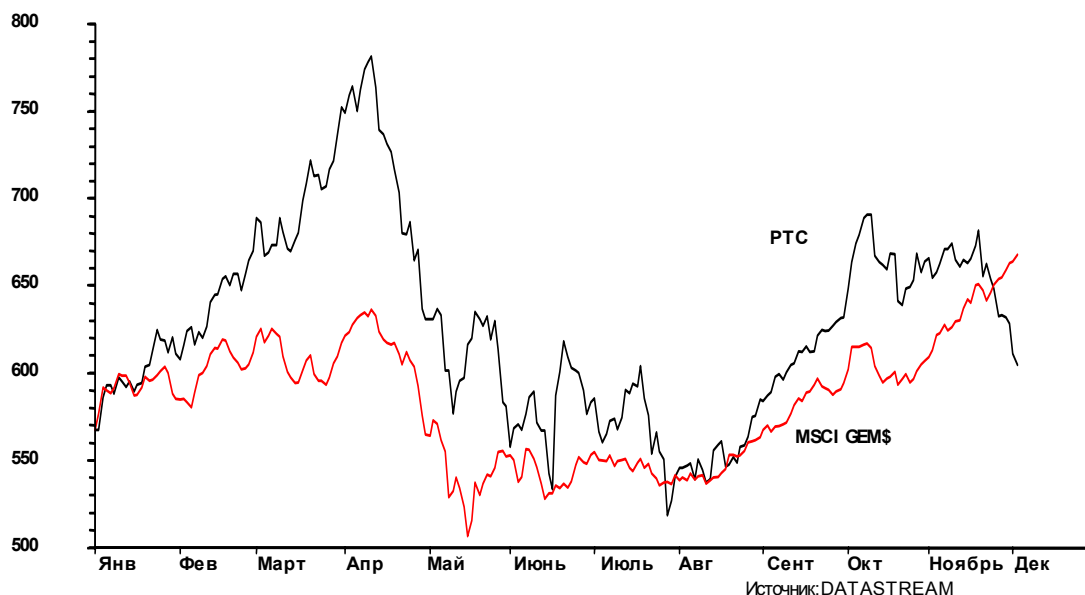
- рост объема ликвидности на руках отечественных инвесторов, большинство из которых имеет краткосрочные интересы;
- низкая активность международных инвесторов, ожидающих завершения «дела Юкоса» и ясного сигнала в отношении дальнейшего хода реформ;
- все еще малое число обращающихся акций, доступных портфельным инвесторам.

**«Дело Юкоса», замедление хода реформ, государственное вмешательство в экономику**

**IPO, прямые иностранные инвестиции, повышение рейтинга российского долга агентством Fitch**

**Высокий уровень ликвидности, малое число акций в обращении**

**Илл. 1. Из-за событий в России индекс РТС стал более волатильным, чем другие развивающиеся рынки акций**



**Волатильность рынка, порождаемая частыми явлениями дисбаланса**

**Впервые с 1999 г. российские активы оказались «хуже» развивающихся рынков**

Из-за малого числа акций в обращении (и преобладающей роли российских трейдеров и инвесторов с краткосрочными интересами) фондовый рынок имеет тенденцию к быстрому образованию пиков и впадин (при нарастании дисбаланса между покупателями и продавцами).

С начала года индекс РТС вырос на 7,7%. Это означает, что в текущем году российский фондовый рынок – в отличие от периода начиная с 1999 г. – не смог превзойти мировые развивающиеся рынки (чьи инструменты номинированы в долларах).

**Илл. 2: РТС и региональные индексы развивающихся рынков мира (с начала года) \***

Компания	1 месяц %	3 месяца %	С начала года %
РТС	-6,6%	2,6%	7,7%
MSCI Russia	-7,3%	0,5%	4,7%
Мировые развивающиеся рынки \$	8,3%	17,9%	17,0%
ЕМЕА \$	8,9%	15,0%	29,0%
Азия \$	7,6%	13,5%	8,2%
Латинская Америка \$	9,2%	20,4%	26,7%
Мир \$	5,6%	10,1%	10,0%
Dow Jones	5,8%	3,2%	1,6%

\* на основе цен закрытия на 1 декабря 2004 г.

Источник: DataStream

*Примечание: таблица основных индексов эффективности развивающихся рынков (в долларах США) приводится ниже на Илл. 7.*

**Снижение курса доллара плюс рост финансовых потоков в страны Восточной Европы привел к буму котировок в зоне ЕМЕА (исключая Россию)**

За последние месяцы в портфелях инвестиционных фондов, ориентированных на зону ЕМЕА (Европа, Ближний Восток и Африка), увеличились доли активов восточноевропейских стран, новых членов ЕС (по мере того, как прояснялась их стратегия экономического роста, основанная на интеграции и конвергенции). При этом важно учитывать, что доходность инвестиционных операций, рассчитанная в долларах, увеличивается из-за дешевого доллара и соответствующего роста цен на активы. Иными словами, у инвестиционных фондов увеличивается доля активов, номинированных в евро, и сокращается доля долларовых активов. Все это негативно сказалось на инвестициях в российские активы, привязанные к доллару (например, в добывающий сектор), что проявилось в виде «эффекта двойного взгляда», в результате чего возросло ощущение рискованности вложений в российские добывающие отрасли.

За последние три месяца регион ЕМЕА (главным образом, новые члены ЕС), значительно опередил Россию (в долларовых ценах): Чехия (+48%), Венгрия (+40%), Польша (+32%).

**Илл. 3: За исключением неудачного 1998 г. российские активы продемонстрировали отличные показатели**

Год	РТС	Мировые развивающиеся рынки
1997	+98%	-13%
1998	-85%	-28%
1999	+197%	+64%
2000	-18%	-32%
2001	+82%	-5%
2002	+38%	-4%
2003	+58%	+52%
2004 (с начала года)	+7,7%	+17,9%

\* на основе цен закрытия на 1 декабря 2004 г.

Источник: DataStream



**Влияние событий в России перевешивает положительный эффект от высоких цен на нефть**

Из-за упомянутых внутривнутриполитических проблем российский фондовый рынок не смог выиграть от высоких мировых цен на нефть и газ в той мере, в какой это сделали другие страны, зависящие от сырьевого экспорта.

**Илл. 4: Фондовые рынки развивающихся стран – экспортеров сырья, с начала года\* (в \$)**

Страна	Прирост с начала года
Венесуэла	52%
Индонезия	47%
Мексика	36%
Южная Африка	35%

\* на основе цен закрытия на 1 декабря 2004 г.  
Источник: DataStream

**С середины 2003 г. «дело Юкоса» 4 раза вызывало обрушение фондового рынка**

### Эффект «дела Юкоса»

В этом году главной причиной неопределенности рыночных настроений было «дело Юкоса и Менатеп». С момента ареста Платона Лебедева в июле 2003 г. на фондовом рынке России произошли три крупных коррекции, за которыми наступала следующая типичная реакция. После того, как плохие новости опускали фондовый рынок за десять торговых дней почти на 30% вниз, котировки нервно – по мере того, как страх наступления еще худших последствий рассеивался – восстанавливались...и через три месяца достигали новых пиков.

**Илл. 5: Воздействие «дела Юкоса» на фондовый рынок России в 2004 г.**

	до 12 апреля	апрель–28 июля	август–8 октября	после 8 октября
PTC	+38%	-34%	+33%	-12,5%
GEM \$	+12%	-16%	+15%	+8,3%

Источник: DataStream

**Однако после каждого обрушения рынка следовало его мощное восстановление**

На графике внизу видно продолжительное восстановление рынка после коллапса цен, вызванного арестом Михаила Ходорковского в конце октября 2003 г. Это восстановление началось в раннем декабре и вытолкнуло индекс РТС почти на 50% - до нового рекордного закрытия в апреле. Затем появилось решение суда о замораживании активов Юкоса, и возникли опасения его банкротства, в результате чего произошла коррекция на 34%, продлившаяся до конца июля. С началом отпусков (в августе) свежих новостей о Юкосе не было, что дало оптимистам надежду на компромисс и на то, что ущерб инвестиционному климату будет ограниченным.

За этим ралли уже с начала октября последовали еще более агрессивные акции со стороны Министерства по налогам и сборам и Генеральной прокуратуры.

**Теперь Юкос стал гораздо меньшей компанией (и чисто математически меньше воздействует на индекс РТС)**

Чисто математически Юкос уже не имеет на фондовом рынке того же «веса», какой он имел в апреле. Тогда рыночная капитализация Юкоса составляла \$41 млрд, а сегодня стоимость его акций равна лишь \$2,8 млрд. Тем не менее, в широком плане общие последствия «дела Юкоса» напрямую влияют на инвестиционную ситуацию и уровень риска в стране, поэтому события вокруг него все еще оказывают непропорционально большое воздействие на настроение инвесторов.

**Сегодня к опасениям за Юкос добавились другие причины для неуверенности инвесторов, что заставляет их занять выжидательную позицию**

В последнее время доверие инвесторов – заведомо хрупкое из-за длительного (в течение года) наступления на Юкос – подрывается событиями на Украине (и теми негативными последствиями, которыми любой исход ее скандальных выборов чреват для инвестиционного климата в России). Это особенно актуально в случае, если авторитет Путина будет подорван более «радикальными» элементами среди Силовиков, или если замедлится интеграция России в мировую экономику.

**Илл. 6: Динамика акций Юкоса и индекса РТС в 2003 и 2004 гг.**



Источник: DATASTREAM

**Илл. 7: Индексы мировых развивающихся рынков\***

	Ноябрь %	После августа * %	С начала года %	За год %	За 2 года** %
<b>РТС</b>	-6,6%	13,1%	7,7%	14%	69%
<b>Russia MSCI</b>	-7,3%	11,7%	4,7%	11%	76%
Аргентина	1,9%	26,3%	19,2%	39%	167%
Бразилия	11,2%	30,8%	21,2%	39%	163%
Чили	6,5%	22,6%	19,9%	26%	119%
Мексика	8,6%	22,9%	36,3%	39%	66%
Венесуэла	-0,5%	23,0%	52,1%	51%	92%
<b>Латинская Америка</b>	<b>9,2%</b>	<b>26,8%</b>	<b>26,7%</b>	<b>37%</b>	<b>112%</b>
Чехия	17,3%	48,0%	66,2%	90%	153%
Венгрия	13,3%	40,0%	79,2%	102%	138%
Израиль	10,5%	4,6%	9,9%	8%	50%
Польша	9,3%	32,0%	42,0%	54%	82%
Russia MSCI	-7,3%	11,7%	4,7%	11%	76%
Южная Африка	13,5%	33,0%	35,6%	34%	99%
Турция	1,2%	19,4%	17,8%	38%	86%
<b>ЕМЕА</b>	<b>8,9%</b>	<b>25,6%</b>	<b>29,0%</b>	<b>32%</b>	<b>92%</b>
Китай	8,2%	15,0%	1,2%	14%	73%
Индия	11,1%	25,5%	7,4%	23%	96%
Индонезия	13,9%	38,0%	47,0%	61%	181%
Южная Корея	8,5%	27,5%	16,2%	18%	35%
Малайзия	4,5%	9,1%	12,9%	12%	44%
Пакистан	7,0%	-1,0%	-0,6%	-1%	60%
Тайвань	4,3%	12,0%	-1,3%	-2%	28%
Таиланд	9,6%	10,7%	-8,4%	19%	113%
<b>Азия</b>	<b>7,6%</b>	<b>19,5%</b>	<b>8,2%</b>	<b>14%</b>	<b>49%</b>
<b>Мировые развивающиеся рынки</b>	<b>8,3%</b>	<b>22,6%</b>	<b>17,0%</b>	<b>23%</b>	<b>70%</b>
<b>Мировой фондовый рынок</b>	<b>5,6%</b>	<b>11,0%</b>	<b>10,0%</b>	<b>15%</b>	<b>37%</b>
<b>Dow Jones Industrials</b>	<b>5,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>1,6%</b>	<b>8%</b>	<b>20%</b>
<b>NASDAQ Comp</b>	<b>8,5%</b>	<b>14,1%</b>	<b>7,5%</b>	<b>9%</b>	<b>45%</b>
<b>Европейский Союз</b>	<b>6,8%</b>	<b>17,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>22%</b>	<b>50%</b>

\* на основе рыночных цен закрытия на 1 декабря

+ в основу всех индексов, кроме РТС, Dow и Nasdaq, положен MSCI (в долларах США)

Источники: DataStream, оценка Альфа-Банка

**Тема: Наследие «дела Юкоса»: премия за риск выросла**

Кристофер Уифер (7 095) 130-7322

*«Так как они сеяли ветер, то и пожнут бурю»  
Осия 8:7*

*По завершении «дела Юкоса» ожидается сильное ралли акций*

Окончание периода неопределенности вокруг Юкоса будет отмечено оживлением конъюнктуры фондового рынка. Это «завершающее» ралли, в ходе которого рынок, возможно, поставит рекорды 2005 г. (поскольку отечественная торговая ликвидность ищет пути самого эффективного применения), не означает, что риск по Юкоосу был преувеличен. Наоборот, дело Юкоса/Менатела принесло реальный ущерб, который выразится в значительном повышении премий за риск по акциям российских компаний – как портфельными, так и стратегическими инвесторами. В конечном счете, это может замедлить приток инвестиций и темп роста котировок акций.

**Риск будущего вмешательства государства**

*Правительство занято не защитой фондового рынка, а внутриполитическими и экономическими приоритетами*

Дело Юкоса подтвердило, что правительство гораздо более заинтересовано в достижении собственных политических целей и в навязывании своего плана действий в экономике (призванного обеспечить высокий и устойчивый рост ВВП), чем в защите интересов участников фондового рынка или частных предпринимателей. Этот «сигнал» приведет к тому, что неуверенность рынка и ощущение инвестиционного риска перейдут с отдельно взятого «дела Юкоса» на более серьезную тему: опасение вмешательства государства в дела нефтяной отрасли и экономики в целом, в связи с решимостью властей достичь главных политических целей.

*Государство может вмешаться вновь, но последствия будут уже не столь драматичны*

Это будет иметь важные последствия, с точки зрения того, каким станет фондовый рынок, а также для устойчивости курсов российских акций.

Как известно, фондовый рынок тяжело переносит чувство неуверенности. Главный «фактор неуверенности», имевший место в последний год, близок к исчерпанию и, вероятно, в последние недели текущего года и в 2005 г. мы увидим значительное ралли. Это ралли многими будет встречено со вздохом облегчения – как доказательство того, что риск по Юкоосу был воображаемым (т.е. внушен наивным людям). Впрочем, инвесторы с долгосрочными интересами в России справедливо отметят, что неопределенность вокруг Юкоса уступила место более общей неопределенности. Последняя связана с тем, что правительство доказало свою готовность вмешиваться в дела отраслей, представляющихся ему стратегически важными, если это вмешательство позволит достичь государственных целей. Оно может повториться, хотя не вызовет уже столь драматичных откликов – хотя бы потому, что крупнейшая компания страны и ее богатейший предприниматель уже поставлены на колени.

*Тем не менее, итогом «дела Юкоса» станет повышение уровня инвестиционного риска*

Эти опасения будут иметь значительные последствия для структуры портфельных инвестиций в российские активы и для ценообразования по ним (в сравнении с сопоставимыми отраслями на других развивающихся рынках). В то время как фондовый рынок почти наверняка поставит в 2005 г. новые рекорды (если экономические условия в мире останутся без изменений), долгосрочными последствиями «дела Юкоса» станет замедление роста рынка (на котором вместо часто меняющихся условий, характерных для инвестиционного климата России в период с середины



1990-х гг., установится стабильность, необходимо связанная с устойчивым ростом экономики).

**Особенно это касается российских стратегических отраслей**

Стратегические инвесторы в российскую экономику, многих из которых страна привлекает доступностью своего сырья, демографическим и географическим положением, должны будут учитывать эти факторы, закладывая в свои решения оценку инвестиционного риска. Если верна максима: «всякая вещь имеет свою цену», то этот риск будут действовать как ограничитель цены инвестиций в Россию. Это справедливо особенно для отраслей, представляющих правительство, с учетом его модели промышленного роста, стратегически важными (и в дела которых оно поэтому более склонно вмешиваться).

**Политическая стабильность и экономическая предсказуемость – это все еще прочные основы равновесия**

### **К политическим и экономическим соображениям добавляется фактор «относительности» рисков**

Два краеугольных камня инвестиций в развивающуюся экономику – политическая стабильность и экономическая предсказуемость. Хотя сегодня оба эти условия в России присутствуют и в ближайшем будущем сохранятся, действия правительства против Юкоса сделали эти предпосылки «относительными». Это касается и риска, связанного с тем, что правительство, располагающее полным политическим контролем, нацелено на выполнение задач экономического роста не путем поощрения свободы предпринимательства, а путем не всегда эффективных государственных мер.

**«Дело Юкоса» - это «единовременная акция», но будет ли она последней?**

Нам могут возразить, что дело Юкоса/Менатеп имело явную политическую составляющую и было частью окончательного перехода от экономического и политического хаоса «эпохи Ельцина» к долгожданному периоду диверсифицированного и упорядоченного роста экономики. Проблема – в том, что правительство, ради конкретных целей готовое предпринять «одноразовые» акции, может прибегнуть к их повторению, если того потребуют «очередные задачи» нынешней власти.

**Действия бюрократии вызвали смятение и неопределенность на рынке**

### **К инвестиционному риску прибавляется фактор бюрократической неразберихи**

Даже инвесторам, полагающим, что «дело Юкоса» есть одноразовая акция, трудно верить в реальность достижения намеченных правительством политических целей (притом, что чиновники государственных учреждений, по-видимому, следовали здесь своим собственным, независимым курсом). Можно и более тревожно истолковать события уходящего года: хотя Кабинет хорошо ставит политические задачи, у него нет инфраструктуры и механизмов выполнения этих задач. Отсюда – неразбериха, вызванная действиями бюрократии.

**Недавнее падение темпов - пример того, как вмешательство государства может замедлить рост экономики**

Наглядным примером может служить недавнее замедление роста российской экономики, несмотря на сохраняющийся высокий уровень доходов от экспорта углеводородов. Причина проста – сочетание противоречивой монетарной политики (правительство знает, чего хочет, но пока не может выработать нужной ему стратегии) и избыточных мер по стерилизации доходов экспорта. Частью правительственной стратегии роста стало «изъятие» у добывающих отраслей существенной части денежных потоков (зачем же утруждать себя пересмотром сделок приватизации, когда государство пользуется благами владения активами путем ужесточения норм регулирования и повышения налогов?) и

направление этих средств (с помощью бюджетных механизмов) на нужды роста экономики в широком смысле.

Проблема - в том, что если государство изымает из отрасли большой процент наличных средств, то деньги становятся частью национальных накоплений, а не инвестируются в другие сферы экономики – по причине отсутствия прогресса экономических, административных и структурных реформ. Вот почему Россия может оказаться между двух огней. С одной стороны, ей грозит сокращение инвестиций в частный сектор (у него государство изымает накопленные средства), а с другой – «жесткие приоритеты» правительственной политики экономического роста.

**«Пассивность»  
государства в сфере  
инвестиций - также  
разрушительна**

Тот факт, что «государственная машина» подменяет собой частную инициативу, является такой же серьезной причиной неуверенности инвесторов, как и деструктивные меры, предпринятые против частных компаний (таких как Юкос).

**Очевидные цели  
правительства**

### Цели «дела Юкоса»

Чем бы ни объяснялись меры, предпринятые в уходящем году против Юкоса и группы Менатеп, несомненно то, что государство – ради достижения своих конкретных целей – умышленно добивалось разрушения компании.

Эти цели включали:

1. Создание (в глазах делового сообщества) примера того, чем чревато неподчинение нормам ведения бизнеса, которые в 2000 г. установил Путин. Вот они:
  - a. Платите налоги;
  - b. Не лезьте в политику; и
  - c. Соблюдайте законы.
2. Демонстрация электорату того факта, что нынешняя администрация – не атрибут Большого бизнеса, и что даже крупнейшие компании и богатейшие лица страны не могут влиять на правительство. Это – часть народного мандата Путину.
3. «Завершение» эпохи олигархов.
4. Утверждение полного государственного приоритета в разработке энергетической стратегии.
5. Восстановление государственной собственности на значительную часть важнейшей отрасли экономики.

**Все задачи будут  
выполнены**

Все эти цели будут достигнуты, и если Путин инициировал «дело Юкоса» под предлогом проведения «законного расследования», то самые последние налоговые претензии и условия аукционов не оставляют сомнений в истинных намерениях властей. Видимо, Путин полагает, что баланс рисков (т.е. ущерба его личному реноме на мировой арене и инвестиционному климату России) уже сдвинулся в пользу быстрого (в пределах 2004 г.) завершения «дела Юкоса».

Причины, по которым Путин, видимо, отказался от прежней, осторожной позиции в пользу быстрого разрешения кризиса, могут включать следующее:

**Дело слишком  
затянулось**

1. Бюрократы, зашедшие в этом деле слишком далеко, не сумеют завершить его удовлетворительным образом. Поэтому лучше для Путина закончить это дело сейчас – и снять с себя лишний груз.

