

## Ноябрь: ставки на второй эшелон

4 ноября 2004 г.

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

Москва

### Тема: Операторы мобильной связи выходят на просторы бывшего СССР

- Прошедший месяц был для российских акций периодом ценовой нестабильности:** ежедневно выходили новости по Юкоосу, в большинстве своем негативные; акции Мосэнерго скакали вверх-вниз на фоне сокращения доли свободнообращающихся бумаг; сохранялась неопределенность на мировых рынках металлов; аналитики не могли решить, будет ли замедление темпов китайской экономики болезненным для мировых рынков. Тем не менее, в течение месяца индекс РТС прибавил 2,7%. Рост цен с начала года составил 17,4%, значительно превысив аналогичные средние показатели по остальным развивающимся рынкам и мировому рынку акций в целом (7 и 3,5%, соответственно).
- Рот цен отмечался в основном в акциях «второго эшелона», особенно в «нефтянке»:** инвесторы готовятся к консолидации, ожидающейся в ряде отраслей, и рассчитывают на существенный рост сырьевого сектора экономики, начиная с 2005 г. Мы полагаем, что эта тенденция будет преобладать на фондовом рынке до конца года. Кроме того, вероятно продолжение роста котировок тех компаний, которые окажутся в выигрыше в случае достижения темпов роста, намеченных правительством (в частности, Газпром и ЛУКОЙЛ). С другой стороны, есть опасность изменения настроения рынка в худшую сторону в случае появления реальной опасности проведения налоговыми органами массовых расследований в отношении сырьевых компаний или принятия правительством решений о пересмотре итогов приватизационных сделок (этот вопрос должен быть рассмотрен в ближайшие несколько месяцев).
- В октябре российские суверенные облигации выглядели лучше долговых бумаг других стран:** высокие цены на нефть способствовали росту золотовалютных резервов и улучшению других макроэкономических показателей России. Агентство Moody's повысило прогноз по рейтингу России (инвестиционный уровень) до позитивного. Ожидается, что Standard & Poor's и Fitch повысят рейтинг российских долговых бумаг до инвестиционного уровня в начале 2005 г. либо по завершении дела Юкооса.
- Страны СНГ (общая численность населения 135 млн. человек) могут стать регионом дальнейшей экспансии российских операторов мобильной связи.** В перспективе мы ожидаем, что средний показатель охвата мобильной связью в странах СНГ достигнет 54%, а в наиболее развитых странах этого региона приблизится к 80%. Российские операторы мобильной связи имеют возможность опередить зарубежных конкурентов в покупке сотовых активов в странах СНГ.

### Портфельные рекомендации\*

Газпром (внутр. акции)	32%-ный потенциал роста до справедливой цены акций с наилучшей динамикой в России
ВымпелКом	25%-ный потенциал роста до справедливой цены на все еще быстро растущем рынке
Нефтяные компании 2-го эшелона	Прогнозируемая консолидация отрасли, (например, Уфанефтехим, Пурнефтегаз, Башнефть и Черногогорнефть)
Сбербанк	12%-ный потенциал роста
Металлургические компании 2-го эшелона	НТМК, НЛМК, ВСМПО и Выксунский металлургический завод

Прим.: \* временной горизонт инвестиций — 3-6 месяцев

### Последние публикации

**Политические реформы в России способствуют привлечению иностранного капитала**

*Наталья Орлова* 2 ноября 2004 г.

**AB-ICI в сентябре: небольшой рост на фоне усиления притока капитала**

*Наталья Орлова* 22 октября 2004 г.

**Калина в 1П04: Рост цены обусловлен хорошей рентабельностью**

*Александр Свинов* 12 октября 2004 г.

**ГолденТелеком: новая стратегия укрепляет стоимость**

*Андрей Богданов, Светлана Суханова* 6 октября 2004 г.

**Золотодобыча: сделки M&A обеспечат рост акций**

*Максим Матвеев, CFA, Наталья Шевелева* 6 октября 2004 г.

**Подписание Киотского протокола привлечет прямые иностранные инвестиции**

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

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку .....	3
Операторы мобильной связи выходят на просторы бывшего СССР .....	8
СНГ: Вторая Россия? .....	8
54% — «целевой» рынок в будущем .....	9
Центральная и Восточная Европа — следующая остановка после СНГ .....	12
До \$600 млн может быть израсходовано в 2005 г. на приобретение операторов в СНГ .....	13
Динамика и оценка акций .....	15
Графики.....	18
Календарь событий.....	20
Экономика и политика.....	21
Новости компаний и отраслей.....	23
Нефть и газ .....	23
Энергетика .....	30
Телекомы .....	32
Металлургия.....	37
Машиностроение .....	41
Пищевая промышленность и розничная торговля .....	45
Банковский сектор .....	48
Рынок облигаций .....	50
Индекс РТС: ожидая среднесрочную консолидацию .....	53

## Комментарии по рынку

Кристофер Уифер, (7095) 103-7322

**В октябре высокая волатильность не помешала проявлению на рынке осторожного оптимизма**

Октябрь для российских фондовых активов был месяцем высокой волатильности — вследствие частых плохих новостей по делу Юкоса, экстремальных изменений котировок акций Мосэнерго на фоне резкого сокращения доли его акций в обращении; неопределенности на мировых рынках металлов, а также попыток аналитиков определить вероятность «мягкой» или «жесткой» посадки китайской экономики. В течение месяца индекс РТС вырос на 2,7%, обеспечив ему с начала года хорошую динамику (+17,4%), намного опередившую средний показатель у глобальных развивающихся рынков (+7,0%) и мирового рынка акций (+3,5%).

**Илл. 1. РТС и основные индексы в октябре**

	За месяц %	С начала года %
РТС	2,70%	17,40%
MSCI Russia	1,20%	15,00%
Мировые развивающиеся рынки — MSCI	0,80%	7,00%
Мировой фондовый рынок — MSCI	0,90%	3,50%

Источник: DataStream

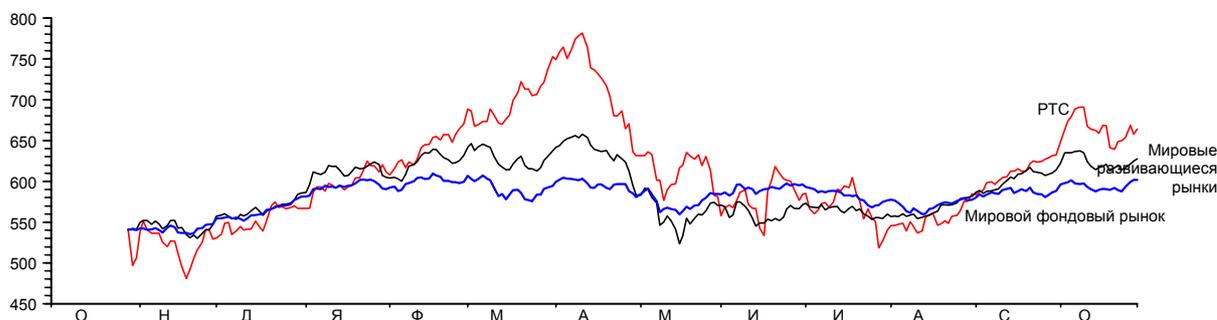
**Лучшая динамика была у акций 2-го эшелона, которые продолжают привлекать интерес инвесторов**

Основная ценовая динамика зафиксирована у акций второго эшелона, особенно нефтяных компаний, по мере того, как инвесторы готовились к ожидаемой в ряде секторов консолидации, а также прогнозируемому росту экономики в 2005 г. и далее. Ожидается, что эта черта фондового рынка останется до конца года доминирующей — и будет сопровождаться ростом котировок компаний, занимающих выгодное положение в смысле соответствия правительственным ориентиром роста (например, Газпром и ЛУКОЙл)

**На фоне укрепления финансовой мощи страны российский долг попал в группу облигаций с лучшей динамикой**

Российский суверенный долг попал в группу облигаций с наилучшей динамикой (в классе глобальных долговых инструментов), ибо продолжающийся подъем цен на нефть благоприятствовал росту накоплений в стране и улучшению макроэкономической ситуации. Агентство Moody's повысило прогноз инвестиционного рейтинга РФ до положительного уровня, а другие агентства, как ожидается, поднимут рейтинг российских долгов до инвестиционного уровня в начале 2005 г., либо по завершении дела Юкоса.

**Илл. 2. РТС, глобальные развивающиеся рынки и мировой фондовый рынок за 12 месяцев**



Источник: DATASTREAM

**Краткосрочные риски, способные ухудшить настрой рынка, пока сохраняются**

Потенциальные риски, способные ухудшить настрой рынка, существуют в виде угрозы широкого пересмотра налоговой задолженности компаний добывающего сектора (хотя и в меньшей мере, чем это наблюдается в деле Юкоса), а также значительного пересмотра приватизационных

**Однако избыточная ликвидность делает местных инвесторов снисходительными**

**Портфельные же инвесторы более озабочены факторами долгосрочного роста экономики и темпом ее реформ**

**Встал вопрос о степени влияния реформаторов на правительство**

**Правительство так и не воспользовалось благоприятными условиями, чтобы продвинуть реформы**

**Впрочем, многие считают отсрочку реформ частью продуманного и методичного плана**

**Приоритетами 1-го срока президента Путина были: сильный правительственный контроль и получение поддержки со стороны всех экономических и политических групп**

дел, который, как ожидается, будет предпринят правительством в ближайшие месяцы.