**«Дело Юкоса» нельзя тянуть за собой в 2005 г.**

**Сегодня политические позиции российской власти (для закрытия дела Юкоса) сильнее, чем год назад**

**Маловероятно, чтобы США были слишком критичны к России**

**Новогодние праздники – удобный момент, чтобы «похоронить» плохие новости**

2. 2005 г. – очень важный год для путинской стратегии роста. Необходимо завершить переговоры о вступлении России в ВТО и создать (при участии Газпрома и государства) ряд крупных СП с транснациональными энергетическими компаниями (или с государственными компаниями других стран) в целях развития российского энергетического сектора, главного «мотора» устойчивого роста экономики по плану Путина. Дальнейшее вредное воздействие «дела Юкоса» становится неприемлемым, и есть опасение, что в 2005 г. оно «отзовется» более серьезными последствиями (и в более опасный момент).
3. Важное место России как одного из ведущих (сейчас и в будущем) энергетических партнеров США, ЕС, Японии и Китая прочно как никогда. Кроме того, Россия играет в глобальной политике «выигрышную роль», поддерживая отношения со всеми частями политически разделенного мирового сообщества. Если не считать пары жестко сформулированных посланий, то «ликвидация» Юкоса, вероятно, не вызовет серьезной или продолжительной критики.
4. Дж. Буш – вновь президент США, а Конгресс США – под контролем республиканцев. Вероятно, администрация Керри была бы более критична к устранению Юкоса, и, возможно, пошла бы на ответные меры (например, в плане членства России в G8 и ВТО). При администрации Буша это едва ли случится, особенно когда ведущие американские НК стремятся создать СП с Газпромом (а также по разработке потенциальных нефтяных запасов в Восточной Сибири).
5. Начало сезона рождественских и новогодних праздников (24 декабря - 14 января) – традиционно удобный период для принятия непопулярных мер, так как их всегда можно «списать» в разряд «прошлогодных новостей». Разумеется, в глазах российской публики и местных трейдеров фондового рынка эти меры «непопулярными» не будут. Напротив, для них это – хорошая новость.



## Динамика и оценка акций

Илл. 8. Динамика АДР, с начала месяца, на 30 ноября 2004г.

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	37.5	1.4	44.8	39.7	23.1
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31.0	125.0	1.6	34.0	133.5	78.0
Сибнефть	1	10 в 1	4.0	28.1	-24.1	-0.5	38.5	23.0
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19.0	37.6	-4.9	26.9	42.0	26.9
Татнефть	2	20 в 1	25.0	30.2	-12.0	32.3	37.3	20.2
Юкос	1	4 в 1	20.0	4.0	-72.9	-90.9	62.1	3.8
<b>Энергетика</b>								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	10.5	-10.3	90.9	12.3	5.5
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6.2	47.9	9.1	-5.3	66.5	42.5
Мосэнерго	1	100 в 1	20.0	13.8	-9.8	111.5	25.3	6.3
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22.0	27.4	-12.8	1.4	35.5	22.8
<b>Телекоммуникации</b>								
Голден Телеком	3	1 в 1	14.0	30.3	4.5	8.8	37.5	22.5
МТС	3	20 в 1	22.0	138.7	-5.9	67.5	155.9	74.1
ВымпелКом	3	1 в 4	40.0	38.9	2.3	58.9	42.9	20.8
МГТС	1	1 в 1	Н/Д	12.0	-18.2	12.5	13.0	6.0
Волга Телеком	1	2 в 1	8.5	5.8	-12.9	10.0	6.1	3.5
Ростелеком	2	6 в 1	19.7	12.8	-9.8	2.3	15.9	10.5
Южтелеком	1	1 в 2	Н/Д	3.8	-1.7	-28.8	5.3	2.5
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	7.2	-16.2	-9.2	7.7	4.6
<b>Прочие сектора</b>								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17.0	57.9	-6.0	-13.9	84.0	43.0
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	16.6	3.8	-11.7	-58.0	8.4	2.6
ГУМ	1	2 в 1	32.2	3.0	3.2	-21.9	3.3	1.8
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32.0	14.2	-3.2	66.4	13.4	5.0
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25.0	13.8	-5.6	-18.9	20.5	12.5

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка

**Илл. 9. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 30 ноября 2004г.**

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV MCap		P/E		EVEBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.	2003П	2004П	2003П	2004П	2003П	2004П			
		%	%	\$	\$ млн.	\$ млн.	\$ млн.							
<b>Нефть и Газ</b>														
Газпром	2.897	5	112	2.954	1.249	114.168,581	13.2	9.3	7.6	5.7	4,45	54	ПОКУПАТЬ	
ЛУКОЙЛ	31.2	0	28	33.15	21.4	3.225,633	6.9	6.5	6.8	4.6	36,2	16	ПОКУПАТЬ	
Сибнефть	2.74	-26	-2	3.78	2.33	0.612,991	5.7	5.3	6.1	4.5	3,12	14	ДЕРЖАТЬ	
Сургутнефтегаз	0.757	-4	23	0.824	0.541	1.131,435	15.3	12.2	5.1	3.8	0,77	2	ДЕРЖАТЬ	
Татнефть	1.5	-12	31	1.860	1.015	0.3 3,386	6.4	4.0	4.6	3.0	1,62	8	ДЕРЖАТЬ	
Юкос	1	-76	-91	15.34	1	0.7 2,237	0.5	0.4	3.8	2.8	приостан	приостан	приостановлен	
Petrobras	37.1	-1	21	37.8	24.0	10.239,234	6.2	6.0	3.9	3.5				
PetroChina	0.6	7	-2	0.6	0.4	41.798,982	11.6	8.5	6.0	4.6				
Sinorec	0.4	11	-6	0.5	0.3	25.745,512	14.0	8.7	7.4	5.6				
<b>Среднее</b>							<b>10.1</b>	<b>7.7</b>	<b>5.8</b>	<b>4.6</b>				
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0.208	-4	77	0.245	0.117	0.1 989	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено	
Ленэнерго	0.775	28	8	0.920	0.595	0.0 594	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено	
Мосэнерго	0.146	-2	113	0.245	0.066	0.1 4,127	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено	
РАО ЕЭС	0.274	-13	-6	0.354	0.229	4.7 11,246	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено	
<b>Телекомы</b>														
МГТС	12.0	-8	-8	15.0	11.1	0.0 1,110	16.5	16.1	5.9	5.3	13,7	14	ДЕРЖАТЬ	
TeleSP	13.1	-4	5	16.6	10.5	3.5 7,405	15.7	10.7	4.6	4.1				
Tele Norte Leste	12.8	2	4	14.6	9.2	3.6 5,065	ng	ng	6.5	5.9				
<b>Среднее</b>							<b>16.1</b>	<b>13.4</b>	<b>5.5</b>	<b>5.0</b>				
Ростелеком	2.165	-6	3	2.640	1.795	0.8 1,935	51.8	21.5	5.4	4.6	2,29	6	ДЕРЖАТЬ	
Indosat	0.52	13	58	0.53	0.23	4.8 2,742	20.8	15.6	6.5	5.1				
Embratel	5.29	1	7	5.76	2.60	1.9 1,033	Н/Д	Н/Д	3.6	3.3				
<b>Среднее</b>							<b>36.3</b>	<b>18.5</b>	<b>5.1</b>	<b>4.2</b>				
ВымпелКом	38.9	2	59	42.9	20.8	36.1 7,988	34.1	17.6	14.8	8.1	51,0	31.0	ПОКУПАТЬ	
МТС	138.7	-6	68	155.9	74.1	43.0 13,825	26.7	14.1	11.7	7.0	172,0	24	ПОКУПАТЬ	
Stet Hellas	16.250	2	26	24.260	10.75	0.5 1,366	13.0	10.5	5.0	4.3				
					0									
Mobinil	29.6	3	53	31.9	16.2	0.0 2,926	26.4	26.6	12.9	11.1				
<b>Среднее</b>							<b>26.4</b>	<b>18.6</b>	<b>8.9</b>	<b>11.1</b>				
Голден Телеком	30.3	5	9	37.5	22.5	2.9 1,099	19.8	12.0	9.2	6.0	37,0	22	ПОКУПАТЬ	
Netia	1.4	-2	4	1.6	1.2	1.1 441	ng	191.5	8.2	7.2				
<b>Металлургия</b>														
Норильский Никель	59.0	-5	-14	81.1	45.9	1.5 12,620	14.7	7.8	6.2	4.3	84,0	42	ПОКУПАТЬ	
Amplats	36.5	0	-27	64.8	35.0	1205.9 7,938	21.8	15.4	11.0	8.9				
Inco	37.5	2	-14	45.5	32.6	30.3 7,036	63.5	10.3	16.4	5.0				
Implats	86.5	1	-13	110.4	71.7	2788.3 5,761	9.8	11.3	6.8	7.8				
<b>Среднее</b>							<b>31.7</b>	<b>12.3</b>	<b>13.7</b>	<b>7.0</b>				
Северсталь	188.5	-3	54	207.5	116.5	0.2 4,161	7.0	3.5	4.1	2.2	260,0	38	ПОКУПАТЬ	
China Steel	1.1	0	31	1.2	0.8	51.2 10,932	9.4	7.2	5.9	5.7				
POSCO	186.4	0	20	188.8	122.4	44.3 16,253	8.0	5.1	3.9	5.6				
<b>Среднее</b>							<b>8.7</b>	<b>6.1</b>	<b>4.9</b>	<b>5.6</b>				
<b>Продукты</b>														
Балтика	16.8	5	48	16.8	11.3	0.0 1,968	16.0	13.6	9.0	7.9	18,4	10	ДЕРЖАТЬ	
Сан Интербрю	10.7	-3.2	66	13.4	5.0	0.0 296	12.3	8.4	4.3	3.0	9,4	-12	ДЕРЖАТЬ	
Вимм-Билль-Данн	13.8	-6	-19	20.5	12.5	2.7 606.8	17.0	28.8	9.2	9.9	16,7	21.1	ДЕРЖАТЬ	
Turk Tuborg	2.6	-1	9	2.8	2.3	1.4 8,531	17.0	15.2	6.5	5.9				
Grupo Modelo-C	1.4	-3	21	1.4	1.1	0.2 409	17.0	15.2	6.5	5.9				
<b>Среднее</b>							<b>17.0</b>	<b>15.2</b>	<b>6.5</b>	<b>5.9</b>				
<b>Машиностроение</b>														
ОМЗ	3.9	-6	-58	10.5	3.9	0.0 137	6.0	Н/Д	5.1	5.0	5,3	37	ПОКУПАТЬ	
Hyundai Heavy	29.9	4	-17	39.0	20.9	15.0 2,270	neg.	neg.	3.6	3.5				
Atlas Copco	40.6	0	10	41.9	34.0	67.6 10,708	18.9	19.9	9.0	8.6				
<b>Среднее</b>							<b>12.4</b>	<b>19.9</b>	<b>6.3</b>	<b>6.0</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 30 ноября 2004г**

Тикер	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV МСар		P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.	2003П	2004П	2003П	2004П	2003П	2004П			
Компания	\$	%	%	\$	\$	'000 млн.	\$					\$	%	
<b>Нефть и Газ</b>														
Мегионнефтегаз	21.75	0	68	21.75	12	1.0	2,527	103.6	7.0	12.7	4.6	25.6	18	ПОКУПАТЬ
Башнефть	5.1	-3	48	5.4	3.34	24.2	951	4.5	3.2	3.5	1.9	6.53	28	ПОКУПАТЬ
РИТЕК	3.95	-9	108	4.56	1.865	41.5	395	9.6	4.1	7.8	3.9	4.00	0	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>														
Башкирэнерго	0.337	-2	21	0.398	0.273	15.5	351	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Красноярскэнерго	0.620	0	29	0.660	0.400	0.0	370	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Кубаньэнерго	7.30	0	85	7.35	3.85	0.0	130	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Кузбассэнерго	0.65	0	21	0.700	0.500	1.5	394	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Новосибирскэнерго	15	0	50	15	10	0.0	203	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Пермэнерго	5.35	2	39	5.35	3.85	2.2	194	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Ростовэнерго	0.050	-5	43	0.062	0.029	34.8	156	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Самарэнерго	0.119	0	68	0.127	0.065	0.0	417	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Свердловэнерго	0.42	0	-16	0.5	0.34	0.0	220	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Челябэнерго	0.039	-3	33	0.042	0.028	0.7	181	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
<b>Телекомы</b>														
Дальсвязь	1.135	-5	-8	1.37	0.89	37.8	143	22.5	4.7	8.8	7.5	1.16	2	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	3.05	-8	13	3.45	2.36	56.0	928	17.1	11.0	6.6	5.4	3.59	18	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0.538	-6	26	0.68	0.39	36.2	566	47.3	24.6	7.1	5.9	0.61	13	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0.05	-14	51	0.06	0.03	155.0	803	14.1	13.4	6.9	5.4	0.07	22	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0.037	-11	-4	0.046	0.029	317.7	1,205	37.6	23.8	8.7	6.8	0.046	23	ПОКУПАТЬ
ЦентрТелеком	0.301	-11	-14	0.447	0.258	130.4	588	123.0	185.1	6.5	5.5	0.33	10	ДЕРЖАТЬ
ЮжТелеком	0.076	-3	-22	0.121	0.07	37.0	282	62.7	-26.7	9.0	7.5	0.051	-33	ПРОДАВАТЬ
<b>Другие сектора</b>														
АвтоВАЗ	26.6	-4	-3	31.5	21.5	6.9	853	7.5	9.9	3.0	2.5	30.0	13	ДЕРЖАТЬ
Выксунский МЗ	190	0	-22	247	153	1.8	358	0.2	0.2	0.6	0.5	240	10	ПОКУПАТЬ
НТМК	1.01	15	74	1.04	0.58	64.0	1,323	20.2	3.7	7.1	2.4	1.1	9	ДЕРЖАТЬ
Мечел	225	-7	146	249	91.5	86.7	711	27.1	6.4	14.9	4.6	250	11	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	485	5	80	525	256	711.6	9,489	н/д	н/д	н/д	н/д	520	7	ДЕРЖАТЬ
Челябинский трубный з-д	0.3	2	-12	0.4	0.205	11.0	142	18.4	10.8	5.4	4.4	0.33	10	ДЕРЖАТЬ
Иркут	0.625	10	-11	0.865	0.46	31.2	549	302.7	8.5	11.6	6.8	0.8	28	ПОКУПАТЬ
Калина	18.5	-2	-9	20.45	16.25	13.1	155	11.0	8.0	7.9	5.5	26.5	43	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

**Илл. 11. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 30 ноября 2004г.**

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	Дисконт	Дивиденды	Дивиденд.	Расчетная	Потенциал	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.							
	\$	%	%	\$	\$	прив. к об.		2003	доход	цена	роста	
						%		\$	%			
<b>Нефть и Газ</b>												
Транснефть прив.	836	-12	37	1025.000	591.500	669.4	0	36.2	0	700	-16	ПРОДАВАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0.570	8	45	0.585	0.344	227.8	25	0.0054	0	0.49	-14	ПРОДАВАТЬ
Татнефть прив.	0.800	-1	35	0.885	0.545	4.3	47	0.0335	0	0.97	21	ПОКУПАТЬ
<b>Энергетика</b>												
РАО ЕЭС прив.	0.242	-11	-8	0.339	0.210	61.9	12	0.0050	н/д	н/д	н/д	запрещено
<b>Телекоммуникации</b>												
Ростелеком прив.	1.470	-11	3	1.790	1.250	28.0	32	0.0000	0	1.50	0	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



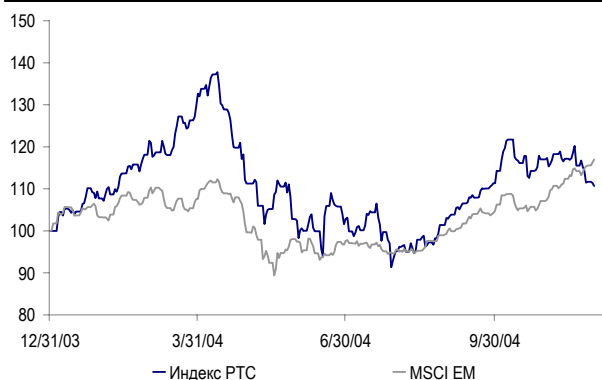
## Календарь событий

Илл. 12. Календарь корпоративных событий

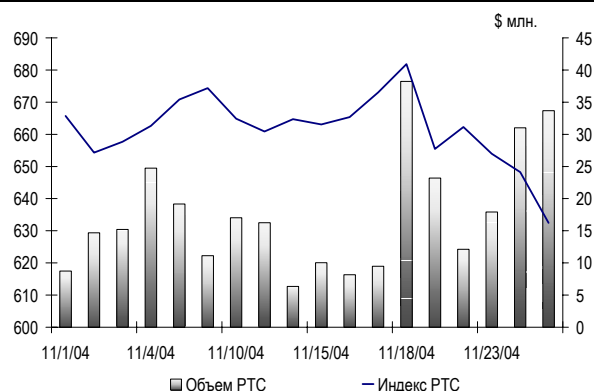
Дата	Компания / Сектор	Событие
9 декабря	Нефть и газ	Заседание правительства по реформе газовой отрасли
10 декабря	Нефть и газ	Встреча министров нефти стран ОПЕК в Каире
15 декабря	Славнефть	Голосование по выплате промежуточных дивидендов на внеочередном собрании акционеров
19 декабря	Юкос	Аукцион по продаже 77%-ного пакета акций Юганскнефтегаза
20 декабря	Юкос	Внеочередное собрание акционеров по вопросам антикризисного плана или банкротства
22 декабря	ММК	Аукцион по продаже 24%-ного пакета обыкновенных акций ММК
24 декабря	ОМЗ	Внеочередное собрание акционеров по внесению поправок в Устав и назначению нового аудитора
27 декабря	Сибнефть	Очередное общее собрание акционеров
В течение месяца	Татнефть	Публикация отчета за 2003 г. по US GAAP

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

## Графики

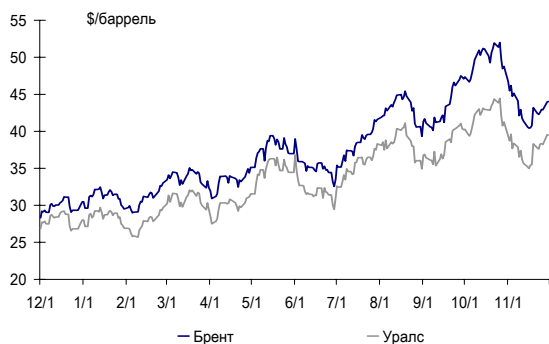
**Илл. 13. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года**


Источники: РТС, Рейтер

**Илл. 14. Динамика РТС, с начала месяца**


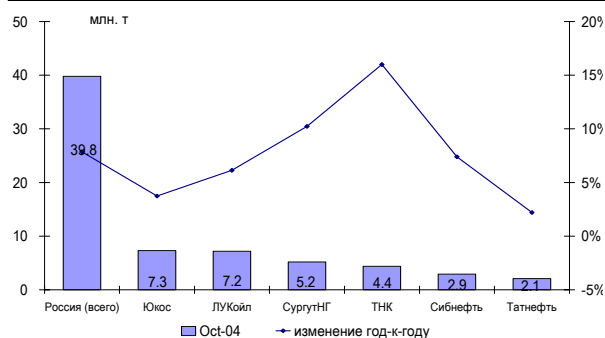
Источник: РТС

- С середины 2003 г. коэффициент Beta индекса РТС относительно GEM резко вырос.
- Объем торгов на рынке акций достигает пиковых отметок.

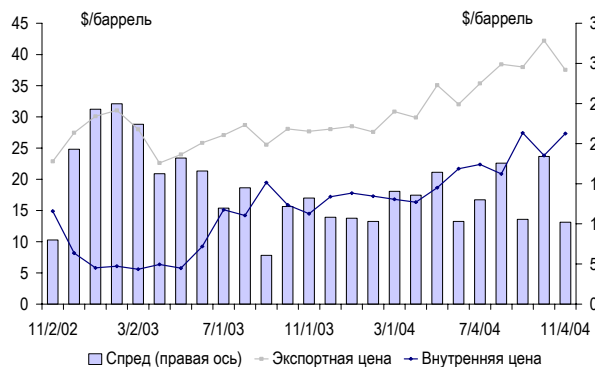
**Илл. 15. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.**


Источник: Блумберг

- Спреды между котировками Brent и Urals постепенно сужаются.
- В октябре темпы роста производства продолжали замедляться.

**Илл. 16. Добыча нефти компаниями, октябрь 2004 г.**


Источник: Министерство энергетики

**Илл. 17. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2004 гг.**


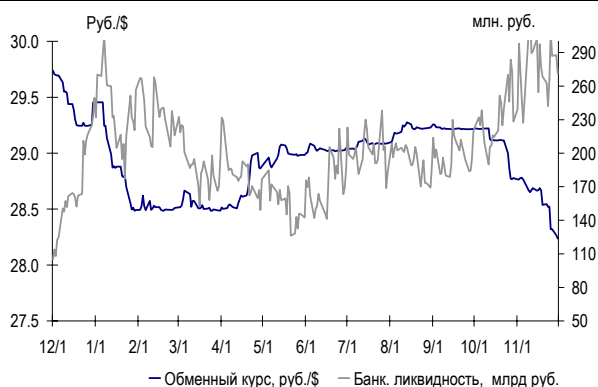
Источник: Министерство энергетики

**Илл. 18. Цены на медь и никель, последние 12 мес.**

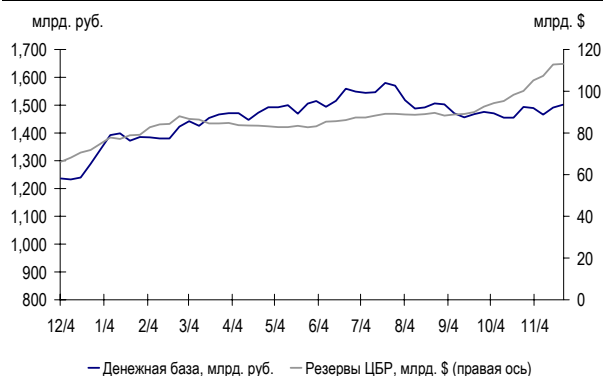

Источник: Блумберг

- Внутренние цены на нефть скорректировались вверх, что привело к сокращению спреда относительно Urals до \$10/баррель.
- Цена меди в течение месяца выросла на 7% и почти достигла пиковой отметки этого года, зафиксированной в октябре (\$3300/т), никель торговался на уровне \$14000/т.



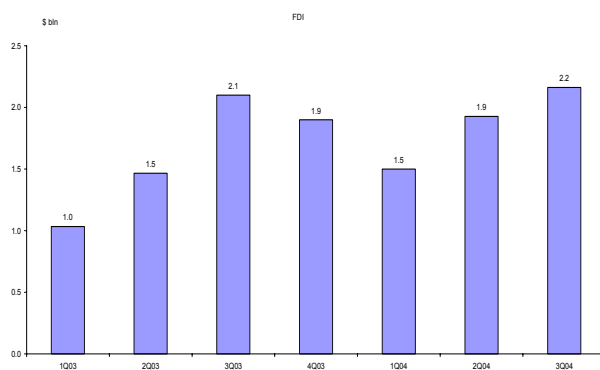
**Илл. 19. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев**


Источник: ЦБР

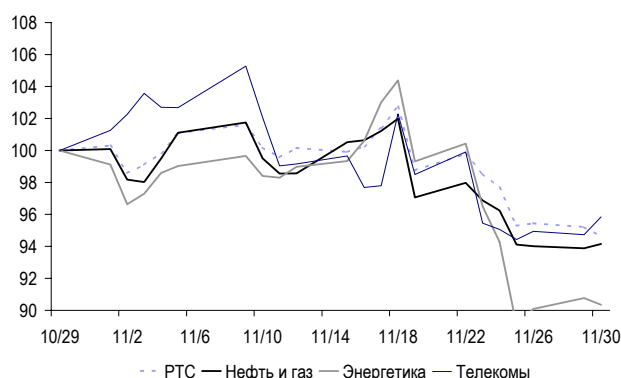
**Илл. 20. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев**


Источник: ЦБР

- В ноябре евро сильно вырос относительно доллара, что привело к аналогичной динамике курса рубля к доллару. ЦБ пытался поддержать доллар, и это привело к быстрому росту остатков на его корсчетах.
- Золотовалютные резервы ЦБ достигли рекордных высот из-за быстрого укрепления рубля.

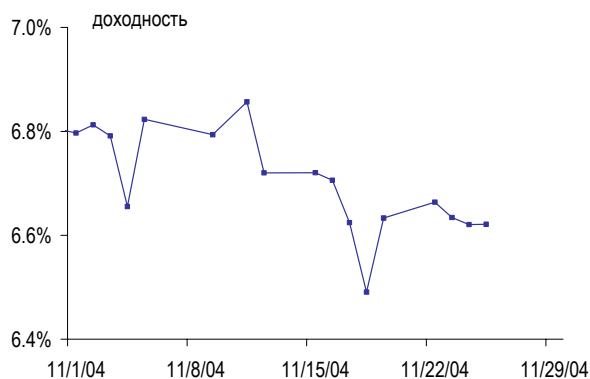
**Илл. 21. Промышленное производство, 2003-9М04**


Источник: ФСГС

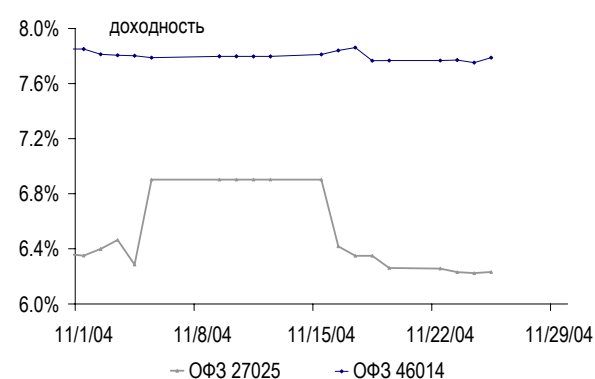
**Илл. 22. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца**


Источники: оценки Альфа-Банка

- Продолжают расти прямые иностранные инвестиции - в 3Кв04 \$2,2 млрд (+\$300 млн кв-к-кв).
- В ноябре акции ТЭКа и энергокомпаний были «хуже рынка», телекомы – «лучше рынка».

**Илл. 23. Динамика Евро-30, с начала месяца**


Источник: Рейтер

**Илл. 24. Динамика ОФЗ 27025-46014, с начала месяца**


Источник: Рейтер

- Цены российских суверенных облигаций росли вслед за казначейскими обязательствами США.
- Рублевые гособлигации, поддерживаемые Минфином, не реагировали на высокую рублевую ликвидность и укрепление рубля

**Экономика и политика**

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

**Главная задача правительства — уже не ограничение темпов инфляции, а ускорение роста ВВП**

Макроэкономические показатели за октябрь лишний раз доказывают, что в 2005 г. правительству придется обеспечивать «план» не по двум (валютный курс и темп инфляции), а по трем индикаторам (+ темп роста ВВП). По значимости этих показателей инфляция находится на последнем месте. Представители правительства признают, что в этом году удержать инфляцию в заданных рамках не удастся (наш прогноз 11,5%). Судя по всему, не удастся ему сделать это и в 2005 г. При этом важную роль сыграет динамика бюджетных показателей: рост реального курса рубля на 4% снизил доходную часть бюджета на \$2,5 млрд, а расходную – соответственно на \$400 млн. Однако если рост номинального курса рубля оборачивается для бюджета чистым убытком, превышение заданных темпов инфляции, наоборот, обеспечивает некоторый доход из-за госмонополии на денежную эмиссию. Мы полагаем, что правительство будет и впредь стараться ограничить темпы роста номинального курса рубля и прогнозируем в 2005 г. инфляцию на уровне 13%.

**В декабре внимание будет сосредоточено на динамике курса рубля к доллару**

В декабре в центре внимания экономистов будет ситуация на валютном рынке. Наблюдаемое в последнее время укрепление евро относительно доллара вынуждает ЦБ смириться с ростом курса рубля к доллару, причем данная тенденция, возможно, сохранится. Вместе с тем укрепление рубля может в скором времени стать фактором, тормозящим рост ВВП. Поэтому мы считаем, что ЦБ будет продолжать накапливать резервы с тем, чтобы предотвратить дальнейшее укрепление курса национальной валюты и не снизить конкурентоспособность российской продукции на мировом рынке.

**Илл. 25. Основные события**

Дата	Событие
1 ноября	<b>Внешторгбанк ведет переговоры о продаже 10% своих акций.</b> В течение последних двух лет ВТБ вел переговоры на ту же тему с ЕБРР, но сделка не состоялась, т.к. правительство запросило за пакет \$300 млн. По сообщению ВТБ, переговоры могут быть завершены до конца текущего года
3 ноября	<b>Согласно новой концепции банковского сектора, разработанной ЦБР и Антимонопольной службой, государство не сможет владеть более 25% в государственных банках к 2007 г.</b> К 2012 г. государственные банки должны быть полностью приватизированы. Растущая доля рынка Сбербанка и ВТБ после недавнего банковского кризиса делает их приватизацию более привлекательной с точки зрения доходов бюджет.
4 ноября	<b>Ведомства РФ определили стратегию использования стабилизационного фонда. Минфин предложил увеличить базовую цену российской нефти сорта Urals, при превышении которой доходы государства от нефти направляются в стабфонд, на \$1 до \$21/баррель.</b> Данная норма будет введена в действие с 2006 г. Размер Стабилизационного фонда превысит 500 млрд. руб. до конца 2004 г. По состоянию на 1 ноября размер стабфонда составил 404 млрд. руб., увеличившись за месяц на 55 млрд. руб. В следующем году дополнительные доходы планируется направить на погашение госдолга (в том числе досрочное). В 2005 г на погашение внешнего долга и замещение внешних займов из стабфонда будет потрачено 167 млрд. руб. Также 74,7 млрд. руб. будут направлены на единовременное покрытие дефицита Пенсионного фонда, образующегося из-за снижения ставки единого социального налога.
4 ноября	<b>На ММВБ 4 ноября зафиксирован рекордно высокий объем валюты за всю историю торгов – \$4,76 млрд.</b> Из общего оборота на долю торгов по доллару расчетами "завтра" приходится \$3,8 млрд, остальная сумма – результат торгов по доллару расчетами "сегодня", а также сделки своп и торги евро за рубли. Предыдущий рекорд был зафиксирован на уровне \$3,7 млрд.
5 ноября	<b>По итогам января-октября 2003 г темп роста потребительских цен составлял 9,7%, что привело к 12%-ному итоговому показателю.</b> В оставшиеся 2 месяца 2004 г нет причин ожидать замедления темпов роста потребительских цен в связи с традиционным для этого периода увеличением непроцентных расходов бюджета. Таким образом, исходя из уже достигнутого уровня ценового роста, мы ожидаем размера инфляции по итогам года на уровне 11,5%.
18 ноября	<b>Рейтинговое агентство Fitch Ratings повысило долгосрочный суверенный рейтинг РФ в иностранной и национальной валютах с уровня «BB+» до «BBB-».</b> Также были повышены: рейтинг «странового потолка» с «BB+» до «BBB-» и рейтинг облигаций Минфина (5 и 8 транши ОВГВЗ) с уровня «BB» до «BB+». Прогноз «стабильный».
23 ноября	<b>Fitch повысило рейтинг Москвы по долгосрочным заимствованиям до инвестиционного уровня BBB-.</b> Прогноз рейтингов стабильный. Рейтинг еврооблигаций Москвы также повышен до уровня BBB-. Повышение рейтингов последовало за повышением суверенного рейтинга России до инвестиционного уровня 18 ноября.
24 ноября	<b>Moody's повысило рейтинги эмитента восьми регионам РФ, в том числе Москве и Санкт-Петербургу – до инвестиционного уровня.</b> Причиной для повышения рейтингов названо «улучшение макроэкономической ситуации и снижение рисков системных потрясений в стране». После повышения рейтинг Москвы в местной и иностранной валюте, а также рейтинг ее еврооблигаций установлен на уровне Baa3, прогноз позитивный. Аналогичный уровень рейтинга присвоен Санкт-Петербургу (Baa3, прогноз позитивный). Рейтинг Самарской области в иностранной валюте повышен на одну ступень до уровня Ba2, прогноз стабильный. Рейтинг Пермской области, республик Башкортостан и Татарстан в местной и иностранной валюте повышен на две ступени – до уровня Ba1, прогноз стабильный. Рейтинг КОМИ был повышен на одну ступень – до Ba3, прогноз стабильный.

Источники: оценки Альфа-Банка

## Компании и новости

**Нефть и газ**

Метью Томас (44 20) 7382-4184

Анна Бутенко (7 095) 795-3745

**Цена акций Юкоса устремилась к нулевой отметке**

Похоже, что «дело Юкоса» стремительно приближается к завершению, и к сожалению финал скорее всего будет горьким. Продажа Юганскнефтегаза – дело решенное, уже назначена дата аукциона - 19 декабря (за день до собрания акционеров Юкоса, где они должны голосовать по вопросу банкротства), а также названа стартовая цена - \$8,6 млрд. Последующая продажа других активов Юкоса также весьма вероятна, учитывая всю сумму налоговых претензий к компании. Эта сумма (судя по последним данным, равная \$16,4 млрд) – гарантия того, что и после продажи Юганскнефтегаза большая часть его задолженности останется непокрытой. Задача властей упрощается из-за накопления налоговых счетов на уровне дочерних предприятий, что призвано, очевидно, соответствующим образом повлиять на их справедливую оценку. Сейчас остается лишь надеяться, что рынок – скорее раньше, чем позже – оставит этот эпизод позади.

**Наконец, Газпром признал намерение приобрести Юганскнефтегаз**

Газпром, который с самого начала считался наиболее вероятным покупателем активов Юкоса, признал, наконец, свою заинтересованность в участии в аукционе по продаже Юганскнефтегаза. Совет директоров Газпрома утвердил участие в тендере и выразил желание привлечь внешние источники для финансирования сделки. Имея, по последним данным, около \$3,6 млрд наличности, компании необходимо привлечь как минимум \$5 млрд (за вычетом денежных потоков которые Газпром заработает во 2-м полугодии 2004 г.). По неподтвержденным сообщениям, западные банки, во главе которых Deutsche Bank и ABN AMRO, готовы предоставить Газпрому более чем достаточные средства. Однако, мы все еще считаем вполне вероятным, что первая попытка провести аукцион «провалится», что позволит Газпрому приобрести актив дешевле и выиграть время для привлечения средств.

**Формируется национальный «энергетический гигант»**

Кажется, государству остается только официально утвердить «стратегию создания национальной нефтегазовой компании», центром которой станет Газпром. Лишь вопросом времени остается превращение «газового гиганта» в еще более гигантскую энергетическую компанию широкого профиля (с большой долей участия в отечественном нефтяном секторе). Очевидно, что Газпром, готовый превратиться в исполинский холдинг, порождает у инвесторов опасения дальнейшего снижения его операционной эффективности. Тем не менее, хотя «нефтегазовый гигант» вряд ли будет блистать эффективностью, ожидаемый период скупки активов и вероятное привлечение ряда международных партнеров (в рамках СП) окажутся, на наш взгляд, более мощными факторами изменения курса акций, чем рост опасений по поводу эффективности компании.

**Татнефть намерена улучшить свою дивидендную политику**

Обращаясь к более обыденным темам, отметим, что с приближением конца финансового года инвесторы начинают задумываться о дивидендах. Председатель совета директоров Татнефти приятно удивил рынок объявлением об очередном промежуточном дивиденде компании за 4-й кв. 2004 г. Текущий год стал первым годом, в который компания выплатила промежуточный дивиденд. Наконец-то, дивиденды по привилегированным акциям, сдвинутся с минимального уровня в 1,0 руб., на котором они топтались последние три года (минимальный уровень, необходимый по уставу компании). Кроме того, инвесторам обещано, что в следующем году будут выплачены еще более высокие дивиденды. Хотя компании предстоит еще многое сделать, чтобы догнать

**Дивиденды Сургутнефтегаза также должны улучшиться, поскольку новый закон не позволяет ему**

**Учитывая потенциальные налоговые претензии к Сибнефти, перспективы выплаты ее дивидендов остаются неясными**

конкурентов, тот факт, что она старается улучшить свою дивидендную политику, внушает оптимизм.

Есть надежда, что Сургутнефтегаз также выплатит хорошие дивиденды, поскольку закон, вступивший в силу в начале года, не позволит ему преуменьшать базу чистой прибыли, используемую для расчета дивидендов. Таким образом, держатели привилегированных акций смогут получить 7,1% от неконсолидированной чистой прибыли компании, а не 1,5%-2,4% которые компания обычно выплачивала.

Как мы изначально и ожидали, Сибнефть не поставила вопрос о дивидендных выплатах в повестку дня Годового собрания акционеров, запланированного на 27 декабря. Это значит, что дивиденды за 9 месяцев 2003 г. (в объеме \$1,2 млрд) станут последней выплатой за 2003 г. Что касается дивидендов за 2004 г., то нам представляется, что компания в принципе способна выплатить вплоть до \$1,8 млрд. Однако, учитывая неоднозначность претензий по неуплаченным налогам, которые могут быть предъявлены компании, перспективы ее дивидендных выплат остаются неясными.

## Газпром

**Илл. 26 Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	26,719	33,756	38,815	37,621
ЕБИТДА, млн. \$	10,625	14,226	17,819	14,626
Чистая прибыль, млн. \$	5,186	7,414	8,550	6,521
P/E	13.2	9.3	8.0	10.5
EV/ЕБИТДА	7.6	5.7	4.6	5.6
Капитализация, млн. \$	68,581			
EV, млн. \$	81,280			
Добыча, млрд. куб. см	3,342			
Запасы, млрд. куб. м	104,009			
Количество акций, млн.	23,674			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 27. Краткий обзор компании**

### Сильные стороны

- Монополист на российском рынке газа
- Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%)
- Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке

### Слабые стороны

- Низкие цены на газ на внутреннем рынке
- Медленный прогресс в улучшении операционной эффективности
- Двойной рынок торговли акциями компании

### Возможности

- Возможность приобретения дешевых активов
- Новые проекты строительства экспортных газопроводов
- Постепенный рост внутренних цен на газ
- Возможность снятия ограничения торговли акциями в ближайшее время

### Угрозы

- Риск роста неэффективности с разрастанием структуры компании
- Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 28. Основные события**

Дата	Событие
1 ноября	<b>Президент Роснефти Сергей Богданчиков назначен главой Газпромнефти – структуры, которая объединит все активы Газпрома по нефтедобыче.</b> За Богданчиковым останется его пост в Роснефти, однако, после консолидации компании в Газпромнефть, Роснефть, скорее всего, не сохранится как юридическое лицо. Назначение уже одобрено председателем правления Газпрома Алексеем Миллером.
12 ноября	<b>Агентство Moody's поставило кредитные рейтинги Газпрома и Роснефти на пересмотр с возможностью повышения.</b> Текущий рейтинг Газпрома по шкале агентства – Ba1, что на одну ступень ниже инвестиционного уровня. По словам представителей агентства, пересмотр вызван приближающейся консолидацией акций Роснефти в Газпром. После повышения рейтинг Газпрома будет равен суверенному рейтингу России.
19 ноября	<b>Газпром опубликовал результаты за 2Кв04, которые можно оценить как неудовлетворительные.</b> Существенно ниже консенсус-прогноза оказались показатели EBITDA и чистой прибыли (-13,5% и -32,7%, соответственно), и это при том, что рынок ожидал более низкую, чем показанная выручку. В итоге рентабельность оказалась значительно ниже прогнозов – разрыв по обоим фактическим показателям (норме EBITDA и чистой рентабельности) составил около 6 п.п. Наши ожидания были даже выше, чем средние рыночные прогнозы, в основном за счет более высоких ожиданий по выручке. Таким образом, в то время как по показателю выручки, расхождение с фактической величиной оказалось небольшим (лишь -2,9%), по прогнозам прибыли расхождения оказались весьма существенными, Чистая выручка по сравнению с аналогичным периодом прошлого года увеличилась на 21% до \$7,46 млрд в значительной степени благодаря 20%-ному повышению тарифов на газ на внутреннем рынке и росту объемов экспорта. Общая сумма операционных расходов (\$5,9 млрд) оказалась на 11,4% выше нашего прогноза и на 50% выше результата за аналогичный период прошлого года.