В целом избыточная ликвидность у местных инвесторов и незначительная доля акций в обращении чреваты сохранением высокой волатильности фондового рынка — по мере того как инвесторы реагируют на любые нервирующие рынок новости (и быстро их абсорбируют).

Тем не менее, портфельные инвесторы (с долгосрочным горизонтом) задают сейчас два важнейших для них вопроса. Первый: «Способно ли правительство использовать мощную финансовую платформу, образовавшуюся за 5 лет высоких цен на нефть (и из других доходов добывающего сектора) в целях продвижения реформ и создания прочих стимулов роста, необходимых для построения сбалансированной экономики и устойчивого, стабильного развития страны, в соответствии с задачей, поставленной Путиным?». Второй вопрос: «Не иссякла ли — в связи с продолжающимся ростом цен на нефть — политическая воля властей к проведению потенциально непопулярных реформ?».

Скептически настроенные наблюдатели могут предположить следующее. Правительство Путина (и близкие к нему лица, входящие в некое «Новое Политбюро») хорошо подготовлено к достижению главных политических целей последних пяти лет, т.е. к восстановлению прочного централизованного (Кремлевского) контроля над страной. В то же время основной причиной устойчивого финансового положения России является беспрецедентное везение по части ее нефтяных доходов. Это отнюдь не предполагает готовности властей к проведению сложнейшей работы по изменению структуры экономики.

Разумеется, в поддержку столь негативного взгляда есть доводы. Правительство не смогло воспользоваться весьма благоприятными экономическими условиями последних лет для продвижения основных реформ, сумев лишь упростить и сократить ставки налогообложения. Факты последнего времени говорят о том, что либеральные реформаторы, сыгравшие столь важную роль в управлении экономикой (в «охранительном» духе) в период первого президентства Путина, теряют позиции в Кабинете — и во все большей мере замещаются теми, кто видит успех экономики лишь в ее высоких цифровых показателях, а не в ее диверсификации.

Те, кто предпочитает трактовать текущие тенденции более оптимистично, напоминают: Путин всегда подчеркивал, что приоритетом первого президентского срока были главным образом вопросы политики, тогда как второй срок будет посвящен развитию экономики и улучшению социальной структуры. Есть масса свидетельств того, что правительство подходит к своим задачам весьма методично, и что Путин проявляет настойчивость в достижении поставленных им целей, строго соблюдая их очередность.

За последние пять лет главными приоритетами Путина были возвращение России в «высшую лигу» мировой политики и упорядочение того политического и экономического хаоса, который был унаследован им от предшественника. По сути, это означало восстановление и увеличения добычи и экспорта нефти (как единственное средство быстрого генерирования денежных потоков), а также подготовку широкомасштабных экономических реформ для второго президентского срока. Можно спорить о том, в какой мере текущие события отвечают этому подходу. Широкая поддержка делу реформ сможет реализоваться не раньше, чем будут окончательно решены некоторые важнейшие вопросы, унаследованные от эпохи Ельцина (пересмотр налоговых и приватизационных дел, политика в нефтедобывающей отрасли и т.д.). Лишь после этого, — доказывают оптимисты, — мы увидим более решительный подход правительства к продвижению реформ и использованию сильной финансовой позиции России в целях создания механизмов, необходимых для придания

экономике более устойчивого (и менее зависимого от нефтяных доходов) характера.

**Финансовое здоровье России — одно из лучших в мире**

Нет сомнений в том, что финансовое здоровье России — одно из лучших в мире. Внешний долг составляет менее 20% ВВП (по сравнению с 78% пять лет назад), сегодня золотовалютные резервы страны достигают \$105 млрд, а коэффициент «объем резервов/стоимость импорта» — второй в мире после Японии. Чистый внешний долг России (т.е. при его сопоставлении с валютными резервами и накопленным бюджетным профицитом) равен нулю, что означает лучшее финансовое положение у России, чем у стран-членов ЕС.

**Причина ясна: мощный приток экспортных доходов, поступление налогов от продажи сырьевых товаров**

Причина быстрого улучшения финансового здоровья страны ясна. За сегодняшний день Россия заработает на экспорте нефти и нефтепродуктов около \$300 млн, из которых свыше 50% пойдет в федеральный бюджет. За пять лет после того, как Путин появился в Кремле в качестве премьер-министра, страна получила только за счет экспорта нефти \$240 млрд, из которых свыше 50% также пошло в федеральный бюджет. Наполнению государственной казны способствовал и рост стоимости экспорта природного газа и металлов.

**Главная опасность: рост благосостояния в условиях высоких цен на нефть может ослабить стремление к проведению реформ**

Пока основой российского благополучия в последние пять лет оставалась нефть, В.В. Путин и министр экономики Г. Греф планировали использовать финансовую мощь нефтяной отрасли для финансирования механизмов, необходимых для стимулирования роста в других отраслях, и особенно в секторе малого и среднего бизнеса. Тот факт, что экспортный потенциал России по нефти почти достиг своего предела, а новые крупные нефтепроводы войдут в строй не раньше, чем через 3 года, видимо, учитывался в планах правительства. Ему это дало повод изъять существенные ресурсы из нефтедобычи («сэкономленные» капвложения, которые в обычных условиях позволили бы увеличить добычу нефти в целях экспорта) без ущерба для текущего производства. Частью это могло бы предотвратить то, что Путин охарактеризовал как опасность «уснуть под теплым нефтяным одеялом». В ходе подготовки к фазе, где приоритетными становились перемены в экономике, Путин и Греф считали широкую общественную поддержку реформ столь же важной, как и наличие бюджетных ресурсов. Их заботило следующее соображение: если мощный подъем благосостояния России продолжится в условиях высоких цен на нефть, то не останется стимулов для осуществления запланированных изменений в структуре экономики. Это — проблема, с которой столкнулись многие нефтедобывающие страны, а Путин стремился избежать повторения их ошибок.

**Впрочем, некоторое торможение реформ уже очевидно**

Впрочем, за 7 месяцев, прошедших после формирования правительства (которые Путин считает периодом перехода от фазы подготовки экономических и структурных реформ к фазе их осуществления), не было крупных реформаторских шагов кроме монетизации льгот и сокращения социальных налогов на \$10 млрд (за счет более высоких цен на нефть, нежели те, что были заложены в бюджете).

**Банковский мини-кризис прошедшего лета можно считать одним из следствий замедления реформ**

Банковский мини-кризис прошедшего лета может считаться одним из последствий слабого прогресса в деле реформ. Более двух лет назад новая управленческая команда ЦБР объявила одним из главных приоритетов отзыв примерно 1000 из 1300 имевшихся в России банковских лицензий. Сегодня, два года спустя, ни одна лицензия не отозвана, что делает кризисы такого рода практически неизбежными. Хорошая новость — в том, что на этот раз проблема была решена быстро и решительно. С тех пор ЦБР реагирует на «звонок», напоминающий о необходимости реформ, более решительными действиями, чем в предыдущие два года.

**Из-за замедления реформ экономика остается уязвимой перед циклической ценой на сырье и перед новыми кризисами**

Тем не менее, наша мысль ясна: из-за слабого продвижения реформ экономика остается уязвимой перед угрозой таких же кризисов; рост экономической активности замедляется. А действующие высокие цены на нефть означают, что российский ВВП вырастет в 2004 г. почти на 7,0% (т.е. темпом, который Путин в начале года требовал от своих министров обеспечивать вплоть до удвоения ВВП). Опасность — в том, что министры, все сильнее влияющие на экономическую политику, могут скорее добиться этой цели, полагаясь на высокие нефтяные доходы, нежели применяя механизмы, созданные за последний год. Вполне возможно, что неопределенность и несбалансированность мирового рынка нефти еще усугубится, и экономика России будет расти в соответствии с заданным темпом. Однако если в итоге объем экономики (в денежном выражении) и вырастет, то это мало даст в смысле условий развития, необходимых для достижения главных целей Путина — экономической диверсификации и справедливого распределения богатств.

**Если не использовать высокие нефтяные доходы эффективно, то и они способны привести к росту спекулятивного пузыря**

Высокие нефтяные доходы, оказавшиеся для России столь необходимыми при выходе из кризиса 1998 г., теперь уже препятствуют ее более широкому экономическому задачам. Чтобы расти, российская промышленность должна стать конкурентоспособной (одно из любимых определений «новой» экономики). Однако из-за высоких нефтяных доходов рубль остается слишком сильным, а уровень инфляции превышает официальные статистические данные. Рост ликвидности также может привести к подъему спекулятивной инвестиционной активности, например, в сфере недвижимости (что привело, в конечном счете, к азиатскому кризису в 1997 г.).

**Необходимо наличие сильной политической воли**

Нет сомнений, что нынешняя финансовая мощь может быть использована для быстрой реструктуризации экономики. Однако это возможно лишь при наличии политической воли к поддержке реформ и к использованию денежных ресурсов для финансирования механизмов, необходимых для начала реальных и устойчивых перемен в экономике.

**Основные задачи правительства РФ в экономической сфере на ближайшие 4 года следующие:**

Если спроецировать главные цели, составляющие — как это предполагается — повестку дня высших государственных руководителей, на Большой экран, призванный отобразить полномасштабную инвестиционную картину на ближайшие 4 года, то получится следующий список задач:

1. поощрять инвестиции в расширение и модернизацию обрабатывающей промышленности;
2. создать условия для роста малого и среднего бизнеса и отраслей, где создаются новые, высокооплачиваемые рабочие места;
3. помочь промышленности стать конкурентоспособной на мировых рынках;
4. использовать текущую благоприятную конъюнктуру в добывающих отраслях для финансирования стимулов роста в других секторах экономики;
5. отдать приоритет российским инвесторам (т.е. притоку российского капитала, накопленного в оффшорах);
6. продолжать меры по дальнейшей либерализации движения капиталов;
7. предотвращать появление спекулятивных инвестиций;
8. увеличить контроль над нефтедобывающей отраслью, составляющей главное конкурентное преимущество России;
9. продолжать политику добросовестного обслуживания национального долга;

10. ускорить реформы (административную, экономическую, инфраструктурную, социальную);
11. содействовать большей интеграции России в мировое хозяйство.

Переведя эти крупномасштабные цели на язык конкретных задач экономической реструктуризации, столь ожидаемой портфельными инвесторами, которые имеют в отношении России долгосрочные планы, мы получаем (уже озвученный премьер-министром Фрадковым) список дел:

1. Переход от ресурсно-зависимой модели экономики к дифференцированной (на основе высоких технологий, предпринимательской активности и человеческого капитала);
2. Улучшение инвестиционного климата путем проведения структурных реформ и укрепления прав собственности;
3. Дифференцированное налогообложение нефтяного сектора;
4. Сбалансированная валютная политика, призванная сдерживать темпы инфляции и способствовать росту конкурентоспособности отечественных предприятий;
5. Сохранение государственной собственности на нефте- и газопроводы, при обеспечении частным компаниям неограниченного доступа к «трубе».

В дополнение к этим главным темам Фрадков заявил, что правительство сосредоточит внимание на связанных с ними проблемах:

1. Поиск решений крупных проблем, прежде всего, проблемы бедности; за 3 года добиться, чтобы число лиц, живущих ниже черты бедности, стало меньше 10 млн. человек;
2. Создание системы, позволяющей правительству добиваться решения стратегических задач;
3. Формирование деловой среды, способствующей отбору конкурентоспособных отраслей и секторов экономики;
4. Создание эффективного механизма взаимодействия бизнеса и государства;
5. Достижение разумной интеграции России в мировую экономику.

## Операторы мобильной связи выходят на просторы бывшего СССР

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

- Страны СНГ с общей численностью населения 135 млн. могли бы стать регионом для экспансии бизнеса российских операторов мобильной связи
- Мы прогнозируем рост «среднего» коэффициента проникновения мобильной связи в странах СНГ до 54%, а в трех наиболее развитых странах этот показатель может значительно превысить 70%
- Российские операторы мобильной связи имеют возможность опередить зарубежных конкурентов в покупке сотовых активов в странах СНГ
- Для российских операторов мобильной связи определенный интерес могут представлять также некоторые страны Восточной Европы и Ближнего Востока

### СНГ: Вторая Россия?

*СНГ может стать следующим источником роста бизнеса российских сотовых операторов*

С учетом того, что за 2004 г. добавится 25 п.п. проникновения до уровня 50% на конец 2004 г. в целом по России и до 91-95% в Москве и Санкт-Петербурге, инвесторы могут задаться вопросом: где же находятся будущие источники роста. Ответ напрашивается сам собой — СНГ (тем более что инвесторы уже не первый день отслеживают изменения, происходящие на телекоммуникационном рынке этих стран).

По своей истории и культурному фону страны СНГ очень похожи на Россию. Русский язык во многих из них широко распространен. Общая численность населения стран СНГ (без учета России) составляет почти столько же, сколько в самой России (135 млн. и 143 млн., соответственно).

Две ключевые страны СНГ — Россия и Казахстан — дальше других продвинулись по пути экономических реформ. Они также оказывают сильное влияние на формирование политики Содружества и активно развивают двустороннюю торговлю экспортными товарами. Большинство остальных членов СНГ находятся на самом начальном этапе трансформации структуры национальной экономики. Лишь у четырех стран ВВП на душу населения превышает \$1000. Это Казахстан, Беларусь, Украина и Туркменистан (они обладают достаточной минерально-сырьевой базой). С другой стороны, темпы роста ВВП сильно разнятся — от 4% до 14% (у России — 7%), хотя точка отсчета, соответственно, очень низкая.

**Илл. 3. Основные макроэкономические показатели стран СНГ**

	Площадь	Численность населения	Доля городского населения	Плотность населения с доходом ниже уровня бедности	Доля населения с доходом ниже уровня бедности	Темп роста ВВП (2003)	ВВП на душу населения, 2003	ВВП на душу населения, (ППП), 2003
	тыс кв км	млн	%	чел на кв км	%	%	\$	\$
Армения	29,8	3,2	64%	107	43%	14%	915	3 607
Азербайджан	86,6	8,2	50%	95	50%	11%	865	3 606
Беларусь	207,6	9,9	71%	48	42%	7%	1 770	6 012
Грузия	69,7	4,6	52%	66	55%	11%	768	2 569
Казахстан	2 717,3	14,9	57%	5	20%	9%	1 996	6 556
Кыргызстан	198,5	5	35%	25	41%	7%	344	1 714
Молдова	33,843	4,2	46%	124	23%	6%	463	1 504
Россия	17 075,2	143,4	73%	8	21%	7%	3 022	9 195
Таджикистан	143,1	6,3	25%	44	60%	6%	207	1 119
Туркменистан	488,1	4,9		10	34%	5%	1 236	5 884
Украина	603,7	48,4	67%	80	29%	9%	1 024	5 472
Узбекистан	447,4	25,6	37%	57	28%	4%	389	1 737

Источники: Всемирный банк, Центральное разведывательное управление (ЦРУ), оценка Альфа-Банка, AC&M consulting

## 54% — «целевой» рынок в будущем

**Процент охвата мобильной связью в странах СНГ варьируется от 0,3% до 18%; лишь в двух странах СНГ он превышает проникновение проводной связи**

**Характерная черта местных рынков — высокая степень концентрации и отсутствие конкуренции**

Рынок мобильной связи стран СНГ находится на начальной стадии развития: коэффициент проникновения колеблется в диапазоне 0,3%-18%. При этом охват мобильной связью превышает аналогичный показатель по фиксированной связи лишь в двух странах — Грузии и Азербайджане. Другая характерная черта рынков мобильной связи в странах СНГ — высокая степень концентрации: практически во всех странах имеется лишь по два крупных игрока, а в Армении (госмонополия устранена совсем недавно) и Туркменистане и вовсе по одному. Доля ведущих сотовых операторов Азербайджана и Кыргызстана на местных рынках превышает 80% (Azercell и Bitel, соответственно).

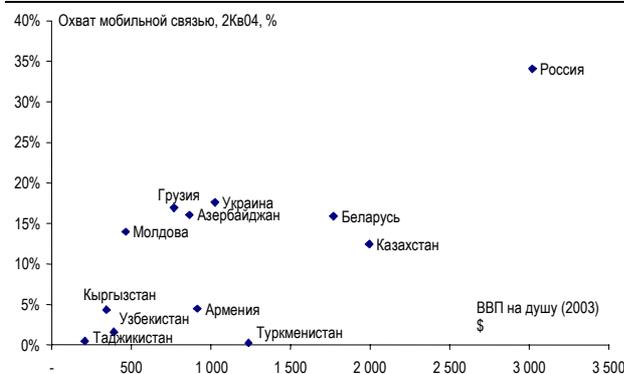
Высокая степень концентрации и отсутствие конкуренции препятствуют росту охвата мобильной связью, в результате чего показатель ARPU у местных операторов выше аналогичного среднего показателя у российских операторов (в 2003 г. — \$15). В процентах от ВВП на душу населения отставание еще более ощутимо — от 0,9% (Казахстан) до 21,8% (Таджикистан) — см. Илл. 6. В странах СНГ мобильная связь пока еще своеобразный предмет роскоши и символ престижа. Возможно, поэтому относительно высока степень проникновения в Азербайджане, где, как и везде на Кавказе, силен демонстрационный эффект, обеспечивающий человеку соответствующий социальный статус и признание.