Источник: оценки Альфа-Банка

## ЛУКОЙЛ

**Илл. 29. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	22,299	30,112	28,639	19,739
EBITDA, млн. \$	4,196	6,263	5,479	4,922
Чистая прибыль, млн. \$	3,701	3,955	3,361	2,971
P/E	6.9	6.5	7.6	8.6
EV/EBITDA	6.8	4.6	5.2	5.8
Капитализация, млн. \$	25,633			
EV, млн. \$	28,599			
Добыча, млн. бнэ	616			
Запасы, млн. бнэ	20,056			
Количество акций, млн.*	822			

Прим.: \* не включает 29 млн. акций резерва

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 30. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

- Медленный прогресс в улучшении операционной эффективности (издержки на добычу барреля – \$2,5)
- Умеренные планы по темпу роста добычи (3-4%)

**Возможности**

- Развитие активов в странах Восточной Европы (30% перерабатывающих мощностей)
- Программа реструктуризации повысит эффективность капитальных и операционных издержек
- Совместная разработка Тиман-Печоры со стратегическим инвестором (ConocoPhillips)

**Угрозы**

- Возможно, что большие капвложения не принесут ожидаемых результатов
- Зависимость от внутреннего рынка нефти

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 31. Основные события**

Дата	Событие
16 ноября	<b>СопосоPhillips успешно аккумулировала 2,4% в ЛУКОЙле, таким образом, увеличив свою долю до 10%.</b> Данная информация еще не подтверждена официальными источниками. Полагаясь на сообщение, компания, таким образом, следует своему плану и завершила процесс до конца года. ЛУКОЙЛ теперь сможет созвать внеочередное собрание акционеров для избрания представителей Сопосо в совет директоров, и голосования по внесению ряда изменений в устав с тем, чтобы Сопосо получила больше полномочий по ключевым для компании вопросам – и что бы позволило компании отразить ее долю в резервах ЛУКОЙЛА в отчетности. В течение следующих трех-четырёх лет Сопосо планирует увеличить долю в ЛУКОЙЛЕ до 20%, однако, притом, что компания уже сейчас может отражать свою долю в резервах, вряд ли она будет торопиться.
24 ноября	<b>ЛУКОЙЛ и правительство Узбекистана подписали протокол, который вводит в силу соглашение о разделе продукции и разработке проекта Кандым-Хаузак-Шады в Узбекистане.</b> Стороны подписали соглашение в июне. Проект рассчитан на 35 лет и предполагает инвестицию объемом \$1 млрд. Он будет реализовываться консорциумом, в котором ЛУКОЙЛ будет иметь 90%, а Узбекнефтегаз – 10%. Суммарный размер запасов проекта оценивается в 283 млрд. куб. м, из которых партнёры намерены добыть до 207 млрд. куб. м за время действия соглашения. Планируется что добыча начнется уже в 2007 г. на уровне 3 млрд. куб. м в год, а затем постепенно будет доведена до 9 млрд. куб. м в год. Добытый газ будет продаваться на узбекско-российской границе Газпрому, компания пока не указывает цену. Согласно компании, рассчитанная доходность проекта превышает внутреннюю норму в 15%.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сибнефть

### Илл. 32. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	7,017	9,164	8,625	8,128
EBITDA, млн. \$	2,337	3,174	2,504	2,276
Чистая прибыль, млн. \$	2,278	2,459	1,744	1,448
P/E	5.7	5.3	7.4	9.0
EV/EBITDA	6.1	4.5	5.7	6.3
Капитализация, млн. \$	12,991			
EV, млн. \$	14,348			
Добыча, млн. бнэ	238			
Запасы, млн. бнэ	4,779			
Количество акций, млн.	4,741			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 33. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 8%
- Риск налоговых штрафов, учитывая что в прошлом компания была одной из наиболее агрессивных пользователей схем по минимизации налогов

#### Возможности

- Продажа доли в компании стратегическому инвестору

#### Угрозы

- Затягивание процесса раздела с Юкосом
- Рост налоговой нагрузки при возможном введении дифференцированной ставки налога на добычу

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 34. Основные события

Дата	Событие
10 ноября	<b>Сибнефть назначила ежегодное собрание на 27 декабря и установила дату составления списка акционеров на 11 ноября.</b> Согласно источникам в компании, повестка дня еще не была утверждена. Собрание было отложено (с июня, когда оно обычно проводится) из-за затянувшегося процесса разделения с Юкосом. После того, как Millhouse окончательно вернул формальный контроль над компанией, заполучив 57,5% пакет акций от Юкоса, собрание, наконец, может быть проведено.
12 ноября	<b>Налоговые органы начали проверку налоговых платежей нефтяных компаний за 2001.</b> По информации СМИ на данный момент проверки проходят в Славнефти, Сибнефти, Роснефти и Татнефти, однако, данная информация не была подтверждена официальными источниками в ФНС. Также сообщается о том, что ТНК-ВР уже получила налоговые претензии за 2001 на сумму \$84 млн (2,4 млрд. руб.), что было подтверждено представителем компании. Данная сумма пока еще не является окончательной, так как компания, вероятно, попросит, чтобы власти осуществили пересмотр претензий. Цель государства, похоже, как и ожидалось, показать, что закон не применяется выборочно в случае Юкоса.
17 ноября	<b>Сибнефти предъявлены налоговые претензии на сумму \$733 млн (21 млрд.руб.). Компания еще не прокомментировала данную информацию.</b> В сообщении сказано, что неуплаченные налоги предъявлены за период, начиная с 2000 – и пока недостаточно ясно, включает ли данная сумма весь период за 2000-2003, или меньшее число лет.
23 ноября	<b>Совет директоров Сибнефти одобрил повестку общего собрания акционеров, которое пройдет 27 декабря.</b> Это собрание акционеров проходит примерно на пол года позднее обычных сроков из-за длительной процедуры развода между Юкосом и Сибнефтью. Повестка дня включает обычные вопросы – такие, как одобрение годового отчета за 2003, избрание совета директоров и аудитора. Несколько неожиданным в повестке дня был вопрос о досрочном прекращении полномочий резидента компании и избрании нового президента. Однако представители компании заверили, что этот пункт повестки годового собрания был выдвинут Юкосом в соответствии с прежними договоренностями о слиянии, и что это не приведет к каким-либо реальным изменениям в топ-менеджменте компании. Как мы и ожидали, выплата дивидендов за 4Кв03 не входит в повестку общего собрания. Таким образом, общие дивиденды компании за 2003, таким образом, составляют \$1,2 млрд – то есть то, что было выплачено за 9М03.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сургутнефтегаз

### Илл. 35. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	8,904	12,871	12,039	11,516
EBITDA, млн. \$	2,933	3,952	3,208	3,243
Чистая прибыль, млн. \$	1,792	2,426	1,777	1,682
P/E	15.3	12.2	16.6	17.6
EV/EBITDA	5.1	3.8	4.7	4.6
Капитализация, млн. \$	31,435			
EV*, млн. \$	15,026			
Добыча, млн. бнэ	478			
Запасы, млн. бнэ	8,750			
Количество акций, млн.	43,428			

Прим.: \* Не включает стоимость собственных акций, принадлежащих дочерним компаниям

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 36. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## Татнефть

### Илл. 37 Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	4,950	6,576	5,936	5,591
EBITDA, млн. \$	920	1,396	1,104	1,097
Чистая прибыль, млн. \$	509	816	551	538
P/E	6.4	4.0	5.9	6.1
EV/EBITDA	4.6	3.0	3.8	3.8
Капитализация, млн. \$	3,386			
EV, млн. \$	4,210			
Добыча, млн. бнэ	185			
Запасы, млн. бнэ	6,211			
Количество акций, млн.	2,326			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 38 Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Зависимость от правительства Татарстана (31.1% голосующих акций)
- Отсутствие собственных нефтеперерабатывающих мощностей
- Выработанные на 90% запасы ведут к более высоким издержкам на добычу

#### Возможности

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

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 49 Основные события

Дата	Событие
24 ноября	По словам председателя совета директоров Татнефти Рустама Минниханова, компания намерена выплатить своим акционерам промежуточный дивиденд за 4Кв04. При этом Минниханов не уточнил, в каком размере предполагается произвести выплаты. Ранее Татнефть объявила о выплате дивидендов за 9 мес. 2004 г. в размере \$0,023 (0,67 руб.) на обыкновенную и \$0,034 (1 руб.) на привилегированную акцию. Если дивиденды за 4Кв04 будут соразмерны, то выплата может составить \$0,008 (0,22 руб.) на обыкновенную и \$0,012 (0,33 руб.) на привилегированную акцию. Дивидендная доходность, таким образом, может составить соответственно, 0,5% (1,9% в годовом выражении) и 1,4% (5,8%). Дата закрытия реестра, по-видимому, как всегда придется где-то на середину мая. Т.о., коэффициент выплаты дивидендов по итогам года может составить 11% от прогнозируемой нами чистой прибыли по US GAAP, что заметно выше аналогичных показателей за прошлые годы (2-5%). Более того, Минниханов отметил, что в будущем году ожидается дальнейший рост дивидендных выплат

Источники: оценки Альфа-Банка



**Юкос**
**Илл. 40 Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	15,674	21,839	20,986	19,735
ЕБИТДА, млн. \$	5,442	7,469	6,037	5,517
Чистая прибыль, млн. \$	4,474	5,345	4,256	3,849
P/E	0.5	0.4	0.5	0.6
EV/ЕБИТДА	3.8	2.8	3.4	3.8
Капитализация, млн. \$	2,237			
EV, млн. \$	20,737			
Добыча, млн. бнэ	605			
Запасы, млн. бнэ	16,725			
Количество акций, млн.	2,237			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 41 Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Крупнейший производитель нефти в России
- Высокая прибыльность
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

**Слабые стороны**

- Огромные налоговые претензии за 1999-2003 гг.
- Следствие в отношении высшего менеджмента и основных акционеров
- Заморозка счетов компании существенно осложняют операционную деятельность

**Возможности**

- Разрешение конфликта с властями

**Угрозы**

- Риск распродажи активов для покрытия налоговых требований
- Риск перерывов в производстве и затруднений в операционной деятельности

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 42 Основные события**

Дата	Событие
1 ноября	<b>Юкоосу и его дочкам предъявлен очередной счет на астрономическую сумму, которую не прогнозировали даже самые убежденные пессимисты - \$9,06 млрд.</b> Эта сумма включает \$6,7 млрд налоговых претензий к Юкоосу за 2002 г., а также \$2,3 млрд дополнительных налоговых платежей, насчитанных Юганскнефтегазу за 2001 г. все более убедительной становится версия о том, что государство задало целью максимально приблизить налоговые претензии со стоимостью Юганскнефтегаза.
3 ноября	<b>Совет директоров Юкоса просит акционеров проголосовать, должна ли компания начать банкротство или ликвидацию холдинга.</b> Внеочередное собрание акционеров по данному вопросу состоится 20 декабря. Ранее на прошлой неделе совет директоров не смог убедить менеджмент компании инициировать добровольное банкротство. Начиная добровольное банкротство, менеджмент бы принял на себя значительные риски, так как он мог бы быть обвинен в умышленном банкротстве, – так как граница между оправданным и умышленным банкротством достаточно размыта. Тем не менее, компании были предъявлены новые огромные суммы налоговых исков в размере \$9,1 млрд. Глава компании Стивен Тиди заявил, что ситуация "невыносима", и что "это не может долго продолжаться".
5 ноября	<b>Виктор Герашенко заявил, что Менатеп «может» перестать быть владельцем акций Юкоса в «ближайшем» будущем.</b> Пресс-секретарь Группы Менатеп сказал, что он «не в курсе» никаких переговоров о продаже доли в Юкосе. Непонятно, был ли комментарий Герашенко лишь его личным мнением или он действительно отражает то, что переговоры Менатеп и Кремля ведутся и в скором времени придут к заключению. В любом случае, нам кажется, что данное заявление стоит принимать с долей скепсиса, учитывая, что Герашенко скорее аутсайдер в Кремлевском кругу, а также то, что Групп Менатеп не особенно хотела сохранять за ним пост председателя совета директоров.
9 ноября	<b>Генпрокуратура наложила арест на принадлежащий Юкоосу 35%-ный пакет акций Сибнефти в рамках уголовного дела против гендиректора «Юкос ФБЦ» Ирины Голубь.</b> Указанный выше пакет акций, как и вся собственность Юкоса, уже находятся под арестом в связи с исками, предъявленными Юкоосу налоговыми органами. Однако если новый арест произведен в рамках уголовного дела, пакет акций Сибнефти вполне может быть конфискован - в случае, если будет доказана незаконность его приобретения.
11 ноября	<b>Налоговые органы начали проверку налоговых платежей нефтяных компаний за 2001.</b> По информации СМИ на данный момент проверки проходят в Славнефти, Сибнефти, Роснефти и Татнефти, однако, данная информация не была подтверждена официальными источниками в ФНС. Также сообщается о том, что ТНК-ВР уже получила налоговые претензии за 2001 на сумму \$84 млн (2,4 млрд. руб.), что было подтверждено представителем компании. Данная сумма пока еще не является окончательной, так как компания, вероятно, попросит, чтобы власти осуществили пересмотр претензий.
12 ноября	<b>Цель государства, похоже, как и ожидалось, показать, что закон не применяется выборочно в случае Юкоса.</b> <b>Moody's понизило основной рейтинг "ЮКОСа" с В2 до Саа2, а рейтинг эмитента с В3 до Саа3.</b> Прогноз по рейтингам "развивающийся". Поводом для пересмотра рейтинга стали новые налоговые претензии государства к "ЮКОСу", общая сумма которых составила \$17 млрд. "Это означает серьезное ухудшение ситуации для "ЮКОСа" и может привести к тому, что налоговые претензии по сумме превысят реализационную стоимость основного производственного подразделения компании - "Юганскнефтегаза", - говорится в сообщении агентства.
15 ноября	<b>Глава службы судебных приставов Андрей Беляков наконец нарушил тишину вокруг продажи Юганскнефтегаза.</b> По его словам, государство не оставляет свой план продать крупнейшее дочернее предприятие Юкоса. Что касается времени продажи, то хотя изначально СМИ процитировали слова Белякова о том, что продажа данной компании может быть осуществлена в декабре, более позднее сообщение отрицает это. По информации Интерфакса, цитирующего Белякова, точная дата продажи пока еще не определена, так как приставы еще не выпустили распоряжение предполагаемой ценой продажи актива. В дополнении к этому Беляков сказал, что средства, полученные от продажи Юганскнефтегаза, могут быть недостаточными для покрытия налоговых обязательств компании, что может привести к продаже других активов Юкоса. По словам Белякова, это в первую очередь подразумевает другие добывающие дочки компании.
16 ноября	<b>Состоялась телефонная конференция руководства Юкоса с инвесторами, посвященная текущей ситуации в компании.</b> Конференцию провели предправления Юкоса Стивен Тиди и финансовый директор Брюс Мизамор. Вот основные положения их выступлений: На сегодняшний день Юкос погасил примерно \$3,9 млрд из общей суммы налоговой задолженности компании за 2000-2001 гг. Сумма НДС к возмещению, накопившаяся на балансе компании, составляет в настоящее время порядка \$700 млн (к концу года она может достичь \$1 млрд). Руководство компании не прекращает попыток договориться с государством. Проверка налоговых платежей за 2003 г. началась уже около месяца назад, и окончательная сумма может быть названа в любой момент.



- И др.
- 18 ноября **ЮганскНГ будет выставлен на аукцион 19 декабря с начальной ценой \$8,6 млрд.** Давление на Юкос, кажется, достигает максимума, так как целый ряд отрицательных новостей просочился на рынок. Министерство по налогам нацелилось на другие дочерние компании Юкоса: две добывающих компании Томскнефть и Самаранефтегаз, а также Ачинский НПЗ теперь тоже в списке. Интерфакс процитировал неназванный источник в налоговом ведомстве, что сумма базовых претензий к Юкосу за 2003 г. немного превысит значительный счёт за 2002 г. Более того, прокуратура теперь занялась топ-менеджерами компании, выпустив ордера на арест двух членов правления (Михаила Трушина и Александра Темерко), а также юриста компании Дмитрия Гололобова и ещё одного топ-менеджера Алексея Курцина
- 19 ноября **Задолженность Юкоса по налогам превысила \$20 млрд. Кажется, что последние следы оптимизма улетучиваются вместе с тем, как дело Юкоса стремительно приближается к ужасающей развязке.** Угрожающая продажа основного производственного подразделения ЮганскНГ теперь становится реальностью и возможность дальнейшей продажи активов теперь кажется правдоподобной. Юкосу предъявили новые налоговые счета. За 2003 г. Юкосу придётся уплатить \$5,9 млрд. налоговых претензий, из которых, по предыдущему опыту, \$3,5 млрд. (сумма основной задолженности и процентов) подлежит к немедленной уплате. Таким образом, суммарный размер предъявленных Юкосу претензий составляет \$20,3 млрд., из которых \$3,9 млрд. уже было выплачено компанией и \$11,5 млрд. подлежат немедленному погашению. При установленной стартовой цене ЮганскНГ, в \$8,6 млрд, существует достаточно возможностей для обоснования продажи других активов, тем более учитывая возможные претензии по налогам, которые могут быть предъявлены напрямую другим дочерним компаниям Юкоса.
- 24 ноября **Давление на топ-менеджмент Юкоса продолжается, как сообщается в «Ведомостях», финансовый директор Брюс Мизамор был вызван в Генпрокуратуру для допроса, пока в качестве свидетеля.** По сообщению «Financial Times», Мизамор, вместе с другими топ-менеджерами, находится сейчас за пределами страны, покинув её для проведения заседания руководства в Лондоне. Однако, как пишет газета, иностранные менеджеры не намерены возвращаться в Россию, пока они видят угрозу своей безопасности и свободе. Ещё один негатив, который добавит огня к стремительному падению компании. Можно только надеяться, что развязка появится скоро, а не будет тянуться ещё и в следующем году.

Источники: оценки Альфа-Банка

## Энергетика

Виталий Зархин, (7 095) 788-0320

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

## РАО ЕЭС

### Илл. 43 Основные события

- 1 ноября **РАО «ЕЭС» публикует финансовую отчетность Группы РАО «ЕЭС России» за I полугодие 2004 года, подготовленную в соответствии с МСФО**  
 Доходы Группы РАО «ЕЭС России» от основной деятельности в первом полугодии 2004 года выросли на 41,9 млрд. руб. до 342,7 млрд. руб. Расходы Группы по основной деятельности в первом полугодии 2004 года увеличились на 36,9 млрд. руб. и составили 300,9 млрд. руб.  
 Прибыль от основной деятельности за отчетный период выросла на 4,98 млрд. руб. до 41,9 млрд. руб. Прибыль до налога на прибыль и доли меньшинства составила 35,99 млрд. руб., увеличившись на 3,5 млрд. руб.  
 Прибыль без учета доли меньшинства за первое полугодие 2004 года выросла на 4,7 млрд. руб. до 22,2 млрд. руб. Чистая прибыль за шесть месяцев текущего года составила 15,4 млрд. руб., что на 1,5 млрд. руб. меньше, чем за первое полугодие 2003 года. Уменьшение показателя чистой прибыли связано с увеличением прибыли, приходящейся на долю миноритарных акционеров (minority interests)\*\* почти в 10 раз.  
 Аудит отчетности был проведен компанией ЗАО «КПМГ», утвержденной в качестве аудитора Группы годовым общим собранием акционеров РАО «ЕЭС России».
- 1 ноября **Компания НРПС купила у «Комплексных энергосистем» блокирующий пакет акций Ростовэнерго**  
 Инвестфонд Halcyon Power Investment Company, специализирующийся на инвестициях в российскую электроэнергетику, приобрел у ЗАО «Комплексные энергетические системы» (КЭС) блокирующий пакет акций Ростовэнерго, сообщил основной владелец фонда Дэвид Херн. Ростовэнерго должна войти в состав ТГК-8 (решение о создании ТГК-8 было утверждено Советом директоров РАО «ЕЭС» 29 октября). По оценкам аналитиков, акционерам Ростовэнерго достанется 33% акций генерирующей компании, то есть они станут крупнейшими акционерами ТГК.  
 Эксперты считают эту новость позитивной для Ростовэнерго, поскольку НРПС как долгосрочный портфельный инвестор наверняка будет поддерживать инициативы, способствующие увеличению акционерной стоимости предприятия.  
 Ранее гендиректор компании КЭС Михаил Слободин заявлял, что считает рискованным учреждение ТГК-8, т.к. возможен конфликт с акционерами других объединяющихся АО-энерго (Лукойл – Астраханьэнерго и Волгоградэнерго, Юкос - Кубаньэнерго). Теперь, когда блокирующий пакет Ростовэнерго перешел к новому владельцу - Halcyon Power, вероятно ускорение процесса формирования ТГК-8, что является сильным позитивом для акций объединяемых АО-энерго, считают аналитики.  
 Halcyon Power Investment Company была создана в декабре 2003 года и владеет пакетами акций РАО ЕЭС, Новосибирскэнерго, Самараэнерго и Дагэнерго. Д.Херн в настоящее время возглавляет комитет РАО ЕЭС по стратегии и реформированию, а в 2002-2003



годах он являлся членом совета директоров энергохолдинга.