Принципиально иная в этих странах и ситуация с третьим оператором мобильной связи — в последнее время были отменены тендеры по продаже третьей лицензии GSM в Казахстане, Грузии и Беларуси. Молдова и Армения пока лишь только упомянули о намерении объявить подобный тендер. Наиболее динамично развивается ситуация на Украине: на рынок может выйти оператор, спонсируемый Turkcell.

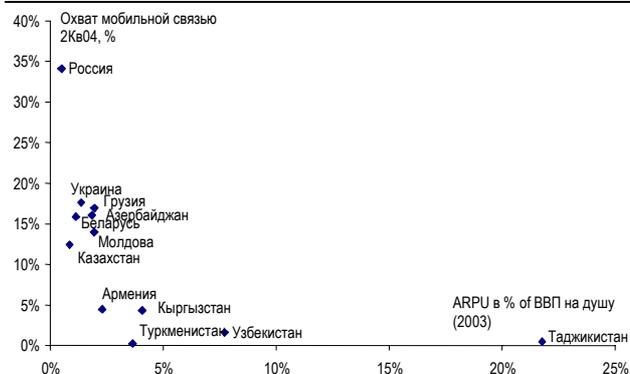
**Илл. 4. Основные показатели рынка мобильной связи стран-членов СНГ**

	Охват мобильной связью (2Кв04)	Число реальных игроков	Оценочное ARPU (2003)	Оценочное ARPU (2004П)	Изменение	Охват фиксированной связью (2003)
	%		\$	\$	%	%
Армения	4,5%	1	21	15	-29%	18%
Азербайджан	16,1%	2	16	13	-19%	11%
Беларусь	15,9%	2	20	15	-25%	31%
Грузия	16,9%	2	15	16	7%	14%
Казахстан	12,4%	2	17	13	-24%	14%
Кыргызстан	4,3%	2	14	10	-29%	8%
Молдова	14,0%	2	9	9	0%	17%
Россия	34,1%	3	15	13	-13%	25%
Таджикистан	0,5%	2	45	35	-22%	4%
Туркменистан	0,3%	1	45	35	-22%	8%
Украина	17,6%	2	14	12	-14%	22%
Узбекистан	1,6%	3	30	20	-33%	7%

Источники: Всемирный банк, Центральное разведывательное управление (ЦРУ), оценка Альфа-Банка, AC&M consulting

**Илл. 5. ВВП на душу населения и охват мобильной связью в странах СНГ**


Источники: Всемирный банк, AC&M consulting, отчеты компаний

**Илл. 6. ARPU (% от ВВП на душу населения) и охват мобильной связью в странах СНГ**


Источники: Всемирный банк, AC&M consulting, отчеты компаний

**На данный момент наиболее сильными позициями в странах СНГ обладает МТС**

Если говорить о российских операторах мобильной связи, то наиболее сильные позиции в СНГ у МТС, которая уже контролирует значительную долю рынка на Украине, в Узбекистане и Беларуси (неконсолидируемый бизнес).

ВымпелКом имеет бизнес только в Казахстане. Исторически, ВымпелКом обычно выходил в регионы путем создания собственных сетей с нуля, а не через приобретение местных операторов. Кроме того, за пределами России ВымпелКом начал экспансию последним из «большой тройки». Тем не менее, судя по заявлениям руководства, компания намерена активизировать работу в странах СНГ и будет рассматривать все имеющиеся для этого возможности. Мы полагаем, что в список «очередников» на ближайшую перспективу (конец 2004 — начало 2005 гг.) входят Беларусь, Казахстан, Грузия и Азербайджан.

Мегафон, бизнес которого в СНГ ограничивается 28 тыс. абонентов в Таджикистане, недавно дал понять, что заинтересован в выходе и в другие страны Содружества, в т.ч. Беларусь и Кыргызстан.

**Илл. 7. Бизнес «большой тройки» в СНГ**

	Инвестор	Компания	Доля участия	Число абонентов (3Кв04) тыс	Ориентировочная доля рынка %	Степень охвата (2004П) %
Беларусь	МТС (не консолидируется)	МТС-Беларусь	49%	970	48%	23%
Казахстан	Вымпелком	КаР-Тел	100%	676,5	35%	17%
Таджикистан	Мегафон	ТТ-Mobile	75%	28	77%	0,7%
Украина	МТС	UMC	100%	5530	54%	24%
Узбекистан	МТС	Uzdunrobita	74%	260	55%	2%

Источник: отчеты компаний, AC&M consulting, оценка Альфа-Банка

**Fintur компании TeliaSonera является самым крупным иностранным игроком на рынке мобильной связи СНГ**

Среди иностранных инвесторов (помимо российских) на рынках стран СНГ (за исключением России) по размеру вложений лидирует Fintur Holding — совместное предприятие TeliaSonera (58,5%) и Turkcell (41,5%). (TeliaSonera является вторым по величине акционером Turkcell с эффективным владением на уровне 37%.) Fintur владеет блокирующими пакетами акций (38%) в ведущих компаниях операторских компаниях Азербайджана и Казахстана (третий после России и Украины рынок в зоне СНГ), а также контрольными пакетами (62-66%) во вторых по величине операторах Грузии и Молдовы (см. Илл. 8). Кроме того, TeliaSonera — крупный акционер Мегафона (доля прямого участия 34%). В скором времени компания может выйти на украинский рынок, где предполагает начать работу обладатель четвертой лицензии GSM (представляет компанию Turkcell).

В отличие от стратегии Deutsche Telekom, которая предпочитает выходить на рынки СНГ через своего стратегического партнера — МТС (который купил у него пакет в 16,7% в UMC), Telenor, по-видимому, будет полагаться на собственные силы при развитии бизнеса в этих странах, а не действовать при посредстве ВымпелКома, в котором имеет блокпакет. Telenor владеет 64% акций Киевстара (второй по величине украинский оператор), и консолидирует компанию в свою финансовую отчетность.

Из 12 стран СНГ стратегического инвестора в мобильной связи нет только в Туркменистане.

**По нашим оценкам, в будущем «целевой» рынок мобильной связи в странах СНГ может составить 54%, а в трех — более 70%**

По нашим оценкам, в будущем «целевой» рынок услуг мобильной связи в странах СНГ может составить более 70% (в случае Украины, Беларуси и Казахстана), но, при этом в других странах он может составить 40-50%. Мы прогнозируем увеличение среднего коэффициента охвата мобильной связью на рынках СНГ к 2012 г. до 54% при численности абонентов свыше 73 млн. — не самый плохой рынок, чтобы на нем присутствовать.

**Илл. 8. Зарубежные инвесторы на рынке мобильной связи стран СНГ**

	Страна	Сеть	Доля участия %	Общая численность абонентов (2Кв04) млн	Численность абонентов согласно доле участия (2Кв04) млн
Deutsche Telekom	Россия/ Украина/ Беларусь/ Узбекистан	МТС	25%	23,53	5,88
Telenor	Россия/ Казахстан	Вымпелком	27%	16,30	4,40
	Украина	Киевстар	64%	3,22	2,06
TeliaSonera (Fintur)	Россия/ Таджикистан	Мегафон	34%	9,05	3,08
	Казахстан	GSM Казахстан	38%	1,16	0,44
	Азербайджан	Azercell	38%	1,08	0,41
	Грузия	Geocell	62%	0,36	0,22
	Moldova	Moldcell	66%	0,21	0,14
	Таджикистан	ТТ Mobile	33%	0,02	0,01
France Telecom	Молдова	Voxtel	54%	0,34	0,19

Источники: EMC, отчеты компаний, AC&M consulting, Альфа-Банк

## Центральная и Восточная Европа — следующая остановка после СНГ

Теперь мы бы хотели кратко охарактеризовать рынки мобильной связи в странах Центральной и Восточной Европы с точки зрения потенциала роста. При этом мы исходим из ряда макроэкономических показателей, в частности, ВВП на душу населения, а также уровня проникновения и концентрации местных рынков, присутствия на них крупных международных операторов.

**Несколько стран в Европе могут представлять интерес для российских операторов мобильной связи**

Мы считаем, что на основе вышеуказанных критериев, мы пришли к выводу, что для российских инвесторов интерес в указанном регионе могут представлять несколько стран, в т.ч. Босния и Герцеговина (уровень проникновения 31%), Болгария (51%), Македония (38%) и Румыния (37%). Общая численность населения этих стран 42,2 млн., средневзвешенный уровень проникновения 41%. ВВП на душу населения колеблется в диапазоне \$1700-\$2700. Интерес могла бы представлять и Польша (38 млн., \$5500 на душу населения), но у нее уже довольно высокий уровень проникновения (51%) и к тому же на рынке уже работают несколько крупных международных операторов (Deutsche Telekom, Vodafone и France Telecom), что не оставляет много пространства для развития.