- 4 ноября **Standard & Poor's повысило долгосрочный кредитный рейтинг РАО "ЕЭС России" с "В" до "В+"**  
Международное рейтинговое агентство Standard & Poor's повысило долгосрочный кредитный рейтинг РАО "ЕЭС России" с "В" до "В+" и подтвердило рейтинг "ruA+" по российской шкале с прогнозом стабильный. Повышение рейтинга, по информации Standard & Poor's, отражает улучшение финансовых показателей РАО «ЕЭС России», постепенное улучшение характеристик рынков электроэнергетики и тепла на фоне продолжающегося экономического развития России. Решение о повышении рейтинга также связано с позитивным изменением системы тарифного регулирования в сторону большей прозрачности и соответствия уровня тарифов уровню затрат.
- 4 ноября **Эксперты считают необходимым установить временный мораторий на изменение конфигурации ОГК**  
Рабочая группа по реформированию энергетического комплекса рекомендует правительству РФ сохранить неизменной конфигурацию ОГК на переходный период реформирования электроэнергетики и рекомендовать Федеральной антимонопольной службе РФ (ФАС) разработать соответствующий пакет мер.  
Об этом говорится в сообщении Минпромэнерго по итогам встречи сопредседателей рабочей группы Совета по конкурентоспособности и предпринимательству при правительстве. Группа была создана с целью проанализировать реструктуризацию отрасли и подготовить материалы к заседанию правительства 2 декабря. Возглавляет комиссию министр промышленности и энергетики РФ Виктор Христенко, а в числе сопредседателей - глава РАО «ЕЭС» Анатолий Чубайс и гендиректор ОАО РусАл Олег Дерипаска.  
В то же время, как заявил представитель ФАС, у ведомства "есть понимание, что необходимо зафиксировать принятую конфигурацию на срок от 1 года до 3-х лет". "Конфигурация ОГК, с одной стороны, реально позволит компаниям выживать и быть инвестиционно привлекательными, а с другой - она учитывает тот антимонопольный критерий, который необходим для предотвращения злоупотребления доминирующим положением", - сказал представитель ФАС.  
"Пока мы не рассмотрим, как будут работать генерирующие компании, изменение целевой конфигурации может иметь критические последствия", - отметил он.
- 4 ноября **РАО "ЕЭС" планирует в 2005 г начать проведение аукционов по выбору стратегических инвесторов для строительства новых генерирующих мощностей**  
РАО "ЕЭС" планирует в 2005 г начать проведение первых аукционов по выбору стратегических инвесторов для строительства новых генерирующих мощностей в разных регионах страны, сообщил член правления РАО "ЕЭС" Сергей Дубинин.  
По его словам, компания обратилась к правительству с просьбой одобрить её план по привлечению частных инвестиций на сумму около 3.5 млрд. долларов США в создание новых генерирующих мощностей в целях предотвращения проблем, связанных с энергодефицитом в некоторых регионах. Всего в рамках данной программы предусмотрено проведение тендеров на строительство дополнительных генерирующих мощностей до 4,5-5 тыс мВт к 2015 году.  
Планируется, что эти мощности будут строиться с использованием механизма гарантирования инвестиций. По словам С.Дубинина, организатором тендера должно стать ОАО "СО ЦДУ ЕЭС". Он же будет и доплачивать инвестору разницу в тарифе, недостающую для окупаемости затрат. Срок действия механизма гарантирования инвестиций составит 10 лет.  
Как отметил член правления РАО "ЕЭС", в первую очередь дефицит генерирующих мощностей возможен в районе Северо-Запада, Центра и Урала.
- 5 ноября **Березовская ГРЭС-1 оценена в \$176/кВт**  
Оценочный комитет РАО "ЕЭС России" обсудил результаты оценки Березовской ГРЭС-1 (стопроцентная "дочка" РАО), которая была оценена в \$282 млн., т.е. \$176/кВт.  
Исходя из стоимости \$176/кВт., отношение рыночной капитализации к установленной мощности ГРЭС почти на 25% превышает текущий уровень для РАО «ЕЭС», который составляет \$132/кВт.  
Установленная мощность Березовской ГРЭС-1 составляет 1 600 МВт. ГРЭС должна войти в состав ОГК-4.
- 9 ноября **РАО «ЕЭС» пересмотрит список «электростанций с монопотребителем» (1600 МВт)**  
Комитет по стратегии и реформированию при совете директоров РАО «ЕЭС» создаст рабочую группу, чтобы определить возможность и необходимость включения Красногорской ТЭЦ (121 МВт), входящей в состав Свердловэнерго, в список станций с монопотребителями. Это решение было принято на заседании комитета во вторник.  
В состав рабочей группы войдут представители РАО, Свердловэнерго, СУАЛа и ЗАО Комплексные энергетические системы (КЭС), который владеет крупным пакетом акций Свердловэнерго.  
Предлагаемое решение мотивировалось тем, что Красногорская ТЭЦ полностью соответствует утвержденным критериям включения электростанций в этот список, в частности, отпускает филиалу "СУАЛа" ("УАЗ-СУАЛ") более 70% производимой теплоэнергии и промышленного пара.  
Кроме того, было решено поручить РАО правлению посмотреть, насколько существующий список станций с монопотребителем соответствует нынешним критериям, и в связи с этим пересмотреть список, если это необходимо, а также дать информацию о тех судьбах станциях, которые входили в этот список.  
Ранее сообщалось, что существует список из 8 электростанций с суммарной мощностью 1600 МВт, имеющих монопотребителя (крупных промышленных предприятий, потребляющих более 70 процентов выработанной станцией теплоэнергии), в отношении которых может быть применен отличный от базового (пропорциональное распределение) механизм обособления, включая конкурсную продажу.
- 10 ноября **«Vostok Nafta» продал все свои активы в российской энергетике**  
Инвестиционный фонд Vostok Nafta Investment Ltd в III квартале 2004 года полностью вышел из уставного капитала Печорской ГРЭС, продав, таким образом, все свои активы в российской электроэнергетике. В отчете инвестфонда говорится, что в течение последнего финансового года (с 1 октября 2003 года по 30 сентября 2004 года) Vostok Nafta продал 2,11% от уставного капитала Печорской ГРЭС. Среди крупнейших сделок фонда, совершенных в этот период, в отчете также называется продажа почти 12% уставного капитала Костромской ГРЭС и почти 30% акций Псковэнерго.  
В отчете не приводятся данные о суммах сделок, однако? ранее сообщалось, что Vostok Nafta выручил от продажи 12%-го пакета акций Костромской ГРЭС \$39 млн.  
Таким образом, согласно годовому отчету, Vostok Nafta в настоящее время не имеет акций в российских энергокомпаниях и АО-станциях.
- 10 ноября **ЗАО "Интер РАО ЕЭС" приобретает энергосбытовую компанию в Литве**  
ЗАО "Интер РАО ЕЭС" (дочерняя компания РАО «ЕЭС» и "Росэнергоатома") приобрела литовскую дистрибуторскую компанию Energijos Realizacijos Centras, обслуживающую регион вокруг Каунаса.  
Приобретение РАО "ЕЭС" энергосбытовой компании в Литве является хоть и небольшим, но вполне логичным шагом на пути освоения зарубежных рынков. Такое мнение высказывают аналитики. РАО "ЕЭС" не делает секрета из своего желания получить доступ к электроэнергетическому рынку Евросоюза, отмечают эксперты. Кроме того, после вступления Литвы в ЕС там могут сформироваться качественно другие тарифы на электроэнергию.  
Литва в настоящее время производит около 15 млрд кВт/ч электроэнергии в год. Примерно треть этого объема экспортируется в Латвию,



Эстонию, Белоруссию и Калининград, при этом около 80-85% национального производства электроэнергии приходится на Игналинскую АЭС мощностью 2 тыс. 600 МВт. Условия вступления Литвы в ЕС предполагают, что к 2009г. Игналинская АЭС будет окончательно выведена из эксплуатации, а этот процесс начнется уже в 2004г. Таким образом, после закрытия АЭС в Литве возникнет серьезный дефицит электроэнергии, который вполне логично будет восполнить за счет поставок из России, в частности, с Калининградской ТЭЦ-2, достройкой которой в настоящее время занимается ПАО «ЕЭС».

- 12 ноября **ПАО «ЕЭС» инициирует проведение ВОСА для принятия решения о выплате промежуточных дивидендов по итогам работы за 9 месяцев 2004 года**  
ПАО «ЕЭС» будет инициировать проведение Внеочередных Общих Собраний акционеров для принятия решения о выплате промежуточных дивидендов по итогам 9 месяцев 2004 года в следующих энергосистемах: Курскэнерго, Липецкэнерго, Смоленскэнерго, Ярэнерго, Волгодаэнерго, Карелэнерго, Чувашэнерго, Дагэнерго, Ростовэнерго, Пермэнерго, Удмуртэнерго, Читаэнерго, Тамбовэнерго, Орелэнерго, Волгоградэнерго, Свердловэнерго, Конаковская ГРЭС, Костромская ГРЭС, Черепетская ГРЭС, Печорская ГРЭС, Невинномысская ГРЭС, Гусиноозерская ГРЭС, Харанорская ГРЭС, Новочеркасская ГРЭС-1, Киришская ГРЭС, Челябинэнерго, Ивэнерго, Владимирэнерго, Пензаэнерго, Тюменьэнерго, Пермская ГРЭС, Березовская ГРЭС, Ставропольская ГРЭС, Саяно-Шушенская ГЭС, Зейская ГЭС, Волжская ГЭС, Жигулевская ГЭС, Воткинская ГЭС, Камская ГЭС, каскад Верхне-Волжских ГЭС.  
Данное решение было принято Правлением ПАО «ЕЭС» 1 ноября 2004 года в целях снижения финансовой напряженности функционирования реформируемых энергокомпаний в 2005 году и обеспечения интересов акционеров ДЗО, в том числе ОАО ПАО «ЕЭС России», в частности, получения дивидендов, целесообразно выплатить дивиденды в момент, пока АО-энерго еще является единым юридическим лицом.  
Отметим, что ранее ГРЭС не выплачивали промежуточные дивиденды. По мнению экспертов, эта новость позитивна для акций электростанций и АО-энерго.
- 18 ноября **В 2004-2005 году размер дивидендов ПАО «ЕЭС» не изменится**  
ПАО «ЕЭС России» в 2004-2005 годах намерено сохранить дивидендные выплаты на уровне 2003 года, когда их сумма составила \$83 млн. Об этом сообщил глава Минпромэнерго В. Христенко. "Дивиденды, выплачиваемые акционерам ПАО «ЕЭС», предусмотрены в объеме 2,4 млрд. рублей (\$83 млн.) в 2004 году и сохраняются на данном уровне в 2005 и 2006 году", - сообщается в докладе министра, представленном на заседании правительства РФ в четверг, на котором обсуждались инвестиционная программа электроэнергетики и финансовые планы ПАО и "Росэнергоатома" на 2005 год.  
Дивиденды ПАО «ЕЭС» за 2003 год составили 4,69 копейки (\$0.0016) на обыкновенную и 22,83 копейки (\$0.008) - на одну привилегированную акцию номиналом 50 копеек.
- 18 ноября **Правительство РФ одобрило инвестиционную программу ПАО «ЕЭС» на 2005 г.**  
Правительство РФ одобрило инвестиционную программу ОАО ПАО «ЕЭС России» на 2005 г.  
Инвестиционная программа ПАО «ЕЭС» будет финансироваться правительством за счет операционных и финансовых денежных потоков компании, а также за счет бюджетных средств.  
Общий объем инвестиций в отрасль в 2005 году составит 154 млрд. рублей. В частности, инвестпрограмма материнской компании ПАО «ЕЭС» на 2005 год запланирована в объеме 27,4 млрд. рублей, ФСК - 27,7 млрд. рублей. Инвестпрограммы АО-энерго на 2005 год предполагают инвестиции в размере 58,8 млрд. рублей; АО-станций - 12,7 млрд. рублей.  
Основные средства будут направлены на модернизацию существующих энергоустановок, а не на новое строительство. В 2005-2006 гг. энергохолдинг предлагает завершить строительство двух новых агрегатов Бурейской ГЭС, а также Ирганайской и Зеленчукской ГЭС, Богучанской ГЭС, Калининградской ТЭЦ-2 и Сочинской ТЭС. Кроме того, средства будут выделяться на модернизацию Ивановской ГРЭС.
- 23 ноября **ЕО.N и Газпром будут работать по энергетическим проектам в центральной России, включая московский регион**  
По словам главы Газпромэнерго Николая Иляхина, немецкий энергетический концерн E.ON заинтересован в совместных проектах с Газпромом в центральной части России, включая московскую область. Данные планы включают покупки, а также строительство электростанций; однако, по его словам, на сегодняшний день официальный протокол о намерениях пока не был подписан. Если такой протокол будет в результате подписан, то это станет хорошей новостью для всей отрасли.  
По мнению экспертов, так как Газпрому принадлежит 25.01% в Мосэнерго, E.ON в особенности заинтересован в генерирующих активах Мосэнерго, которые являются самыми эффективными в Центральном регионе и секторе.  
Напомним, что большинство генерирующих активов Центрального региона состоит из газовой генерации (как минимум, 80% энергии на тепловых станциях в регионе вырабатывается с использованием газа).  
Между тем глава Минэкономразвития Г. Греф высказался против приобретения Газпромом активов и блокирующих пакетов других компаний, в частности, Мосэнерго. По его мнению, при этом создается гипермонополия Газпрома, а масштабные инвестиции приводят к неоправданному завышению тарифов на газ.
- 24 ноября **Решение по приватизации ОГК будет отложено, по крайней мере, на 1-1.5 года**  
Министр промышленности и энергетики России Виктор Христенко заявил о том, что Правительство не планирует обсуждать механизм приватизации ОГК в ходе своего декабрьского заседания. Более того, по словам министра, вопрос приватизации ОГК должен рассматриваться Правительством после того, как такие компании будут сформированы, т.е. не раньше чем через 12-18 месяцев (создание первой ОГК намечено на конец 2005 года).  
Между тем, по данным СМИ со ссылкой на источники в правительстве, правительство РФ 16 декабря все же может обсудить вопрос о способе продажи ОГК, но решение принято не будет.  
Причинами задержки стали разногласия между ведомствами, курирующими реформу энергетики, по способу реструктуризации ПАО «ЕЭС». Так, в стратегии реформирования электроэнергетики заложено пропорциональное распределение акций ОГК среди нынешних акционеров энергохолдинга и АО-энерго. Минэкономразвития предлагает продавать ОГК на спелденежных аукционах, где средством оплаты акций ОГК могут выступать как акции ПАО ЕЭС, так и деньги. Однако, по мнению представителя правительства, Минпромэнерго и некоторые члены правительства не поддерживают приватизацию ОГК в принципе.

Источники: оценки Альфа-Банка

## Телекомы

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

- Доходность российских телекомов мобильной связи, по мировым стандартам, высока - благодаря более высокой рентабельности (в 2004(П) норма EBITDA составит 48-55%, по сравнению с 40%, в среднем, в 2004(П) для компаний в зоне EMEA и в Европе).
- У МТС и у ВымпелКома показатель ROE достигнет пика в 33-39% в 2006(П). Для них способом повысить ROE является увеличение коэффициента выплат (т.е. дивидендных доходов акционеров).
- Безубыточность *дополнительного* абонента возможна даже, при уровне капвложений в \$150 (что в данных условиях является довольно консервативной цифрой), при ARPU в \$6 и норме EBITDA в 49%.
- Мы ожидаем увеличения ARPU с каждого *существующего* абонента (учитывая, что доходы мобильных телекомов равны 1,5% ВВП - по сравнению с 2-3% в Европе) при росте услуг сотовой связи и увеличении в них доли VAS - новых услуг связи (составляющих лишь 10%, по сравнению с 20% в странах Европы).

МТС и ВымпелКом опубликовали впечатляющие итоги за 3-й кв.2004 г. Однако инвесторов продолжает беспокоить устойчивость этих доходов.

**В России доходность рынка сотовой связи выше, чем в Европе и зоне EMEA**

В целом доходность российского рынка мобильной связи выше среднего мирового показателя, что объясняется, главным образом, более высокой рентабельностью отечественных телекомов (в 2004(П) их норма EBITDA составит 48-55%), по сравнению со средним значением 40% в 2004 г.(П) для сопоставимых компаний в зоне EMEA, Европе и Латинской Америке.

**Повышение ROIC можно объяснить улучшением оборачиваемости активов**

Повышение ROIC (Возврат на инвестированный капитал) с 23-29% в 2004(П) до 25-33% в 2007(П) объясняется скорее улучшением оборачиваемости активов (Выручка/Инвестированный капитал (IC)), нежели ощутимым ростом их эффективности – см Илл. 46.

**Илл. 44 Улучшение ROIC и его составляющие (2004(П) – 2007(П))**

	Улучшение ROIC	Норма NOPAT	Оборачиваемость IC
МТС	1,12	0,92	1,22
ВымпелКом	1,11	1,04	1,07

Источник: оценка Альфа-Банка

**У МТС и у ВымпелКома ROE достигнет пика в 33-39% в 2006 г. (П)**

Для сравнения мы приводим здесь систему коэффициентов Дюпона, в частности, ROE (доход на капитал). Показатель ROE выделяет прибыльность, возникающую из вложенного акционерного капитала и реинвестированной прибыли, которая становится частью капитала компании (в отличие от показателя операционной эффективности в случае ROIC). У МТС и у ВымпелКома показатель ROE снижается, по сравнению с пиком 33-39% в 2006 г. (П), из-за уменьшения левериджа (в данном случае: активы/акционерный капитал), поскольку доля акционерного капитала в активах постоянно возрастает. Для мобильных телекомов одним из способов повысить ROE может стать увеличение коэффициента дивидендных выплат (т.е. возврат акционерам в виде дивидендов). Мы предполагаем, что этот коэффициент в 2007(П) составит 40% для ВымпелКома и 50% для МТС.

**Илл. 45 Доходность МТС, 2002-2010(П)**

	2002	2003	2004(П)	2005(П)	2006(П)	2007(П)	2008(П)	2009(П)	2010(П)
<b>ROIC</b>									
NOPAT	353 954	680 118	1 209 483	1 584 826	1 740 627	1 782 189	1 850 833	1 823 748	1 877 121
Вложенный капитал	1 721 868	3 293 868	4 150 156	4 756 547	5 190 374	5 461 996	5 587 029	5 584 047	5 511 855
<b>ROIC</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>29%</b>	<b>33%</b>	<b>34%</b>	<b>33%</b>	<b>33%</b>	<b>33%</b>	<b>34%</b>
Норма NOPAT	26%	27%	30%	30%	29%	27%	27%	26%	26%
Оборачиваемость IC	79%	77%	98%	112%	118%	120%	122%	125%	129%
<b>Кoeffициенты Дюпона</b>									
<b>ROE</b>	<b>21%</b>	<b>30%</b>	<b>42%</b>	<b>45%</b>	<b>39%</b>	<b>34%</b>	<b>30%</b>	<b>26%</b>	<b>24%</b>
Лeverидж	1,7x	2,5x	2,4x	2,1x	1,8x	1,7x	1,5x	1,4x	1,4x
<b>ROA</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>18%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>	<b>18%</b>
Чистая рентабельность	20%	20%	24%	26%	25%	24%	25%	24%	25%
Оборачиваемость активов	60%	60%	75%	83%	86%	84%	81%	78%	72%

Источники: данные компаний, оценка Альфа-Банка

**Илл. 46 Доходность ВымпелКома, 2002-2010(П)**

	2002	2003	2004(П)	2005(П)	2006(П)	2007(П)	2008(П)	2009(П)	2010(П)
<b>ROIC</b>									
NOPAT	174 853	319 263	582 749	854 135	998 400	1 068 181	1 029 950	1 019 545	1 124 458
Вложенный капитал	1 044 819	1 431 855	2 546 411	3 372 872	3 852 603	4 200 044	4 272 846	4 254 383	4 226 731
<b>ROIC</b>	<b>17%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>	<b>26%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>27%</b>
Норма NOPAT	23%	24%	25%	27%	27%	26%	24%	22%	23%
Оборачиваемость IC	74%	93%	91%	94%	97%	97%	100%	107%	114%
<b>Кoeffициенты Дюпона</b>									
<b>ROE</b>	<b>20%</b>	<b>23%</b>	<b>31%</b>	<b>36%</b>	<b>33%</b>	<b>29%</b>	<b>25%</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>
Лeverидж	2,6x	2,3x	2,5x	2,2x	1,8x	1,6x	1,5x	1,4x	1,4x
<b>ROA</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>	<b>16%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>
Чистая рентабельность	17%	18%	20%	24%	24%	25%	23%	22%	23%
Оборачиваемость активов	45%	58%	65%	69%	72%	73%	72%	71%	68%

Источники: данные компаний, оценка Альфа-Банка

**Безубыточность нового абонента реальна даже при уровне капвложений в \$150, при ARPU в \$6 и при норме EBITDA в 49%**

Другой важный вопрос: какова устойчивость нынешних высоких норм рентабельности, и насколько они могут уменьшиться. Ниже мы приводим «очень приблизительный» анализ дохода с *нового* абонента и точек безубыточности. Как видно из анализа на Илл. 49, безубыточность возможна при капвложениях на *нового* абонента в \$150 (что в данных условиях является довольно консервативной цифрой), при ARPU в \$6 и норме EBITDA в 49%. Это предполагает, что при ARPU и норме EBITDA выше и капвложениях на *нового* абонента – ниже этих точек каждый новый абонент приносит компании прибыль.

**Прибыльность данной абонентской базы останется, как минимум, неизменной**

Надо помнить, что в этом анализе не учтена имеющаяся абонентская база, чья прибыльность останется, как минимум, неизменной (или даже возрастет) в условиях снижения затрат на сбыт и маркетинг (состоящих из комиссионных дилерам и расходов на рекламу – более не зависящих от существующей абонентской базы, поскольку их назначение – привлекать новых абонентов). В целом затраты на сбыт и маркетинг снизились с 11-12% выручки в 2004(П) до 5-6% в 2007(П).

**Илл. 47 Доходность нового абонента**
**Предположения:**

Капвложения	\$150
Затраты на привлечение одного абонента (SAC)	\$15
Расходы на сбыт и маркетинг (S&M расходы)	8%
Коэффициент оттока абонентов	25%

		ARPU					
		\$5	\$6	\$7	\$8	\$9	\$10
Норма EBITDA	45%	-10%	-3%	3%	9%	15%	20%
	47%	-8%	-2%	5%	11%	16%	22%
	49%	-7%	0%	6%	12%	18%	24%
	51%	-6%	1%	8%	14%	20%	26%
	53%	-5%	3%	9%	16%	22%	28%
	55%	-3%	4%	11%	17%	24%	30%

Источник: оценка Альфа-Банка

**Илл. 48 Доходность нового абонента**
**Предположения:**

Норма EBITDA	50%
Затраты на привлечение одного абонента	\$15
Расходы на сбыт и маркетинг	8%
Коэффициент оттока абонентов	25%

		ARPU					
		\$5	\$6	\$7	\$8	\$9	\$10
Капвложения	\$200	-15%	-9%	-4%	1%	6%	11%
	\$180	-12%	-6%	0%	6%	11%	16%
	\$160	-9%	-2%	4%	10%	16%	22%
	\$140	-4%	3%	10%	16%	22%	28%
	\$120	1%	9%	16%	24%	30%	37%
	\$100	8%	17%	25%	33%	40%	48%

Источник: оценка Альфа-Банка

На Илл. 51 подробнее рассмотрены уровни безубыточности, что очень актуально в связи с экспансией «Большой тройки» в страны СНГ (где уровень жизни ниже, чем в России), а также проникновением сотовой телефонии в менее состоятельные слои населения. Это предполагает, что операторы мобильной связи сохраняют конкурентоспособность даже при ARPU на уровне \$4-5.

**Еще важный вопрос: «когда» изначальное ARPU по новым абонентам начнет («если» только начнет) расти**

Еще один важный вопрос: **«когда»** первоначальное ARPU по новым абонентам и общее начнет  **(«если»** начнет) расти (учитывая, что сейчас доходы мобильных телекомов в России равны 1,5% ВВП - по сравнению с 2-3% в Европе и в зоне EMEA). Мы полагаем, что в 2007(П)–2008(П) цифры ARPU начнут расти на фоне активизации использования сотовой связи, а также увеличения в ее структуре доли VAS - новых услуг связи, которые на данный момент составляют в России лишь около 10%, по сравнению с 20% в странах Европы.

**Илл. 49. ARPU на дополнительного абонента – Уровень безубыточности (NPV=0)**
**Предположения:**

NPV	0%
SAC	\$15
S&M расходы	8%
Коэффициент оттока абонентов	25%

		Капвложения					
		\$100	\$120	\$140	\$160	\$180	\$200
Норма EBITDA	45%	\$4,5	\$5,3	\$6,1	\$6,9	\$7,7	\$8,5
	47%	\$4,4	\$5,1	\$5,9	\$6,6	\$7,4	\$8,1
	49%	\$4,2	\$4,9	\$5,7	\$6,4	\$7,1	\$7,9
	51%	\$4,1	\$4,8	\$5,5	\$6,2	\$6,9	\$7,6
	53%	\$3,9	\$4,6	\$5,3	\$6,0	\$6,7	\$7,3
	55%	\$3,8	\$4,5	\$5,1	\$5,8	\$6,4	\$7,1

Источник: оценка Альфа-Банка

## Операторы альтернативной связи

### Голден Телеком

<b>Илл. 50. Ключевые финансовые индикаторы</b>				
На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	361	569	670	780
EBITDA, млн. \$	115	176	214	255
Чистая прибыль, млн. \$	55	92	113	137
P/E	19.8	12.0	9.7	8.0
EV/EBITDA	9.2	6.0	5.0	4.2
Капитализация, млн. \$	1,099			
EV, млн. \$	1,059			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

<b>Илл 51. Краткий обзор компании</b>	
<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Самый большой альтернативный оператор в России</li> <li>Сильные балансовые показатели</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Относительно низкая ликвидность</li> <li>Ограниченная транспортная инфраструктура</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Приобретения альтернативных операторов</li> <li>Дальнейшая экспансия в регионы</li> <li>Либерализация рынка дальней связи</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Увеличение платежей Ростелекому за аренду каналов связи</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

### МТС

<b>Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы</b>				
На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	2,546	4,080	5,332	6,107
EBITDA, млн. \$	1,339	2,250	2,968	3,412
Чистая прибыль, млн. \$	517	978	1,364	1,544
P/E	26.7	14.1	10.1	9.0
EV/EBITDA	11.7	7.0	5.3	4.6
Капитализация, млн. \$	13,825			
EV, млн. \$	15,664			
Число абонентов, '000	6,690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-Банка

<b>Илл 53. Краткий обзор компании</b>	
<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Прочное финансовое положение</li> <li>Лицензии покрывают практически всю территорию России (87 регионов из 89)</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Относительно небольшое количество акций в свободном обращении</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Расширение на рынки СНГ</li> <li>Включение в индекс MSCI</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Введение Резерва универсального обслуживания</li> <li>Падение доли рынка в Московской ЛЗ</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 54. Основные события

Дата	Событие
9 ноября	<b>Внеочередное собрание акционеров МТС утвердило кандидатуру Хельмута Ройшенбаха (Helmut Reuschenbach, директор, Lazard &amp; Co. GmbH Frankfurt) на пост независимого директора компании.</b> Мы полагаем, что г-н Ройшенбах может быть довольно знаком с деятельностью компании, так как он играл активную роль в подготовке МТС к процедуре IPO в 2000 г. и вел общую координацию процесса, будучи в то время начальником казначейства и старшим вице-президентом по финансам в Deutsche Telekom. МТС до сих пор остаётся наиболее прозрачной российской компанией и мы полагаем, что г-н Ройшенбах (который также был выбран главой комитета по аудиту) и далее улучшит прозрачность.
9 ноября	<b>Дойче Телеком планирует продать 25.1% в МТС в рамках стратегии по продаже миноритарных долей в компаниях за рубежом и фокусе на развитии бизнеса в Европе и Северной Америке.</b> Мы считаем, что эта новость, хотя официально и не подтверждена, реалистична с учетом того, что Дойче Телеком не удалось получить контроль над МТС и его общей стратегии
23 ноября	<b>МТС опубликовала успешные результаты, которые оказались выше и наших ожиданий, и ожиданий рынка.</b> Динамика ARPU в России соответствует нашим ожиданиям – неизменно кв-к-кв на уровне \$14 по двум уравновешивающимся причинам: сильный сезонный рост использования, и растущая доля абонентов pre-paid, которые размывают существующую абонентскую базу. В то же время, рост ARPU на 5% кв-к-кв до \$15,4 на Украине стал приятным сюрпризом. Компания объясняет это общим трендом роста трафика, что частично произошло из-за роста среднего дохода после снижения подоходного налога до 13%. Новая «дочка» в Узбекистане добавила \$10,1 млн (около 1%) к выручке.

Источники: оценки Альфа-Банка



## Вымпелком

### Илл 55. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1,336	2,308	3,158	3,719
EBITDA, млн. \$	613	1,117	1,619	1,936
Чистая прибыль, млн. \$	234	454	752	910
P/E	34.1	17.6	10.6	8.8
EV/EBITDA	14.8	8.1	5.6	4.7
Капитализация, млн. \$	7,988			
EV, млн. \$	9,082			
Число абонентов, '000	5,155			
Кол-во акций, млн.	205			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 56. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Лидерство на московском рынке (48%)
- Теленор и Альфа Груп в качестве стратегических инвесторов

#### Слабые стороны

- Самый низкий ARPU среди трех ведущих мобильных операторов

#### Возможности

- Расширение на рынки СНГ
- Потенциальное слияние с Мегафоном
- Включение в индекс MSCI Russia

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 57. Основные события

Дата	Событие
3 ноября	<b>ВымпелКом стал победителем с 1 017 тыс. новых абонентов в России против 800 тыс. у МТС и 660 у Мегафона.</b> Разрыв между ВымпелКомом и МТС по долям на российском рынке сократился до минимума: МТС показала 35%, а ВымпелКом – 34%. Эти цифры поддерживают наш аргумент, что ВымпелКом набрал хорошую скорость развития, что позволит ему обогнать МТС через некоторое время.
12 ноября	<b>Bank of New York, действующий как депозитарий для программы АDR ВымпелКома, объявил, что с 22 ноября, ВымпелКом изменит коэффициент по АDR с 4 АDR на 3 акции до 4 АDR на 1 акцию.</b> Никаких действий со стороны держателей АDR не требуется, каждый из них получит 2 дополнительные АDR за каждую во владении. Эта новость нейтральна для бумаг и может косвенно повысить их ликвидность. Официальные лица МТС сказали, что тоже рассматривают возможность разделения акций, однако, ни сроки, ни отношение не были озвучены
16 ноября	<b>Вымпелком 18 ноября опубликует финансовые результаты за 3Кв04.</b> Мы ожидаем сезонно сильный ARPU (поддержанный роумингом как своих, так и чужих абонентов), и, по нашим оценкам, данный показатель останется неизменным на поквартальной основе на уровне \$11. Вымпелком консолидировал бизнес в Казахстане в сентябре, что добавит около 1,5% к выручке за 3Кв04. Мы ожидаем, что рентабельность компании останется в третьем квартале высокой, и ожидаем норму EBITDA на уровне 50%.
18 ноября	<b>Финансовые результаты ВымпелКома за 3Кв04 оказались в целом близки к нашим ожиданиям, хотя немного меньше по чистой прибыли.</b> ARPU несколько сократилась кв-к-кв до \$10,7, хотя и в Москве и в регионах она была выше по сравнению с предыдущим кварталом (в связи с сезонным фактором) и ее сокращение вызвано исключительно увеличением доли региональных абонентов в общей абонентской базе, что снизило смешанную ARPU из-за низкой региональной ARPU. Норма EBITDA 49,1% оказалась несколько ниже нашего прогноза (50%) и результата 2Кв04 (49,8%) из-за сильного сезонного роста низкоприбыльной выручки от роуминга (административные, общехозяйственные и коммерческие издержки как доля в выручке остались на уровне 32%), но мы ожидаем, что этот эффект завершится по окончании сезона активного роуминга. Также затраты на привлечение абонента прекратили в 3Кв04 своё падение и даже несколько выросли кв-к-кв до \$14,2.

Источники: оценки Альфа-Банка

## Операторы традиционной связи

### МГТС

### Илл 58. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	473	559	646	728
EBITDA, млн. \$	207	232	254	278
Чистая прибыль, млн. \$	70	71	76	78
P/E	16.5	16.1	15.0	14.7
EV/EBITDA	5.9	5.3	4.8	4.4
Капитализация, млн. \$	1,110			
EV, млн. \$	1,223			
Используется линий, '000	4,128			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 59. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 60. Основные события**

Дата	Событие
5 ноября	<p><b>Выручка МГТС сохранила свой уровень в 3Кв04 и выросла относительно предыдущего года всего на 4%.</b> Мы полагаем, что это произошло по причине двух основных факторов: не было изменений тарифов за квартал и, косвенно, это демонстрирует потерю рыночной доли в пользу альтернативных операторов.</p> <p>В то же время, норма операционной прибыли компании сократилась на 3 пп. кв-к-кв до 35% (и на 10 пп. год-к-году). МГТС объясняет это снижение эффективности неденежными статьями, связанными с ростом амортизационных отчислений.</p> <p>Чистая прибыль выросла на 4 пп. кв-к-кв до 11%, а суммарная чистая прибыль за 9М04 превысила 1 млрд. руб. Мы ожидаем дивидендную доходность 3% по привилегированным акциям МГТС по итогам 2004 г. и незначительную по обыкновенным.</p>

Источники: оценки Альфа-Банка

## Ростелеком

**Илл. 61. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1,039	1,219	1,296	1,358
ЕБИТДА, млн. \$	385	457	389	387
Чистая прибыль, млн. \$	41	98	88	102
P/E	51.8	51.8	51.8	51.8
EV/ЕБИТДА	5.4	4.6	5.4	5.4
Капитализация, млн. \$	1,935			
EV, млн. \$	2,084			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 62. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

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

**Угрозы**

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 63. Основные события**

Дата	Событие
1 ноября	<p><b>Ростелеком опубликовал нейтральные результаты за 3Кв04 по РСБУ:</b> выручка выросла на 5% (в рублевом измерении) кв-к-кв притом, что основной рост пришел от международного трафика – как исходящего (рост выручки на 5,6% кв-к-кв) так и входящего (9,3%), в то время как выручка от междугороднего трафика осталась неизменной. Рост международного трафика, и соответственно, рост выручки от данных услуг, мы относим к возвращению компанией доли рынка от операторов IP-телефонии, так и от альтернативных операторов и от 'серых схем', а не от роста деловой активности, или общего роста рынка международной связи в целом.</p> <p>Что касается операционной эффективности, рентабельность компании осталась неизменной на основе кв-к-кв: норма операционной прибыли составила 33% в 3Кв04 и норма ЕБИТДА - 39% (по РСБУ). Рассматривая динамику год-к-году, можно отметить, что норма ЕБИТДА (для целей сравнения мы исключили эффект от введения новой системы расчетов) также осталась стабильной на уровне 46%.</p>

Источники: оценки Альфа-Банка

## Металлургия

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

**В ноябре многие металлургические акции снизились в цене**

В ноябре многие акции металлургических компаний снизились (ввиду общего падения рынка). Однако акции НТМК показали впечатляющий рост, подорожав в ноябре на 15%. Эта акция давно была в числе наших любимых во «втором эшелоне». Росту акций НТМК способствовали хорошие отчеты за 1П04 по МСФО и за 9 мес. 2004 г. по РСБУ (в 1-м полугодии 2004 г. операционная рентабельность по МСФО выросла по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 11 п.п. до 26%).

**Акции Северстали сохраняют 38%-ный потенциал роста**

Что касается черной металлургии, мы рекомендуем инвесторам ПОКУПАТЬ в первую очередь акции Северстали, сохраняющие 38%-ный потенциал роста. Кроме того, мы полагаем, что за 4Кв04 Северсталь

может выплатить дивиденды в размере около \$5 на акцию (по итогам первых трех кварталов этого года уже выплачено примерно \$10 на акцию). Однако очередное объявление о выплате дивидендов будет сделано, по-видимому, не раньше 1Кв05. Кроме того, Северсталь выпустила хороший консолидированный отчет за 1П04 по МСФО, который в целом соответствует нашим прогнозам и подтверждает положительную оценку компании.

Норильский Никель выпустил хороший отчет за 1П04 по МСФО, в целом соответствующий нашим прогнозам. Акции компании, имеющие 42%-ный потенциал роста, занимают первую строчку в списке рекомендуемых нами бумаг предприятий цветной металлургии.

**Аукцион по продаже госпакета акций ММК (22 декабря) станет мощным катализатором цены акций**

В ноябре РФФИ официально объявил о дате и стартовой цене аукциона по продаже госпакета (17,81%, или 1,9 млрд. обыкновенных акций, что составляет 24% выпущенных и размещенных обыкновенных акций компании) акций крупнейшего российского сталеплавильного предприятия - Магнитогорского металлургического комбината. Госпакет будет продан на открытом аукционе 22 декабря. Стартовая цена - \$790,15 млн. В торгах могут участвовать и иностранные компании.

При стартовой цене \$790,15 млн за 24%-ный пакет (\$0,41 за акцию), получаем, что стоимость компании оценена на уровне \$4,1 млрд, а коэффициент 2004П EV/EBITDA., соответственно, составляет 2,6. Т.о., пакет оценен с 4%-ной премией к среднему коэффициенту для российских сталеплавильных компаний, рассчитанному на основе отчетности по МСФО. Основными претендентами на госпакет ММК мы считаем ее же менеджмент (контролирует 57% обыкновенных акций ММК) и Мечел (17%). О намерении участвовать в аукционе объявил и НЛМК. Мы оцениваем стоимость госпакета на уровне \$750-900 млн.

Можно ожидать, что аукцион станет сильным катализатором для акций ММК, поскольку с продажей госпакета снимаются риски, связанные с нынешней неустойчивостью состава акционеров. Кроме того, после аукциона менеджмент, возможно, постарается повысить ликвидность акций ММК, в т.ч. путем их вывода на РТС. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ и расчетную цену \$0,52 за акцию.

**Илл 64. Цены на металлы**

	Последняя цена	Изм., м-к-м	Мин. цена, 52 недели	Макс цена, 52 недели	YTD	Средняя цена, YTD	2004П, Альфа	Разн, Альфа/YTD
	\$	%	\$	\$	%	\$	\$	%
Алюминий, \$/т	1838	-1.6	1534	1902	15.6	1707	1650	-3
Медь, \$/т	3240	7.4	2154	3303	39.8	2841	2750	-3
Никель, \$/т	14265	2.6	10510	17750	-14.0	13851	14000	1
Платина, \$/унц	868	4	765	945	6.8	846	750	-11
Палладий, \$/унц	211	-1	188	338	8.5	235	250	6
Золото, \$/унц	451	5	372	455	8.5	407	400	-2

Источники: оценки Альфа-Банка

## Норильский Никель

### Илл. 65. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	5,196	6,530	6,036	5,509
EBITDA, млн. \$	1,967	2,836	2,274	1,947
Чистая прибыль, млн. \$	861	1,624	1,143	892
P/E	14.7	7.8	11.0	14.1
EV/EBITDA	6.2	4.3	5.4	6.3
Капитализация, млн. \$	12,620			
EV, млн. \$	12,277			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 66. 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. 67. Основные события

Дата	Событие
9 ноября	Норильский Никель объявил окончательные условия обмена акций РАО Норильский Никель на акции ГМК Норильский Никель с коэффициентом обмена 1:1. Обмен начнется 1 декабря 2004, и продлится 6 месяцев вплоть до 31 мая 2005 года.
15 ноября	Согласно неконсолидированной отчетности ГМК «Норильский Никель» за 9М04 г. по РСБУ, выручка компании в январе-сентябре текущего года выросла по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 29% до \$4,056 млрд. Мы считаем, что увеличение выручки объясняется, прежде всего, ростом цен на металлы (на Лондонской бирже металлов никель, медь, платина и палладий подорожали по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 58%, 66%, 27%, и 18%, соответственно). Более того, стоимость реализованной продукции увеличилась лишь на 8% год-к-году. В итоге компания показала резкий рост как операционной прибыли – на 43% до \$2,072 млрд, так и операционной рентабельности – на 5 п.п. до 51%. Помимо указанных выше причин рост чистой прибыли на 58% год-к-году до \$1,380 млрд объясняется и значительным (-31%) снижением по статье «Прочие расходы». Поквартальная динамика финансовых показателей еще более позитивна, однако во 2Кв04 в течение полутора месяцев отгрузка продукции из порта Дудинка не производилась. В общей выручке за 3Кв04 доля цветных металлов составила 63%, никеля - 47%.
19 ноября	Норильский Никель опубликовал финансовые результаты за 1П04 по МСБУ. Как мы и ожидали, снизившиеся во втором квартале цены на металлы привели к снижению рентабельности во 2Кв2004 года по сравнению с 1Кв04, и во втором квартале EBITDA рентабельность снизилась до 43% по сравнению с 47% в 1Кв04. В результате, EBITDA рентабельность в 1П04 составила 45%, что соответствовало нашим ожиданиям. Чистая прибыль компании составила \$698 млн. Тем не менее, для целей сравнения эта цифра должна быть скорректирована на \$191 млн, что относится на изменение стоимости инвестиций (что стало следствием снижения рыночной стоимости 20% в Gold Fields). В результате, скорректированная чистая прибыль в 1П04 составила \$889 млн, что на 9% выше нашего прогноза в \$819 млн. Ключевыми катализаторами для компании остается динамика цен на металлы; изменения в налогах; инвестиции в активы по золотодобыче (результаты по Сухому Логу и исход сделки Gold Fields/Harmony); а также улучшения прозрачности компании (своевременное раскрытие финансовых данных и данных по МПГ).

Источники: оценки Альфа-Банка

## Северсталь

### Илл. 68. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	3,202	6,065	5,596	5,948
EBITDA, млн. \$	1,035	1,948	1,577	1,610
Чистая прибыль, млн. \$	591	1,187	900	919
P/E	N/3	3.5	4.6	4.5
EV/EBITDA	4.1	2.2	2.7	2.6
Капитализация, млн. \$	4161			
EV, млн. \$	4221			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 69. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма EBITDA (МСБУ) в 2004Е г. - 32%
- 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. 70. Основные события**

Дата	Событие
1 ноября	<b>Северсталь опубликовала сильные консолидированные результаты за 1П04 по IAS.</b> Выручка выросла на 101% год-к-году из-за роста цен на сталь и консолидации Rouge Steel. Северсталь завершила покупку Rouge в январе 2004, и, по нашим оценкам, консолидация выручки компании (\$400 млн за 5 месяцев) составила около 33% от общего роста выручки.
9 ноября	<b>Северсталь предложила купить Stelco, одного из крупнейших производителей стали в Канаде, который в данный момент находится в процессе банкротства.</b> Новость о возможном предложении Северстали купить данную компанию появилась еще в октябре, и потому предложение не стало сюрпризом. Цена предложения не была раскрыта. Северсталь предложила рефинансировать долги компании (около \$640 млн), а также осуществить капитальные вложения примерно на \$330 млн. Также Северсталь объявила, что хочет заключить новый трудовой договор с рабочими Stelco. Текущая рыночная капитализация Stelco составляет примерно \$125 млн.

Источники: оценки Альфа-Банка

## Машиностроение

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

**Siemens направил в ФАС запрос на изменение механизма сделки по приобретению 71% акций Силовых Машин**

В Федеральную антимонопольную службу поступил новый запрос на приобретение 71% Силовых Машин. На этот раз запрос инициирован немецкой фирмой, которая, как полагают, является «дочкой» Siemens.

Напомним, что этим летом Siemens предложил Интерросу продать долю в капитале Силовых Машин, что фактически стало причиной срыва объединения Силовых Машин с ОМЗ, предусматривавшего создание СП на паритетных началах. Интеррос должен был внести свою долю акциями Силовых Машин (71%), Siemens – оплатить деньгами. Предполагалось также, что Siemens вложит в Силовые Машин \$200 млн в течение 3-5 лет, после чего будет иметь право стать единственным владельцем СП.

Теперь же речь идет об изменении механизма сделки: Siemens получает 50% акций в компаниях, которые владеют 71% Силовых Машин в интересах Интерроса. Недавно Интеррос выделил из состава Силовых Машин Калужский турбинный завод, который участвующий в выполнении оборонных заказов. Т.о., Интеррос пытается обеспечить положительное решение ФАС, с которым надо придется согласовывать сделку.

С правительством Германии сделка уже согласована.

Мы полагаем, что хотя российское правительство в принципе может поддержать создание СП, новое ходатайство вряд ли будет удовлетворено, поскольку предлагаемый механизм сделки подразумевает получение иностранной компанией контрольного пакета акций производителя энергетического оборудования, имеющего стратегическое значение.

**Интерес к акциям Силовых Машин проявил также Базэл**

Интерес к приобретению доли Интерроса в Силовых Машин проявил также Базэл. Со ссылкой на источник в Базэле газета «Ведомости» сообщила, что компания, возможно, сделает соответствующее предложение, если не утвердят сделку с Siemens.

Мы полагаем, что Базэлу надо куда-то «пристроить» свободные денежные средства, накопившиеся благодаря высоким ценам на мировом рынке металлов. Базэл уже является акционером нескольких энергокомпаний и, по-видимому, считает инвестиции в производство энергетического оборудования перспективными.

**Отчет АвтоВАЗа за 9 мес. 2004 г. по РСБУ: рост выручки на 25%, чистой прибыли – на 85% год-к-году**

Мы полагаем, что эта новость существенно не повлияет на динамику акций Силовых Машин, поскольку Базэл не стремится «перебить» предложение Siemens, а только строит планы на случай, если немецкую компанию постигнет неудача.

АвтоВАЗ выпустил финансовые отчеты за 9 мес. 2004 г. по РСБУ. Наша финансовая модель по АвтоВАЗу построена на данных по МСФО. Тем не

менее, по отчетности, составленной по российской системе учета, также можно получить представление о динамике выручки и рентабельности. Кроме того, дивиденды рассчитываются на основе чистой прибыли именно по РСБУ.