Помимо Центральной и Восточной Европы интерес могут представлять ряд стран на Ближнем Востоке (см. Илл. 9). Основной акционер МТС — АФК Система — неоднократно заявляла о том, что ей интересны рынки мобильной связи в таких странах, как Индия, Иран, Ливан и Пакистан.

**Илл. 9. Ведущие операторы мобильной связи в Центральной и Восточной Европе и Ближнем Востоке**

	Население млн чел	ВВП на душу (2003) \$	Охват мобильной связью (2Кв04) %	Число операторов	Крупные международные операторы
Албания	3,2	1 932	36%	2	Telenor (AMC, 10%); Vodafone (Vodafone Albania, 99%)
Босния и Герцеговина	4,1	1 682	31%	3	DT (Eronet, 25%)
Болгария	7,8	2 538	51%	2	
Хорватия	4,5	6 356	59%	2	DT (Hrvatski Telecom, 51%); Vodafone (VIPnet, Партн./С)
Чехия	10,2	8 375	98%	3	DT (T-Mobile, 56%); Telecom Italia (T-Mobile, 2%)
Эстония	1,4	6 210	83%	3	Telia (EMT, 49%); Vodafone (Radiolinja Eesti, Партн./С)
Венгрия	10,1	8 182	74%	3	Telenor (Pannon, 100%); Vodafone (Vodafone, 88%); DT (Westel, 59%)
Латвия	2,3	4 167	61%	2	Telia (LMT, 60%)
Литва	3,5	5 273	76%	3	Telia (Omnitel, 90%); TDC (Bite, 100%); Vodafone (Bite GSM, Партн./С)
Македония	2,0	2 296	38%	2	DT (MobiMak, 27,04%)
Польша	38,2	5 487	51%	3	FT (Centertel, 56%); Vodafone (Polkomtel, 20%); DT (PTC, 45%)
Румыния	22,2	2 719	37%	3	FT (Orange, 73%); Vodafone (Connex GSM, 20%)
Сербия и Черногория	8,1	2 366	53%	4	Telenor (ProMonte, 44%)
Словакия	5,4	5 922	74%	2	FT (Orange, 64%); AT&T (EuroTel, 24,5%); Verizon (EuroTel, 24,5%); DT (EuroTel, 26%)
Словения	2,0	13 383	94%	3	Western Wireless (Western Wireless, 98%); Vodafone (Si, Mobile-Vodafone, Партн./С)
Индия	1 064,4	563	4%		
Иран	66,4	2 061	6%		
Кувейт	2,4	14 848	80%		Vodafone (MTC-Vodafone, Партн./С)
Ливан	4,5	4 224	19%		
Пакистан	148,4	464	3%		
Саудовская Аравия	22,5	8 366	36%		
Сирия	17,4	1 238	9%		

Примечание: Партн./С — партнерская сеть, цифры в скобках — доля участия

Источники: ЕМС, отчеты компаний

## **До \$600 млн может быть израсходовано в 2005 г. на приобретение операторов в СНГ**

***В ближайший год-полтора ожидается активизация приобретения активов на рынках стран СНГ***

В ближайший год-полтора на рынках мобильной связи вне России (главным образом в странах СНГ) можно ожидать активизации процесса концентрации и приобретения активов. Недавние сделки в Узбекистане и Казахстане показали, что МТС и Вымпелком готовы приобретать активы с премией относительно собственных стоимостных мультипликаторов (см. Илл. 10).

Мы полагаем, что следующими объектами приобретения (без учета потенциальной продажи новых лицензий GSM) могут быть следующие компании:

- Грузия — Magticom (350 тыс. абонентов);
- Азербайджан — Bakcell (250 тыс.);
- Кыргызстан — Bitel (200 тыс.);
- Узбекистан — Coscom (65 тыс.).

***Приобретение сотовых операторов на рынках СНГ обойдется покупателям в более чем \$600 млн***

Для осуществления этих сделок компаниям-покупателям могут понадобиться денежные средства на общую сумму свыше \$600 млн (из расчета \$700 на абонента, что соответствует стоимости недавних сделок в СНГ), а также дополнительные капвложения в России. Мы полагаем, что МТС и ВымпелКом, имеющие больше возможностей по привлечению капитала, чем Мегафон, могут стать участниками наиболее крупных сделок на рынках СНГ.

***У российских операторов больше опыта, чем у зарубежных конкурентов в покупке активов на рынках стран СНГ***

Мы также считаем, что у российских компаний больше возможностей, чем у зарубежных, занять существенную долю на рынках мобильной связи стран СНГ еще и потому, что уже имеется опыт осуществления сделок в этом регионе. Кроме того, среди зарубежных инвесторов есть только одна компания, которая считает этот регион приоритетным TeliaSonera (она может действовать самостоятельно или через Fintur).



**Илл. 10. Основные параметры сделок по покупке операторов мобильной связи в России и странах СНГ**

	Дата	Цена	Размер	EV	Чистый	Рын.	Або-	Насе-	Вы-	EВITDA	EV/	EV/	EV/	EV/	Покупатель
		млн \$	пакета												
											\$	\$			
БМ-Телеком	Май 2002	41,0	100,0%	67,4	26,4	41,0	0,100	4,10	42,4	26,3	674	16,4	1,6	2,6	МТС
Кубань GSM	Апрель 2002	71,4	51,0%	170,0	30,0	140,0	0,500	5,57	106,5	53,4	340	30,5	1,6	3,2	МТС
ОренСот	Июль 2002	14,0	78,0%	17,9	0,0	17,9	0,046	2,18	13,0	5,8	389	8,2	1,4	3,1	ВымпелКом
Дон Телеком	Сентябрь 2002	15,0	66,7%	27,5	5,0	22,5	0,039	4,40	19,4	8,1	705	6,3	1,4	3,4	МТС
Экстель	Ноябрь 2002	25,0	100,0%	35,0	10,0	25,0	0,105	0,96	20,0	11,0	333	36,6	1,8	3,2	ВымпелКом
Енисейтелеком	Январь 2003	12,5	49,0%	25,5	0,0	25,5	0,070	2,97	18,9	10,3	364	8,6	1,3	2,5	Сибирь-телеком
БайкалВестКом	Январь 2003	8,5	49,0%	24,6	7,3	17,3	0,056	2,58	16,5	8,3	439	9,5	1,5	3,0	Сибирь-телеком
ТАИФ-Телком	Апрель 2003	61,0	51,0%	139,7	20,1	119,6	0,240	3,80	55,2	30,4	582	36,8	2,5	4,6	МТС
Сибчелендж	Август 2003	45,4	100,0%	53,6	8,2	45,4	0,118	3,00	28,8	15,3	454	17,9	1,9	3,5	МТС
ТСС	Сентябрь 2003	47,0	100,0%	51,0	4,0	47,0	0,173	1,05	22,0	12,0	295	48,6	2,3	4,3	МТС
Кубань GSM	Сентябрь 2003	107,0	47,3%	251,2	25,0	226,2	1,170	5,57	139,1	69,7	215	45,1	1,8	3,6	МТС
СтавТелеСот	Январь 2003	38,4	90,0%	53,3	10,6	42,7	0,261	2,73	33,4	18,7	204	19,5	1,6	2,9	ВымпелКом
ССС-900	Ноябрь 2003	28,6	30,0%	98,7	3,4	95,3	0,320	2,70	63,6	31,1	308	36,6	1,6	3,2	МТС
Примтелефон	Июнь 2004	31,0	50,0%	69,9	7,9	62,0	0,190	11,40	34,3	19,7	368	6,1	2,0	3,5	МТС
ДТИ	Июнь 2004	73,3	93,5%	86,9	8,5	78,4	0,310	2,70	55,0	27,0	280	32,2	1,6	3,2	ВымпелКом
ТАИФ-Телком	Октябрь 2004	63,0	47,3%	142,5	9,3	133,2	0,596	3,80	55,3	26,7	239	37,5	2,6	5,3	МТС
UMC	Ноябрь 2002	194,2	57,7%	383,4	46,8	336,6	1,520	48,40	307,7	160,0	252	7,9	1,2	2,4	МТС
Киевстар GSM	Сентябрь 2002	31,0	7,7%	510,0	107,4	402,6	1,200	48,40	256,0	142,0	425	10,5	2,0	3,6	Альфа-Телеком
Уздунробита	Июль 2004	121,0	74,0%	175,5	12,0	163,5	0,210	25,60	64,0	43,0	836	6,9	2,7	4,1	МТС
КаР-Тел	Сентябрь 2004	350,0	100%	425,0	75,0	350,0	0,600	14,90	108,0	52,0	708	28,5	3,9	8,2	ВымпелКом

Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

**Динамика и оценка акций**
**Илл. 11. Динамика АДР, с начала месяца, на 29 октября 2004г.**

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
<b>Нефть и Газ</b>									
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	37,3	4,5	44,0	39,7	20,4	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	125,5	1,5	34,6	133,0	77,5	
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	37,0	11,3	31,0	38,5	19,5	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	40,1	7,7	35,5	41,2	21,9	
Татнефть	2	20 в 1	25,0	34,0	7,9	48,9	37,3	18,3	
Юкос	1	4 в 1	20,0	15,5	-7,5	-64,6	62,1	10,5	
<b>Энергетика</b>									
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	42,1	-2,9	-13,2	63,7	40,8	
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	12,8	-10,5	96,2	25,3	5,7	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	31,1	8,2	15,0	35,5	21,4	
<b>Телекоммуникации</b>									
ВымпелКом	3	3 в 4	40,0	111,5	5,3	51,7	116,9	58,3	
Голден Телеком	3	1 в 1	14,0	28,1	-0,8	0,7	37,5	22,5	
МТС	3	20 в 1	22,0	146,2	2,6	76,6	152,5	72,2	
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	13,4	16,7	31,3	13,0	6,0	
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	6,4	17,4	26,3	6,1	3,5	
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	13,8	5,3	10,1	15,9	10,3	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	8,1	10,4	5,8	7,7	4,5	
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	3,7	-3,3	-27,5	5,3	2,5	
<b>Прочие сектора</b>									
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	61,5	-2,0	-8,6	84,0	43,0	
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	4,2	-6,3	-52,0	8,4	3,2	
ГУМ	1	2 в 1	32,2	2,7	-11,0	-27,1	3,5	1,8	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	14,9	-0,8	-12,4	21,1	12,5	
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	14,0	0,0	71,9	13,4	5,0	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 12. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 28 октября 2004г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2003П	2004П	2003П	2004П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Газпром	2,738	10	100	2,76	1,16	70,4	64 822	12,5	8,1	7,2	4,9	3,61	32	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	31,05	0	27	33,15	19,25	3,8	25 510	6,9	6,5	6,8	4,6	31,2	0	ДЕРЖАТЬ
Сибнефть	3,75	8	34	3,78	1,975	0,4	17 780	7,8	6,8	8,2	5,6	3,03	-19	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,785	8	28	0,815	0,4485	1,6	32 127	16,1	12,0	5,3	3,7	0,73	-7	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1,75	7	53	1,860	0,920	0,7	3 933	7,6	5,6	5,2	3,9	1,54	-12	ДЕРЖАТЬ
Юкос	3,75	-6	-66	15,34	2,87	0,9	8 389	1,9	1,5	3,0	2,2	4	7	ДЕРЖАТЬ
Petrobras	35,5	-2	21	37,8	23,4	9,2	37 605	6,2	6,0	3,9	3,5			
PetroChina	0,5	0	-6	0,6	0,3	64,9	94 338	11,1	8,2	5,8	4,4			
Sinorec	0,4	-5	-13	0,5	0,3	28,7	44 287	12,9	8,4	7,2	5,6			
<b>Среднее</b>								<b>9,6</b>	<b>7,5</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>			
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0,219	6	86	0,245	0,103	0,1	1 044	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,605	-1	-15	0,915	0,570	0,0	463	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,160	7	132	0,245	0,058	0,9	4 509	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,310	7	7	0,354	0,218	6,3	12 723	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
<b>Телекомы</b>														
МГТС	13,3	5	2	15,0	11,1	0,0	1 218	18,3	17,8	6,4	5,7	13,5	2	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	14,3	5	13	16,7	10,2	3,5	8 338	17,7	12,1	5,1	4,5			
Tele Norte Leste	12,6	-2	2	14,7	9,3	3,6	5 137	Н/З	Н/З	6,5	6,0			
<b>Среднее</b>								<b>18,0</b>	<b>15,0</b>	<b>5,8</b>	<b>5,3</b>			
Ростелеком	2,280	2	8	2,640	1,730	0,6	2 043	54,6	22,6	5,7	4,8	2,28	0	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,47	3	48	0,51	0,21	4,1	2 563	19,4	14,6	6,2	4,8			
Embratel	5,26	2	6	5,80	2,44	2,1	1 139	Н/З	Н/З	3,8	3,5			
<b>Среднее</b>								<b>37,0</b>	<b>18,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,2</b>			
ВымпелКом	111,5	5	52	116,9	58,3	38,8	7 624	32,5	16,8	14,2	7,8	142,0	27,4	ПОКУПАТЬ
МТС	146,2	3	77	152,5	72,2	54,8	14 571	28,2	14,9	12,3	7,3	163,0	11	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	16,490	6	32	24,260	10,550	1,2	1 431	13,6	11,0	5,2	4,5			
Mobinil	28,1	17	47	31,0	15,2	0,0	2 806	25,3	25,5	12,4	10,6			
<b>Среднее</b>								<b>25,3</b>	<b>18,3</b>	<b>8,8</b>	<b>10,6</b>			
Голден Телеком	28,1	-1	1	37,5	22,5	2,1	1 018	18,4	11,1	8,5	5,6	35,0	25	ПОКУПАТЬ
Netia	1,5	3	5	1,6	1,2	1,1	434	Н/З	188,9	8,1	7,1			
<b>Металлургия</b>														
Норильский Никель	61,0	-5	-11	81,1	45,9	2,1	13 048	15,2	8,0	6,5	4,5	80,0	31	ПОКУПАТЬ
Amplats	40,3	-9	-15	61,1	34,1	991,8	8 764	25,5	17,0	12,6	9,8			
Inco	35,8	-3	-15	44,2	31,7	44,5	6 725	60,7	9,4	15,7	4,8			
Implats	84,2	0	-11	104,2	67,7	2434,1	5 611	10,1	11,6	7,0	8,1			
<b>Среднее</b>								<b>32,1</b>	<b>12,7</b>	<b>14,2</b>	<b>7,3</b>			
Северсталь	186,5	-10	52	207,5	107,0	0,3	4 117	7,0	3,5	4,0	2,1	250,0	34	ПОКУПАТЬ
China Steel	1,0	-2	24	1,1	0,8	71,0	9 967	8,9	6,7	5,6	5,4			
POSCO	152,0	0	5	168,9	113,8	52,2	13 523	7,0	4,5	3,5	5,0			
<b>Среднее</b>								<b>7,9</b>	<b>5,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>			
<b>Продукты</b>														
Балтика	16,3	11	43	16,6	11,3	0,0	1 904	15,5	13,2	9,7	9,7	пересмотр	Н/Д	ПЕРЕСМОТР
Сан Интербрю	14,0	0	72	13,4	5,0	0,0	390	16,1	11,6	5,6	3,9	8,2	-41	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	14,9	-0,8	-12,4	21,1	12,5	0,1	655,2	18,3	31,1	7,8	8,2	16,0	7,5	ДЕРЖАТЬ
Turk Tuborg	3,5	-4	3	5,2	2,8	0,1	96	287,2	8,7	23,5	Н/З			
Grupo Modelo-C	2,4	2	2	2,7	2,3	1,5	7 876	23,6	20,5	9,2	8,6			
<b>Среднее</b>								<b>155,4</b>	<b>14,6</b>	<b>16,3</b>	<b>8,6</b>			
<b>Машиностроение</b>														
ОМЗ	4,1	-6	-55	10,5	4,0	0,0	146	6,4	Н/З	5,1	5,1	5,0	21	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	29,1	6	-13	39,0	19,4	14,3	2 213	12,9	19,0	3,6	3,9			
Atlas Copco	38,0	7	9	39,5	32,0	59,2	10 011	24,2	16,2	8,5	7,8			
<b>Среднее</b>								<b>18,5</b>	<b>17,6</b>	<b>6,1</b>	<b>5,8</b>			