**Илл. 71. Сравнение результатов АвтоВАЗа 9 мес. 2003 и 9 мес. 2004 гг. по РСБУ**

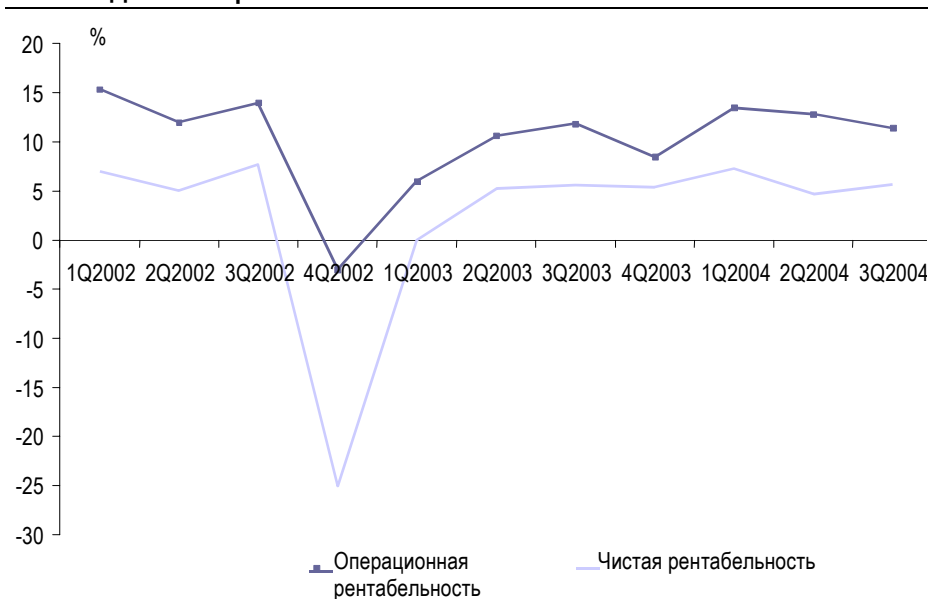
	9 мес. 2003 \$ млн.	9 мес. 2004 \$ млн.	Изменение %
Выручка	2 576	3 217	24,9
Себестоимость	-2 246	-2 686	19,6
Валовая прибыль	329	531	61,3
Управленческие, коммерческие издержки	-76	-127	66,6
Операционная прибыль	253	404	59,7
Прочие расходы	-105	-137	31,0
Прибыль до налогов	148	266	80,1
Налоги	-46	-78	68,2
Чистая прибыль	102	188	85,6
<i>Нормы прибыли</i>			
Н. валовой прибыли, %	12,8	16,5	
Н. операционной прибыли, %	9,8	12,6	
Н. прибыли до налогов, %	5,7	8,3	
Н. чистой прибыли, %	3,9	5,9	
Продано автомобилей	544 472	548 187	0,7
Выручка на один автомобиль, \$	4731	5869	24,1

Источники: отчёты компании, оценки Альфа-Банка

**Ориентация на производство более дорогих моделей позволила АвтоВАЗу повысить рентабельность до**

Выручка выросла на 25% год-к-году до \$3,217 млрд в основном из-за роста среднего дохода в расчете на каждый реализованный автомобиль (+24% год-к-году). Рост последнего показателя, в свою очередь, объясняется как повышением цен на автомобили, так и уменьшением доли дешевых моделей («Классики» и «восьмёрки») в общем объеме производства. Ориентация на производство более дорогих моделей позволила компании повысить рентабельность: норма валовой прибыли выросла на 4 п.п. до 17%, норма чистой прибыли - на 2 п.п. до 6%.

**Илл. 72. Динамика рентабельности АвтоВАЗа**



Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Если исходить из того, что во избежание новых исков со стороны миноритариев АвтоВАЗ будет вынужден выплатить в виде дивидендов по префам как минимум 10% чистой прибыли, владельцы

привилегированных акций получают по \$5 на акцию. Тогда по текущей биржевой цене дивидендная доходность составила бы 18%.

**В 1П04 из-за повышения отпускных цен на автомобили выручка выросла на 35%**

В конце ноября АвтоВАЗ опубликовал промежуточный отчет по МСФО за 1П04. Он оказался хорошим. Судя по нему, фактические показатели выручки и рентабельности по итогам текущего года могут быть превышены.

Выручка выросла год-к-году на 35% до \$2637 млн из-за увеличения среднего дохода на каждый реализованный автомобиль на 29%. Мы же прогнозировали по итогам 2004 г. 16%. Рост данного показателя вызван тремя причинами: 1) повышением отпускной цены; 2) укреплением рубля; 3) изменениями в ассортименте продукции (прекращено производство ряда дешёвых моделей).

Основным стимулятором рентабельности стал опережающий (по сравнению с затратами) рост средней цены автомобиля. Норма валовой прибыли в 1П04 составила 18% против 14% в 1П03 (наш прогноз по итогам 2004 г. 16%). То же самое можно сказать и о норме EBITDA: +12%, +9% и +10%, соответственно. В абсолютном выражении показатель EBITDA вырос на 81% год-к-году до \$314 млн.

**Илл. 73. Сравнение финансовых результатов АвтоВАЗа за 1П03-1П04 по МСФО**

	1П04 \$ млн.	1П03 \$ млн.	Изменение %
<b>Выручка</b>	<b>2 637</b>	<b>1 950</b>	<b>35%</b>
Себестоимость	2 165	1 670	30%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>472</b>	<b>280</b>	<b>68%</b>
Управленческие и коммерч. издержки	251	173	45%
НИОКР	11	16	-30%
Прочие расходы	9	17	-46%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>201</b>	<b>73</b>	<b>173%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>314</b>	<b>173</b>	<b>81%</b>
Прочие расходы (доходы)	46	16	193%
<b>Прибыль до налогов</b>	<b>154</b>	<b>58</b>	<b>168%</b>
Налоги	49	(54)	-192%
Чистая прибыль	105	111	-5%
Интерес меньшинства	3	21	-85%
<b>Чистая прибыль с учётом инт. меньшинства</b>	<b>102</b>	<b>90</b>	<b>13%</b>
<i>Норма</i>			
Валовая	18%	14%	
EBITDA	12%	9%	
Операционная	8%	4%	
До налогов	6%	3%	
Чистая	4%	6%	
Чистая с учётом инт. меньшинства	4%	5%	
Автомобилей продано	356 397	350 095	2%
Автомобилей произведено	349 176	320 395	9%
Средняя выручка с проданного автомобиля, \$	5 748	4 464	29%

Источники: отчёты компании, оценки Альфа-Банка

**По итогам 1П04 АвтоВАЗ показал рост чистой прибыли**

Несмотря на то, что норма чистой рентабельности в 1П03 была выше, чем в 1П04 (6% и 4%, соответственно), фактически произошло не снижение, а рост рентабельности (из \$111 млн чистой прибыли, полученной в 1П03, \$54 млн – это неденежный доход в виде возмещения по налогу на прибыль).

Мы собираемся пересмотреть финансовую модель по АвтоВАЗу. На данный момент сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ и расчётную цену \$25.

## Объединённые Машиностроительные Заводы

**Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	546	617	678	699
ЕБИТДА, млн. \$	57	58	48	46
Чистая прибыль, млн. \$	23	-83	13	16
P/E	6.0	N/M	10.6	8.6
EV/ЕБИТДА	5.1	5.0	6.0	6.2
Капитализация, млн. \$	137			
EV, млн. \$	288			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 75. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

- Низкая рентабельность (норма чистой прибыли в 2003 - 4%)
- Стоимость компании подорвана неудачей в слиянии с Сильными Машинами

**Возможности**

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

**Угрозы**

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## Пищевая промышленность и розничная торговля

Александр Свинов, (7 095) 795-3745

### Товары народного потребления и розничная торговля

**За ноябрьскими IPO компаний «Седьмой континент» и «Открытые инвестиции» в 2005 г. и далее последуют многие другие**

Ноябрь оказался особенно активным месяцем, с точки зрения IPO. Вслед за пивоваренной компанией Эфес, которая провела IPO в конце октября, свои акции разместили еще две компании – крупная розничная продовольственная сеть «Седьмой континент» и риэлторский фонд «Открытые инвестиции». Мы считаем, что эти IPO оказались успешными, поскольку акции были размещены полностью и сейчас торгуются выше цен размещения. Компания «Седьмой континент» разместила пакет из 15% акций за \$80,6 млн, оценив тем самым свой бизнес в \$537 млн, а «Открытые инвестиции» разместили 38,5% акций за \$69 млн, что дает оценку их бизнеса в \$178,7 млн. Мы считаем, что в 2005 г. и далее активность IPO увеличится, ибо конкуренция заставляет компании искать более дешевого источника средств для финансирования своего роста.

**Как «Балтика», так и САН Интербрю объявили о росте выручки, измеряемом двузначным числом, ...**

«Балтика» объявила хорошие результаты за 3-й кв. 2004 г. Ее выручка увеличилась на 43,7% - благодаря росту объемов (+30,4%), повышению цен и изменениям в отчетности. Хотя рентабельность ЕБИТДА снизилась, она сохраняется на хорошем уровне (30%), а чистая рентабельность достигла 16,6%. Мы ожидаем, что в 4-м кв. 2004 г. (и далее) компания сохранит высокую эффективность. Фирма САН Интербрю тоже объявила хорошие итоги за 3-й кв. 2004 г., хотя у нее рост выручки происходил медленнее, чем у «Балтики» - в силу того, что САН Интербрю показала значительный рост в предыдущий год.



**...но мы задаемся вопросом, будет ли он устойчив, учитывая ограничения продажи и потребления пива**

Между тем Государственная Дума приняла закон, запрещающий продажу и потребление пива в общественных местах, что создает проблемы для местных пивоваренных компаний. Хотя мы полагаем, что закон будет трудно претворить в жизнь, особенно в отношении потребления пива, он неизбежно приведет к замедлению роста пивного рынка и к увеличению расходов на дистрибуцию. Пока рано говорить о результатах принятия закона, но мы уже внесли поправки в наши прогнозы роста пивного рынка на 2005-2006 гг. в сторону понижения (до 7,6% и 1,5%, соответственно).

## Вимм-Биль-Данн

### Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	825	938	1114	1320
EBITDA, млн. \$	84	80	93	140
Чистая прибыль, млн. \$	36	21	24	54
P/E	17.0	28.8	24.9	11.2
EV/EBITDA	9.2	9.8	8.4	5.6
Капитализация, млн. \$	607			
EV, млн. \$	778			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл 77. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## Балтика

### Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	737	945	1103	1164
EBITDA, млн. \$	227	260	306	327
Чистая прибыль, млн. \$	123	145	175	189
P/E	16.0	13.6	11.2	10.4
EV/EBITDA	9.0	7.8	6.7	6.2
Капитализация, млн. \$	1968			
EV, млн. \$	2035			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 79. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка

#### Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

## Сан Интербрю

### Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	612	818	971	1075
EBITDA, млн. \$	114	145	174	192
Чистая прибыль, млн. \$	24	35	58	67
P/E	12.3	8.4	5.1	4.4
EV/EBITDA	4.3	3.4	2.8	2.6
Капитализация, млн. \$	296			
EV, млн. \$	493			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 81. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

#### Возможности

- Новые формы упаковки и новые сорта пива увеличат долю рынка

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ

### Аптеки 36.6

### Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	148	209	282	380
EBITDA, млн. \$	14	16	17	33
Чистая прибыль, млн. \$	1	2	1	11
P/E	134.0	71.9	217.7	13.3
EV/EBITDA	13.3	13.1	12.9	6.9
Капитализация, млн. \$	144			
EV, млн. \$	212			
Кол-во акций, млн.	8			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл 83. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Сильные позиции на московском рынке, присутствие на региональных рынках
- Популярный брэнд (36.6)

#### Слабые стороны

- Низкая ликвидность
- Минусовой «кэш флоу» до 2006 г.

#### Возможности

- Развитие бизнеса в регионах через приобретение компаний
- Увеличение объема продаж за счет расширения числа наименований товаров в каждой торговой точке

#### Угрозы

- Вследствие конкуренции рентабельность будет снижаться
- Недофинансирование может стать препятствием для роста

Источники: оценки Альфа-Банка

**КОСМЕТИКА**
**Калина**
**Илл. 84. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	157	187	216	246
ЕБИТДА, млн. \$	23	29	34	39
Чистая прибыль, млн. \$	14	19	23	26
P/E	11.0	8.0	6.8	5.9
EV/ЕБИТДА	7.9	5.5	4.4	3.5
Капитализация, млн. \$	155			
EV, млн. \$	180			
Кол-во акций, млн.	8.4			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 85. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

- Высокая доля небрендованных продуктов

**Возможности**

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

**Угрозы**

- Сильная конкуренция с международными производителями

Источники: оценки Альфа-Банка

## Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

**Рынок положительно воспринял отчет Сбербанка за 9 мес. 2004 г. по РСБУ**

В октябре значимые новости касались в основном госбанков. Сбербанк выпустил хороший отчет за 9 мес. 2004 г. по РСБУ (по сравнению с аналогичным периодом прошлого года прибыль выросла на 74%). Главным признаком оптимизации структуры доходов Сбербанка стал резкий рост комиссионных доходов (+68% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года). Вместе с тем нельзя не видеть, что рост комиссионного дохода объясняется изменением условий обслуживания госструктур (если раньше Сбербанк делал это на безвозмездной основе, то теперь он берет с них плату). Т.о., рост доходов банка отражает все-навсего операцию по переключиванию госсредств из одного кармана в другой. Рост расходов на персонал (+15%) также трудно оценить однозначно – это цифра ниже прогноза, но она все-таки по-прежнему слишком большая.

**В скором времени может быть объявлено о продаже 10% акций ВТБ**

Внешторгбанк сообщил о возможности заключения сделки по продаже 10% акций иностранному банку. Мы считаем, что на этот раз у ВТБ больше шансов заключить сделку (ранее ВТБ вел переговоры с ЕБРР, которые завершились безрезультатно). Судя по всему, государство намерено снизить долю своего участия в капитале госбанков. Кроме того, момент сейчас удобный: в результате июльского кризиса в банковском секторе госбанки заметно укрепили свои позиции на рынке.

**В ожидании повышения рейтинга России агентством S&P растет спрос на бумаги Сбербанка**

Хотя в ближайшее время появления сколько-нибудь важных новостей по банковскому сектору не предвидится, мы полагаем, что акции Сбербанка будут продолжать демонстрировать хорошую динамику. Ожидающееся присвоение российскому суверенному долгу рейтинга инвестиционного уровня агентством S&P должно оказать поддержку котировкам бумаг Сбербанка. В пользу такого прогноза говорит и выросший в последнее время спрос на ГДР Сбербанка. По данным руководителя ФСФР Олега Вьюгина, в настоящее время объем выпущенных Сбербанком ГДР составляет около 5%, тогда как еще совсем недавно – в апреле текущего года – он равнялся 1%. В ближайшем будущем ликвидность будет основным фактором роста цены акций Сбербанка.

## Сбербанк

### Илл. 86. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Активы, млн. \$	50,170	67,453	75,983	84,870
Чистая прибыль, млн. \$	473	767	824	929
P/E	19.5	12.0	11.2	9.9
Капитализация, млн. \$	9,489			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 87. 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 подолвать монополию на вклады пенсионеров
- Страхование депозитов увеличит стоимость их обслуживания на 10%

Источники: оценки Альфа-Банк

### Илл. 88. Основные события

Дата	Событие
5 ноября	<b>Сбербанк опубликовал результаты за 9М04, которые показали существенную прибыль по РСБУ в размере 43 млрд. руб.</b> Фундаментальное улучшение видно по снижению затрат финансирования с 5,7% во 2Кв04 до 5,3% в 3Кв04, после банковского кризиса. В остальном картина довольно смешанная, так как затраты на персонал продолжают расти, часть показанной прибыли была получена из-за технической переоценки портфеля бумаг с фиксированной доходностью, а отчётность отражает новые правила ЦБР начисления резервов по кредитам.
22 ноября	<b>Глава Федеральной службы по финансовым рынкам Олег Вьюгин сделал заявление по поводу ГДР Сбербанка.</b> Программа ГДР позволяет размещение ГДР в размере до 19,9% акций Сбербанка, что соответствует большей части акций в свободном обращении. Недавно объём ГДР увеличился с 1,3% капитала Сбербанка до 5%. Официальная доля акций Сбербанка в свободном обращении составляет 39%, что не учитывает только долю ЦБР. Однако, так как существенная доля акций принадлежит служащим и менеджменту Сбербанка, мы всегда использовали 25% капитала Сбербанка в качестве оценки количества акций в свободном обращении. После недавнего увеличения доли ГДР до 5%, расписки представляют теперь пятую часть от количества акций в свободном обращении и, как кажется, ответственны за образование премии по, так называемым, «очищенным» акциям (т.е. акциям с разрешением ЦБР на приобретение иностранцами).

Источники: оценки Альфа-Банка

## Рынок облигаций

Валентина Крылова, (7 095) 795-3742

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

**Fitch Ratings повысило суверенный рейтинг РФ до инвестиционного уровня (BBB-)**

Рейтинговое агентство Fitch Ratings повысило долгосрочный суверенный рейтинг РФ в иностранной и национальной валютах с уровня «BB+» до «BBB-». Прогноз «стабильный».

Представитель Fitch отметил, что «повышение суверенного рейтинга России до инвестиционного уровня является отражением исключительно высоких макроэкономических показателей, которым способствуют высокие цены на нефть и в целом консервативная налогово-бюджетная политика. По мнению агентства, накопление значительных золотовалютных резервов и увеличение Стабилизационного фонда позволяет России обслуживать долговые обязательства даже в случае резких потрясений.

Данное решение открыло российский внешнедолговой рынок для консервативных инвестиционных фондов, которым разрешено инвестировать только в активы стран, получивших определенный рейтинг – как правило, инвестиционного уровня и причем, как минимум, у двух ведущих агентств. Таким образом, присвоение России инвестиционного рейтинга агентством Fitch (Moody's присвоило РФ рейтинг Baa3 в октябре 2003 г.) существенно расширит спектр инвесторов в российские долговые бумаги.

В то же время в уставе многих фондов специально оговорено, что одним из двух кредитных агентств, присвоивших рейтинг инвестиционного уровня, должно быть S&P. Мы полагаем, что S&P может принять такое решение в 1 кв 2005. В октябре и ноябре представители агентства неоднократно упоминали о возможности повышения российского рейтинга в ближайшем будущем. На следующий день после объявления о решении Fitch Financial Times процитировала представителя S&P, отметившего, что высокий уровень российских золотовалютных резервов вполне может стать достаточным основанием для повышения суверенного рейтинга.

*Однако приток новых инвестиций со стороны консервативных инвестиционных фондов произойдет лишь в следующем году. Во-первых, требуется некоторое время для того, чтобы согласовать увеличение или открытие лимитов на российские обязательства. Даже при быстром решении этого вопроса покупки еврооблигаций до конца года маловероятны (большинство фондов предпочитает к концу года увеличивать денежную составляющую инвестиционных портфелей).*

Таким образом, приток средств консервативных инвесторов может начаться в начале следующего года, постепенно замещая часть спекулятивных денег. В долгосрочном плане увеличение доли длинных денег приведет к дальнейшему снижению корреляции с такими развивающимися рынками, как Бразилия и Турция. Зависимость российского долга от динамики КО США, наоборот, еще более возрастет.

**В ноябре цены российских облигаций росли из-за благоприятных внутренних новостей**

В ноябре спрос на российские еврооблигации оставался высоким. Главной причиной были хорошие новости о российской экономике. В течение первой декады месяца цены долговых бумаг росли на слухах о скором повышении российского рейтинга. Кроме того, российское правительство одобрило стратегию использования средств Стабфонда, в соответствии с которой основная часть накоплений будет направлена на досрочное погашение внешнего долга страны. Соответственно, часть инвесторов предпочла увеличить длинные позиции в российских суверенных бумагах РФ, что привело к некоторому ослаблению корреляции российского рынка с рынком КО США. В результате российские еврооблигации реагировали только на сильные изменения

цен КО США, например, активные продажи, вызванные благоприятными данными по числу новых рабочих мест в экономике США. Появившиеся опасения, что ФРС будет продолжать проводить жесткую бюджетную политику, оказали сильное негативное влияние на цены как американских, так и российских облигаций. Однако это влияние было лишь кратковременным, и в течение нескольких дней рынкам удавалось полностью восстанавливаться. В итоге к концу ноября длинные российские суверенные бумаги выросли на 1,5-2%.

***После повышения  
российского рейтинга  
агентством Fitch  
спреды достигли  
рекордно низких  
значений***

Основным событием ноября стало решение Fitch присвоить России инвестиционный рейтинг (BBB-). На этой новости спреды в доходности относительно КО США снизились до рекордно низкого уровня (спреды по суверенным облигациям с погашением в 2030 г. зафиксировались в диапазоне 230-250 б.п.). Тем не менее, российские облигации по-прежнему торгуются с премией 10-25 б.п. относительно доходности к погашению у мексиканских суверенных бумаг (Мексика получила инвестиционный рейтинг на уровне BBB- от агентств S&P и Fitch). Многие инвестфонды ориентируются на рейтинг S&P, и в случае повышения рейтинга России этим агентством спреды по суверенным облигациям снизились бы еще на 10-30 и.п.

***В декабре инвесторы,  
по-видимому, будут  
понемногу  
фиксировать прибыль  
по российскому долгу***

Если же S&P не порадует инвесторов инвестиционным рейтингом, то в декабре на российском долговом рынке, скорее всего, будет преобладать понижительная тенденция. Во-первых, спреды между доходностью российского долга и КО США близки к историческим минимумам, и для дальнейшего их сужения необходима какая-то действительно веская причина. Более того, доходность КО США держатся на неоправданно низком уровне, что делает цены американского долга очень чувствительными к темпам инфляции и бюджетному дефициту. Российские облигации, в свою очередь, из-за рекордно низких спредов будут очень зависимы от динамики КО США. Во-вторых, многие инвестфонды стараются увеличивать денежную позицию в своих портфелях, и из-за этого может возникнуть тенденция к сокращению спроса на облигации. Однако заметное снижение котировок российских суверенных бумаг маловероятно, т.к. S&P может в скором времени повысить рейтинг России.