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



Илл. 13. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 28 октября 2004г

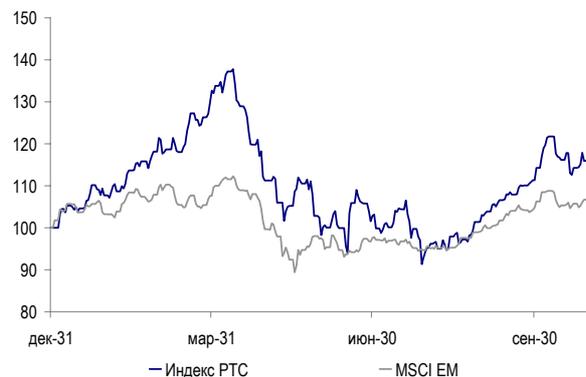
Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2003П	2004П	2003П	2004П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Мегионнефтегаз	21	4	62	21	11,5	1,5	2 436	100,0	8,3	12,2	5,0	21	0	ДЕРЖАТЬ
Башнефть	5,2	17	51	5,4	3,18	13,6	971	4,5	5,4	3,5	2,6	5,5	6	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	4,56	7	141	4,56	1,63	99,4	455	11,1	5,9	8,6	4,9	3,3	-28	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>														
Башкирэнерго	0,358	8	28	0,398	0,252	7,1	373	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,620	0	29	0,660	0,400	0,5	370	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	7,30	0	85	7,35	3,7	0,0	130	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,63	0	18	0,700	0,500	0,6	382	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	15	3	50	15	10	2,2	203	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	5	-2	30	5,1	3,85	2,1	181	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,047	0	34	0,062	0,029	0,0	147	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,119	3	68	0,127	0,065	3,3	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	0,040	0	37	0,042	0,028	3,7	186	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
<b>Телекомы</b>														
Дальсвязь	1,205	8	-2	1,37	0,89	49,5	153	23,9	5,5	8,0	7,7	1,08	-9	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	3,27	11	22	3,45	2,14	89,8	983	18,4	14,5	6,6	6,0	3,43	5	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,580	9	36	0,68	0,37	144,9	604	51,1	43,8	7,2	6,9	0,55	-5	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,06	23	69	0,06	0,03	419,7	893	15,8	17,3	7,2	6,0	0,07	7	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинформ	0,041	10	5	0,046	0,029	423,4	1 318	41,1	24,1	8,9	6,8	0,046	13	ДЕРЖАТЬ
Центр Телеком	0,3427	15	-2	0,447	0,258	74,9	675	140,0	4 613,1	6,9	6,7	0,31	-10	ПРОДАВАТЬ
Юж Телеком	0,078	2	-19	0,121	0,07	37,6	295	12,1	-15,5	5,8	5,5	пересмотр	Н/Д	ПЕРЕСМОТР
<b>Другие сектора</b>														
АвтоВАЗ	26,4	0	-4	31,5	21,5	11,3	846	22,3	25,2	3,5	3,1	25,0	-5	ДЕРЖАТЬ
Выксунский МЗ	200	-8	-18	247	153	3,6	376	0,2	0,4	0,6	0,7	230	2	ДЕРЖАТЬ
НТМК	0,875	5	51	0,935	0,58	252,1	1 146	17,5	3,3	6,3	2,3	1	14	ДЕРЖАТЬ
Мечел	238	45	160	249	91,5	279,2	753	28,7	5,4	15,6	4,0	235	-1	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	453	9	68	458,5	240,1	1 416,	8 870	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	520	15	ДЕРЖАТЬ
Челябинский труб- ный з-д	0,305	2	-10	0,4	0,205	6,3	144	18,7	-59,9	5,5	9,0	0,31	2	ДЕРЖАТЬ
Иркут	0,57	-5	-19	0,865	0,46	32,9	501	33,4	7,8	10,9	6,4	0,75	32	ПОКУПАТЬ
Калина	19,2	-4	-6	20,45	16,25	16,3	161	11,4	8,3	7,0	5,6	22,6	18	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 14. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 28 октября 2004г.

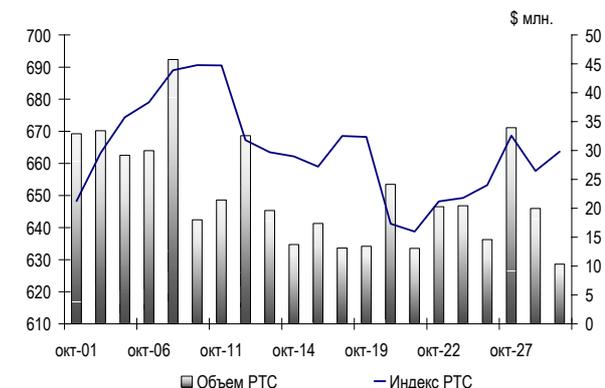
Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2003 \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
<b>Нефть и Газ</b>												
Транснефть прив.	943	6	55	1025,000	591,500	702,8	Н/Д	36,2	0	700	-26	ПРОДАВАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,530	5	35	0,553	0,295	263,9	32	0,0054	0	0,46	-13	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,815	1	38	0,885	0,543	60,7	53	0,0335	0	0,92	13	ПОКУПАТЬ
<b>Энергетика</b>												
РАО ЕЭС прив.	0,273	-9	3	0,339	0,203	60,5	12	0,0050	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
<b>Телекоммуникации</b>												
Ростелеком прив.	1,570	0	10	1,790	1,121	31,4	31	0,0000	0	1,71	9	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

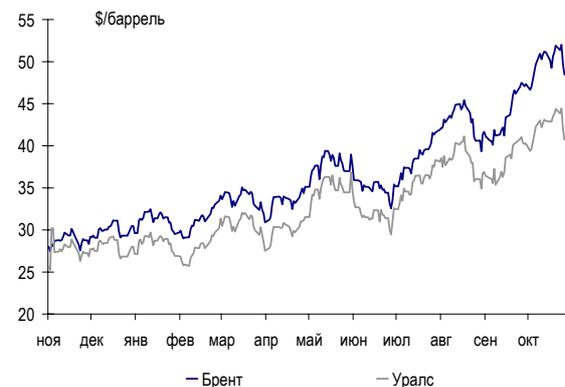
**Графики**
**Илл. 15. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года**


Источники: РТС, Рейтер

- Индекс РТС вырос в октябре на 5,1% при среднем объеме торгов \$22,7 млн/день

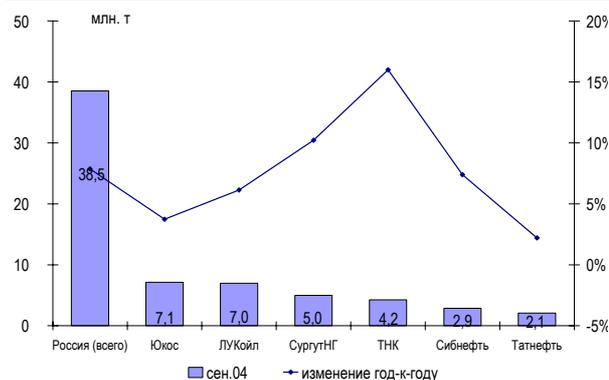
**Илл. 16. Динамика РТС, с начала месяца**


Источник: РТС

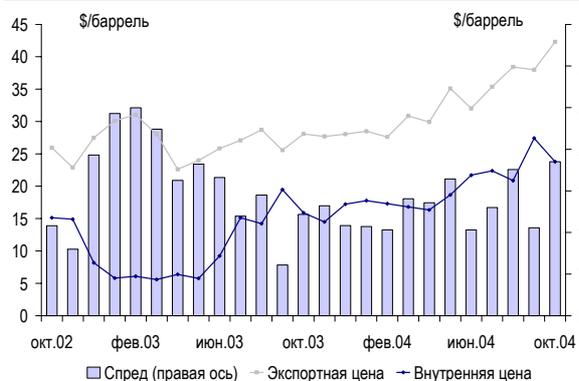
**Илл. 17. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.**


Источник: Блумберг

- Рост цен на нефть продолжился в конце месяца на страхах о замедлении экономики Китая
- Добыча нефти тормозит: +7,9% г-к-г в сентябре против 9,7% в среднем за январь-август

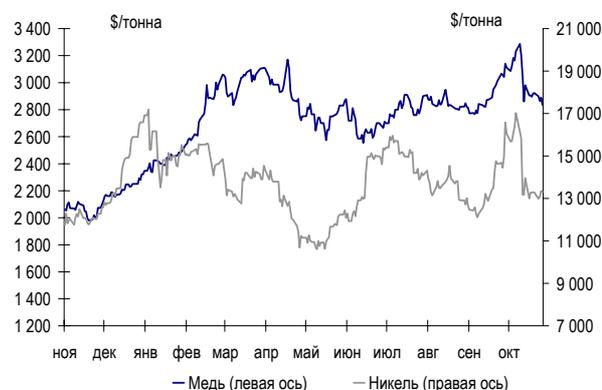
**Илл. 18. Добыча нефти компаниями, сентябрь 2004 г.**


Источник: Министерство энергетики

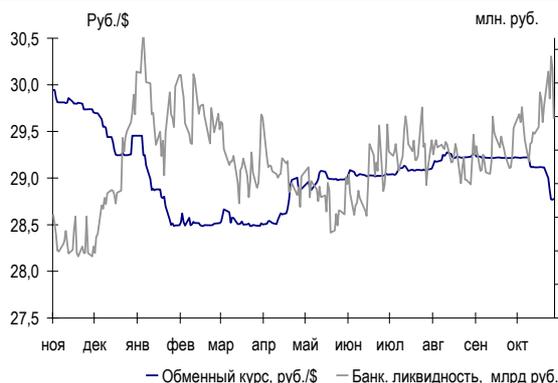
**Илл. 19. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2004 гг.**


Источник: Министерство энергетики

- Внутренние цены на нефть снизились на 13% до \$23,8 за баррель, что расширило спред относительно Urals до \$18,5 за баррель
- Цена никеля за месяц упала на 16% из-за продаж фондами, медь подешевела на 4%

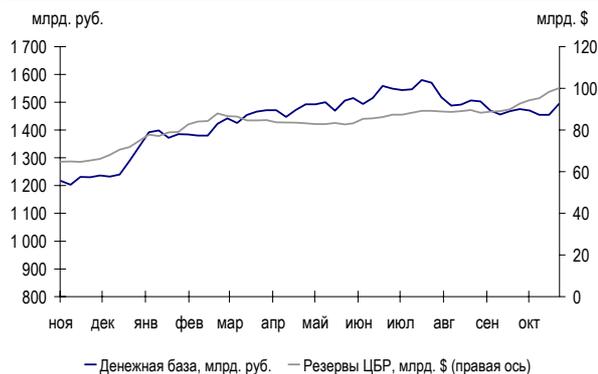
**Илл. 20. Цены на медь и никель, последние 12 мес.**