**Илл. 89. Основные события**

Дата	Событие
1 ноября	<b>Правительство разработало законопроект, позволяющий УК покупать еврооблигации на внебиржевом рынке.</b> Одобрение данного законопроекта приведет к снижению волатильности российского рынка облигаций. <b>Джордж Буш избран президентом США еще на 4 года.</b> Победа Дж. Буша не оказала заметного влияния на долговой рынок, хотя в краткосрочной перспективе волатильность рынка возросла.
4 ноября	<b>Ведомства РФ определили стратегию использования стабилизационного фонда.</b> Достигнута договоренность об использовании средств стабфонда преимущественно на досрочное погашение внешних обязательств. Досрочное погашение наиболее дорогостоящих кредитов Парижского Клуба и МВФ позволит снизить затраты на текущее обслуживание внешнего госдолга. <b>ЕЦБ оставил учетную ставку на прежнем уровне (2%).</b>
5 ноября	<b>Число новых рабочих мест в экономике США увеличилось в октябре на 337 тыс против ожидавшихся 175 тыс.</b> Сразу после публикации экономических данных доходность к погашению 10-летнего выпуска КО США подскочила почти на 20 пунктов, что резко негативно сказалось и на ценах российских облигаций.
10 ноября	<b>Комитет по операциям на открытом рынке ФРС США повысил ключевую ставку на 25 б.п. – до 2% годовых.</b> В комментариях были отмечены улучшение рынка труда и ослабление инфляционного давления. Американские КО почти не отреагировали на решение ФРС, т.к. многие инвесторы уже закрыли длинные позиции. <b>Алроса разместила 10-летние еврооблигации на сумму \$300 млн с доходностью 8,95% годовых.</b> Несмотря на то, что дюрация нового выпуска значительно длиннее, чем у предыдущего выпуска с погашением в 2008 г. (6,5 лет по сравнению с 3,1), премия составила лишь 140 б.п.
11 ноября	<b>ВТБ привлек 3-летний синдицированный кредит в размере \$300 млн по ставке LIBOR+1,6%.</b> Кроме того, банк сообщил, что в 2005 г может выпустить еврооблигации на общую сумму не менее \$800 млн.
16 ноября	<b>Мексика разместила 15 летние еврооблигации в объеме 750 млн евро. Доходностью к погашению составила 5,64% годовых.</b> Общая сумма поданных заявок составила порядка €2 млрд. <b>Панама выпустила 10-летние еврооблигации в размере \$600 млн. Доходностью к погашению составила 7,35% годовых.</b> Общая сумма поданных заявок составила около €1,9 млрд. <b>Индекс потребительских цен в США вырос в октябре на 1,7% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года</b> (рынок прогнозировал +0,6%). С выходом этих данных среди инвесторов усилились опасения, что в дальнейшем ФРС будет проводить жесткую бюджетную политику. Рынки облигаций США и России отреагировали на новость активной фиксацией прибыли. <b>Выход данных об увеличении объема нетто-покупок облигаций США со стороны иностранных инвесторов с \$59,9 млрд в августе до \$63,4 млрд</b> несколько успокоил рынок. Вместе с тем, следует отметить, что рост объема покупок является, прежде всего, следствием увеличения спроса в сегменте корпоративных бумаг. <b>Объем госдолга США в портфелях нерезидентов увеличился в сентябре лишь на \$15 млрд.</b> Данный прирост стал минимальным с октября 2003 г. По-видимому, основной причиной такой динамики стало уменьшение объема интервенций ЦБ Японии, который в сентябре не проводил крупных интервенций в поддержку курса доллара.
17 ноября	<b>ЦБ Бразилии повысил ключевую ставку Selic на 50 б.п. – до 17,25% годовых.</b>
18 ноября	<b>Рейтинговое агентство Fitch Ratings повысило суверенный рейтинг РФ до инвестиционного уровня «BBB-». Прогноз «стабильный».</b> Также были повышены рейтинги облигаций Минфина (5 и 8 транши ОВГВЗ) с уровня «BB» до «BB+». Данное решение открыло российский внешнедолговой рынок для тех инвестиционных фондов, которым разрешены к покупке облигации стран, получивших инвестиционный рейтинг как минимум от двух известных ведущих агентств. Однако многие фонды ориентируются на инвестиционный рейтинг, присвоенный именно S&P.
	<b>Турция доразместила на \$500 млн еврооблигации с погашением в 2015 г по доходности 6,97%</b>

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 90. Динамика валютных облигаций на 30 ноября 2004г.**

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению	Текущая доходность	Дюрация	Спред к безрисковой ставке бп
			%	%	%	кол-во лет	
<b>Еврооблигации</b>							
Евро-05	7/24/05	103.19	-0.72	3.7	8.48	0.60	117.32
Евро-07	6/26/07	112.81	-1.53	4.6	8.86	2.24	154.97
Евро-10	3/31/10	109.75	-0.90	5.0	7.52	2.97	169.57
Евро-18	7/24/18	135.00	-0.37	7.0	8.15	8.06	266.82
Евро-28	6/24/28	158.50	-0.31	7.4	8.04	10.22	292.68
Евро-30	3/31/30	99.50	-0.62	6.9	5.03	8.59	253.41
<b>Облигации Минфина</b>							
Минфин 5	5/14/08	92.00	-0.54	5.6	3.26	3.25	226.65
Минфин 6	5/14/06	97.75	-0.51	4.6	3.07	1.40	184.97
Минфин 7	5/14/11	82.25	-0.45	6.5	3.65	5.77	254.85
Минфин 8	11/14/07	94.13	-1.44	5.6	3.19	2.36	249.95
<b>Agies</b>							
Agies 2007	10/25/07	104.50	0.48	Н/Д	5.21	Н/Д	Н/Д
Agies 2009	10/25/09	111.63	2.88	5.0	6.94	4.25	206.82
Agies 2014	10/25/14	118.00	1.18	7.0	8.14	6.84	294.54
<b>Муниципальные облигации</b>							
Москва-06	4/28/06	109.78	-0.08	3.6	9.97	1.29	138.71
Ниж. Новгород	4/3/05	100.39	-0.11	7.6	8.72	0.08	548.55
<b>Банковский сектор</b>							
Альфа-Банк	11/19/05	104.00	0.24	6.4	10.34	0.92	377.30
Внешторгбанк-05	4/28/05	100.22	-0.27	Н/Д	3.85	Н/Д	Н/Д
Внешторгбанк-07	7/30/07	103.49	1.12	Н/Д	4.60	Н/Д	Н/Д
Внешторгбанк-08	12/11/08	104.58	0.27	5.6	6.57	3.47	217.70
Газпромбанк-05	10/4/05	105.03	-0.47	3.5	9.28	0.82	130.37
Газпромбанк-08	10/30/08	102.34	-0.27	6.6	7.08	3.44	315.54
Зенит	6/12/06	101.38	0.72	8.3	9.12	1.38	547.66
МДМ-Банк	12/16/05	103.00	0.00	7.7	10.44	0.94	505.20
НИКойл	3/19/07	99.50	0.00	9.2	9.05	2.07	619.05
НОМОС-банк	2/13/07	100.50	0.50	8.9	9.08	1.97	584.05
Петрокоммерц	2/9/07	100.00	0.07	9.0	9.00	1.96	597.39
Русский стандарт-05	5/28/05	102.87	-0.13	4.9	10.69	0.47	251.07
Русский стандарт-07	4/14/07	102.22	0.22	7.7	8.56	2.15	463.19
Сбербанк	10/24/06	100.62	0.31	Н/Д	2.85	Н/Д	Н/Д
Уралсиб	7/6/06	102.34	-0.27	7.3	8.67	1.45	446.33
<b>Нефтегазовый сектор</b>							
Газпром-07	4/25/07	108.67	-0.96	5.2	8.40	2.18	214.82
Газпром-09	10/21/09	117.99	-0.32	6.2	8.90	3.98	263.71
Газпром-10	9/27/10	109.97	2.32	5.7	7.09	4.87	264.99
Газпром-13	3/1/13	115.38	0.98	7.1	8.34	5.93	318.98
Газпром-20	2/1/20	103.99	-0.65	6.5	6.92	5.95	252.59
Газпром-34	4/28/34	111.86	1.37	7.6	7.71	11.98	293.92
Роснефть	11/20/06	115.17	-0.18	4.6	11.07	1.78	163.25
Сибнефть-07	2/13/07	105.44	-4.01	8.7	10.91	1.93	570.41
Сибнефть-09	1/15/09	106.54	-3.41	8.8	10.09	3.31	544.32
ТНК	11/6/07	114.82	0.80	5.4	9.58	2.57	226.69
<b>Телекоммуникационный сектор</b>							
АФК Система-08	4/14/08	106.78	-0.03	7.9	9.60	2.89	464.16
АФК Система-11	1/28/11	102.08	-0.10	8.4	8.69	4.73	471.32
ВымпелКом-05	4/26/05	102.50	-0.58	4.0	10.20	0.38	165.61
ВымпелКом-09	6/16/09	109.75	0.92	7.4	9.11	3.63	397.73
МТС-04	12/21/04	100.55	-0.15	0.0	10.89	0.04	Н/Д
МТС-08	1/30/08	108.15	-0.04	6.8	9.02	2.71	361.32
МТС-10	10/14/10	103.09	0.77	7.7	8.12	4.71	399.39
<b>Металлургический сектор</b>							
Евразхолдинг-06	9/25/06	103.09	0.85	7.0	8.61	1.67	411.26
Евразхолдинг-09	8/3/09	106.67	1.35	9.1	10.19	3.68	562.06
ММК-05	2/18/05	101.25	-0.33	3.7	9.88	0.19	148.79
ММК-08	10/21/08	101.06	0.11	7.7	7.92	3.37	428.90
Северсталь-09	2/24/09	100.59	1.57	8.4	8.57	3.54	502.28
Северсталь-14	4/19/14	99.06	1.60	9.4	9.34	6.37	538.48
<b>Другие</b>							
Апроста	5/6/08	102.70	1.25	7.2	7.91	3.03	391.71
Вимм-Билль-Данн	5/21/08	99.68	2.36	8.6	8.53	3.05	530.11

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка



## Индекс РТС: устоит ли основная поддержка 564 под натиском «медведей»?

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

**Илл. 91. Индекс РТС – основные технические характеристики**

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1-30 ноября		
		Краткосрочный	Долгосрочный							
РТС	ДЕРЖАТЬ	664	Нисходящий	Нейтральный	R4 691.89	Максимум 12.10.04	S1 584.52	61.8% FiboR	OP	666.59
	ШОРТ			К понижению	R3 663.08	Линия тренда	S2 563.78	Линия тренда	HI	681.87
	ЦЕЛЬ	564			R2 641.59	7-недельная МА	S3 546.86	24-месячная МА	LO	626.38
					R1 609.30	6-месячная МА	S4 518.15	Минимум 28.07.04	CL	627.98

Источник: оценка Альфа-Банка

### Основные выводы

- Долгосрочный тренд на РТС стал нейтральным и быстро сдвигается в сторону понижения, в то время как краткосрочный тренд остается «медвежьим».
- Как мы и ожидали, понижательная техническая коррекция на РТС началась почти точно от уровня 683 в декабре, после чего индекс РТС быстро достиг предсказанного нами ранее ценового диапазона 560-610, что теоретически создает хорошие возможности для долгосрочных инвестиций в акции российских предприятий уже сейчас.
- Мы полагаем, что индекс РТС имеет неплохие шансы «отскочить» от 564-570, а затем медленно возобновить рост к основному сопротивлению 807 в следующем году.
- Только «прорыв» ниже долгосрочной восходящей линии тренда (563.76) на Илл. 92 может изменить этот сценарий и вызвать масштабное и затяжное падение на российском рынке акций.
- Мы поддерживаем нашу рекомендацию: **ДЕРЖАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ** с техническим расчетным уровнем 564-570.

**Илл. 92. Индекс РТС - Технические месячные характеристики, по состоянию на 8 декабря 2004 г.**



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

### Классический технический анализ

**Индекс РТС может возобновить рост от уровня 564-570**

Как мы предсказывали, техническая коррекция в сторону понижения началась вблизи отметки 683 в декабре, а затем привела к установлению новой краткосрочной понижательной тенденции в рамках среднесрочной консолидации на рынке. В настоящее время индекс РТС уже достиг не только указанного нами в предыдущем ежемесячном обзоре диапазона значений 560-610, но и нашей предварительной технической цели 585. Теоретически это создает хорошие возможности для долгосрочных инвестиций в акции российских предприятий уже сейчас. Мы полагаем, что на среднесрочном временном горизонте индекс РТС может возобновить движение к своему историческому максимуму 785.52, а затем и тестировать верхнюю границу крупномасштабного клина 807, изображенного на Илл. 92. На наш взгляд, начало восстановления индекса РТС вероятно от уровня 564-570.

**Только «прорыв» ниже отметки 564 может вызвать масштабное и затяжное падение на российском рынке акций**

Только «прорыв» ниже долгосрочной восходящей линии тренда на Илл. 92, текущее значение которой рано 564, может изменить этот среднесрочный сценарий и вызвать масштабное и затяжное падение на российском рынке акций. В этом случае потенциальная модель перелома тенденции «голова и плечи» может быть успешно завершена после «прорыва» потенциальной «линии шеи» на отметке 543. Мы оцениваем шансы такого развития событий как достаточно малые, но, тем не менее, не нулевые. **Причина для оптимизма кроется хотя бы в том, что индекс РТС стал рассчитываться по-новому. В связи с этим крупномасштабные модели вряд ли будут работать.**

### Краткосрочный тренд и циклы

**Краткосрочный тренд на РТС остается нисходящим**

После достаточно продолжительной консолидации вблизи уровня 660 медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 93 возобновила падение в тандеме с быстрой адаптивной линией тренда (ATL). В настоящее время медленная адаптивная линия тренда (ATL) продолжает быть направлена вниз. Это указывает на то, что краткосрочный господствующий тренд на РТС по-прежнему остается «медвежьим». Тот факт, что быстрая адаптивная линия (ATL) тренда, сформировав несколько дней назад свое локальное «дно» хотя и не привел к перелому краткосрочной нисходящей тенденции, но, безусловно, должен рассматриваться как «бычья» предпосылка.

**Быстрый момент растет и уже приближается к ключевому нулевому уровню**

После консолидации вблизи нулевого уровня линия медленного момента в средней части Илл. 93 возобновила падение на отрицательной территории, которое продолжается и по настоящее время. В тоже время, линия быстрого момента миновала свой локальный минимум и уже к ключевому нулевому уровню снизу вверх. Если быстрый момент станет положительным по значению, то это может привести к началу технической коррекции в сторону повышения на РТС.

**Краткосрочный CWC сформировал новую локальную «впадину» в сильно перепроданной области**

После того, как краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 93 прошел свой локальный «гребень» в умеренно перекупленной области вблизи уровня плюс «сигма», он возобновил фазу падения в тандеме с индикатором быстрого момента, которая продолжалась достаточно долго. Однако несколько дней назад краткосрочный составной волновой цикл (CWC) сформировал новую локальную «впадину» в сильно перепроданной области вблизи уровня минус два «сигма» и в настоящий момент снова находится в фазе роста.

Согласно нашему базовому сценарию краткосрочный составной волновой цикл CWC не должен сразу же выйти в область положительных значений. Скорее всего, он сформирует еще один излом и на некоторое время возобновит падение, которое будет сопровождаться «бычьей» дивергенцией относительно быстрой адаптивной линии тренда ATL. И только после того, как краткосрочный CWC снова возобновит рост и

достигнет положительной территории, на рынке начнется техническая коррекция в сторону повышения.

**Илл. 93. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 8 декабря 2004 г.**



Источник: оценка Альфа-Банка

### Долгосрочный тренд и циклы

**Долгосрочный тренд на РТС стал нейтральным и сдвигается в сторону понижения**

Долгосрочный тренд на РТС стал нейтральным и сдвигается в сторону понижения, так как медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 94 миновала свою вершину и в настоящее время понижается, оставаясь выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Согласно нашему собственному определению долгосрочный тренд можно будет считать нисходящим только после того, как медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) пересечет медленную адаптивную скользящую среднюю (АМА) сверху вниз. Другой потенциально медвежий знак – это то, что быстрая адаптивная линия тренда (АТЛ) миновала свою локальную вершину, прорвала быструю АМА, и в настоящее время понижается, вместе с медленной АТЛ. Пожалуй, единственный «бычий» знак в верхней части Илл. 94 – это то, что медленная АМА, представляющая собой динамический уровень поддержки, растет, а значение индекса РТС находится выше нее. Если индекс РТС опустится ниже этой линии, то она будет служить уже мощным динамическим сопротивлением.

**И быстрый, и медленный момент находятся в фазе падения**

Индикатор медленного момента в средней части Илл. 94 сформировал свой максимум почти одновременно с медленной АТЛ, и сейчас падает, оставаясь положительным по значению. В то же время, и быстрый

момент уже достиг области отрицательных значений и тоже падает, что указывает на сохраняющийся долгосрочный потенциал падения на РТС.

**Илл. 94. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 8 декабря 2004 г.**



Источник: оценка Альфа-Банка

**Долгосрочный CWC находится в фазе падения в сильно перепроданной области**

Пройдя свой новый локальный максимум на отрицательной территории, долгосрочный составной волновой цикл (CWC) возобновил фазу падения в тандеме с линией быстрого момента. В данный момент долгосрочный CWC уже опустился ниже уровня минус два «сигма». Понижительная фаза долгосрочного CWC сопровождается медленным увеличением его волатильности. Это при определенных условиях может способствовать достаточно затяжному падению на рынке, и при этом долгосрочный CWC так и будет оставаться немного ниже уровня минус два «сигма». Просто сам уровень «сигма» будет увеличиваться.

### Уровни поддержки и сопротивления

**Сильная область поддержки на РТС расположена между отметками 585 и 564**

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС даны на Илл. 91 и Илл. 92. Сильный уровень поддержки - 585. **Основная поддержка – 564.** Последний серьезный уровень поддержки определяется текущим значением потенциальной «линии шеи» в модели «голова и плечи», которое равно 543.66.

### Потенциал роста и падения индекса РТС

Учитывая состояние фондового рынка, мы делаем следующие выводы:

**Индекс РТС имеет неплохие шансы «отскокнуть» от 564-570**

1. Недельные графики на Илл. 94 указывают на то, что долгосрочный тренд на РТС стал нейтральным и быстро сдвигается в сторону

понижения, в то время как краткосрочный тренд остается «медвежьим».

2. Как мы и ожидали, понижательная техническая коррекция на РТС началась почти точно от уровня 683 в декабре 2004 г., после чего индекс РТС быстро достиг предсказанного нами ранее ценового диапазона 560-610, что теоретически создает хорошие возможности для долгосрочных инвестиций в акции российских предприятий уже сейчас.
3. Мы полагаем, что индекс РТС имеет неплохие шансы «отскочить» от 564-570, а затем медленно возобновить рост к основному сопротивлению 807 в следующем году.
4. Только «прорыв» ниже долгосрочной восходящей линии тренда (текущее значение которой равно 563.76) на Илл. 92 может изменить этот сценарий и вызвать масштабное и затяжное падение на российском рынке акций. В этом случае потенциальная модель перелома тенденции «голова и плечи» может быть успешно завершена после «прорыва» потенциальной «линии шеи» на отметке 543. Мы оцениваем шансы такого развития событий как достаточно малые, но, тем не менее, не нулевые. Причина такого оптимизма кроется хотя бы в том, что индекс РТС стал рассчитываться по другой методике. В связи с этим крупномасштабные модели вряд ли будут работать.
5. Хотелось обратить внимание на то, что индекс РТС закрылся в 2003 г. на уровне 566.97. Если индекс опустится ниже уровня прошлогоднего закрытия, это значит все инвесторы, купившие его даже в начале 2004 г., а не на годовом пике, начнут терпеть убытки. Естественно, для покрытия убыточных позиций они станут закрывать прибыльные позиции, **то есть начнет работать печально известный «эффект домино»**. Среди основных претендентов на продажу могут оказаться акции ЛУКОЙЛА, Сбербанка и даже локального Газпрома, которые все показали хороший рост с начала года. Наши оценки показывают, что если начнутся продажи в Газпроме, то их падение может быть очень и очень значимым. Но, скорее всего, это может случиться только при прорыве ниже основной поддержки 564.
6. Учитывая текущие тренды на рынке, мы пока поддерживаем нашу рекомендацию: **ДЕРЖАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ** с техническим расчетным уровнем 564-585. Мы также не советуем покупать индекс даже после достижения уровня 564, пока не появятся четкие сигналы на покупку. Однако закрыть половину коротких позиций и взять прибыль будет полезно.

**Предсказанная консолидация в ценовом диапазоне 560-610 создает хорошую возможность для долгосрочных инвестиций**

# Информация

## Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций  
Телефон/Факс

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

### Аналитический отдел

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

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

Метью Томас

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

Государственные ценные бумаги

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

Технический анализ  
Аналитическая поддержка российских  
клиентов  
Группа переводчиков

Ринат Гайнуллин

### Торговые операции и продажи

Телефон  
Продажи иностранным клиентам  
Продажи российским клиентам

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

Рынки капиталов/Структурированные  
продукты  
Адрес

Проспект Академика Сахарова, 12  
Москва Россия 107078

## Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс

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

### Продажи

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

Адрес

## Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс  
Продажи, торговые операции  
Продажи  
Адрес

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