Источник: Блумберг

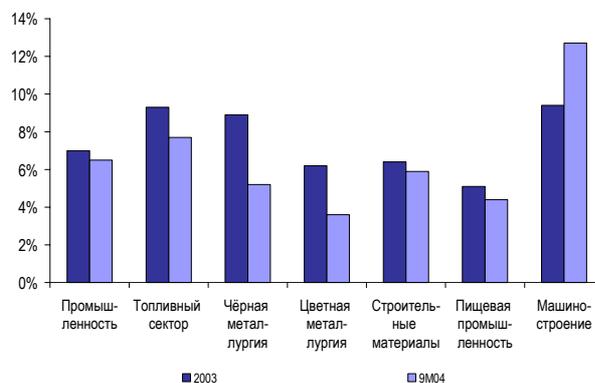
**Илл. 21. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев**


Источник: ЦБР

- ЦБР позволил рублю укрепиться после ослабления доллара на глобальных рынках
- Резервы ЦБР достигнут \$115 к концу года, что положительно отразится на ликвидности

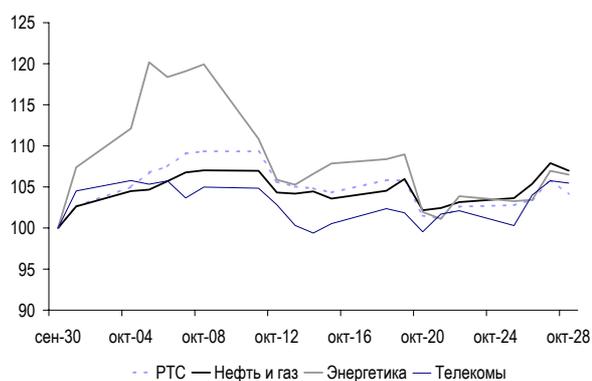
**Илл. 22. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев**


Источник: ЦБР

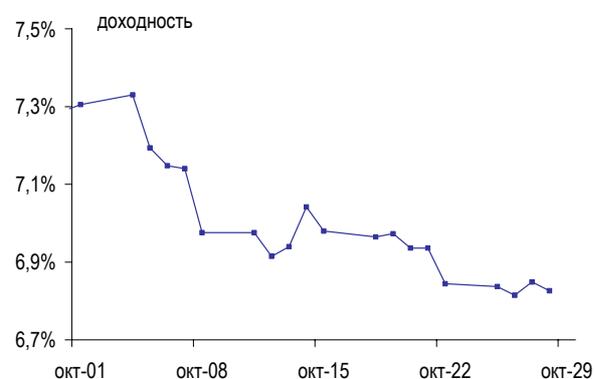
**Илл. 23. Промышленное производство, 2003-9M04**


Источник: ФСГС

- Замедление промышленного роста за 9M04 отражает банковский кризис и накопление стабилизационного фонда
- Энергетика стала наиболее волатильным сектором в результате движений Мосэнерго

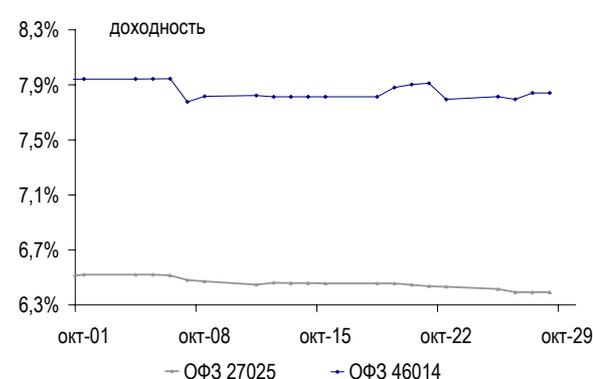
**Илл. 24. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца**


Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 25. Динамика Евро-30, с начала месяца**


Источник: Рейтер

- Позитивный прогноз рейтинга Moody's и сильный рост цен КО США значительно понизил доходность суверенных российских бумаг
- Излишняя ликвидность и резкое укрепление рубля не привело к росту цен ОФЗ

**Илл. 26. Динамика ОФЗ 27025-46014, с начала месяца**


Источник: Рейтер



## Календарь событий

Илл. 27. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
Начало месяца	Региональные телекомы	Результаты за 9М04 по РСБУ
Начало месяца	МГТС	Результаты за 9М04 по РСБУ
Начало месяца	Норильский Никель	Результаты за 1П04 по МСФО
Начало месяца	Иркут	Запуск программы АДР первого уровня
2 ноября	Ростелеком	Результаты за 9М04 по РСБУ
4 ноября	Голден Телеком	Результаты за 2Кв04 по US GAAP
6 ноября	Татнефть	Акционеры на внеочередном собрании проголосуют о выплате дивидендов за 9М04
11 ноября	Стойленский ГОК	Последний день предложения НЛМК о выкупе акций Стойленского ГОКа
15 ноября	Норильский Никель	Объявление окончательных условий обмена акций ПАО Норильский Никель на акции ГМК Норильский Никель
16 ноября	Газпром	Внеочередное собрание акционеров рассмотрит изменения в Устав компании в рамках консолидации Роснефти
23 ноября	Норильский Никель	Внеочередное собрание акционеров проголосует по поводу дивидендов за 9М04
28 ноября	Северсталь-Авто	Дата составления списка для принятия участия во внеочередном собрании и получения дивидендов за 9М04
В течение месяца	Татнефть	Результаты за 2003 по US GAAP
В конце месяца	МТС	Результаты за 3Кв04 по US GAAP
В конце месяца	ВымпелКом	Результаты за 3Кв04 по US GAAP
В течение месяца	АвтоВАЗ	Результаты за 1П04 по МСФО

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

**Экономика и политика**

Наталия Орлова, (7 095) 795-3677

**Укрепление курса рубля — результат слабости доллара относительно ведущих мировых валют**

В ноябре внимание экономистов, по-видимому, будет приковано к ситуации на валютном рынке. В условиях роста поступлений от продажи экспортной выручки, приведшего к увеличению резервов ЦБ до рекордной отметки \$105 млрд, ведомства, отвечающие за проведение валютной политики, были вынуждены смириться с укреплением рубля. Однако помимо роста экспортной выручки от продажи нефти была и другая причина удорожания рубля — изменение динамики курса евро к доллару. По-видимому, наш старый прогноз по обменному курсу рубля к доллару на конец текущего года (29 руб.) не будет реализован. Доллар имеет тенденцию к снижению относительно большинства ведущих мировых валют, и ЦБ в этих условиях может согласиться с укреплением рубля относительно доллара, не рискуя отклониться от запланированного фактического курса национальной валюты с учетом инфляции. Наш новый прогноз на конец года — 28,6 рубля за доллар.

**ЦБ может перестать жестко контролировать инфляцию с тем, чтобы влить в экономику денежные средства и стимулировать ее рост**

Проблема баланса обменного курса и инфляции становится еще более трудноразрешимой. Во-первых, несмотря на ужесточение валютной политики, и, соответственно, медленный темп роста денежной массы, инфляция не снижается. В результате ЦБ не решается идти на укрепление рубля, которое помогло бы держать под контролем рост цен. Вторая проблема заключается в том, что в условиях высокой инфляции российские банки испытывают дефицит денежных средств, что, в свою очередь, делает необходимым снизить масштабы стерилизации избыточной ликвидности. В связи с этим можно ожидать, что правительство все же пожертвует идеей обеспечения заданного темпа инфляции с тем, чтобы влить в экономику денежные средства в достаточном объеме. Кроме того, мы полагаем, что чересчур сильное укрепление рубля на данный момент не может считаться приемлемым решением: реальный обменный курс рубля уже находится на уровне 1998 г.

**Илл. 28. Макропараметры**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004П	2005П
ВВП, \$ млрд.	275,0	187,0	251,0	312,0	355,0	430,0	553,0	648,0
год-к-году, %	-5,3	6,4	10,0	5,0	4,3	7,3	7,2	6,0
Пром. производство, % год-к-году	-7,4	10,4	12,4	6,5	3,3	7,3	7,0	5,5
Инвестиции в основной капитал, % год-к-году	-12,0	5,3	17,7	8,5	2,6	12,4	8,0	7,0
Текущий счёт, \$ млрд.	1,0	20,8	46,8	33,9	29,0	36,0	35,0	20,0
Торговый баланс, \$ млрд.	17,1	35,8	60,1	48,1	46,3	60,5	57,0	35,0
Руб./\$, конец года	20,7	27,1	28,1	30,1	31,8	29,5	29,7	30,8
Обменный курс, % год-г-году	245,0	31,0	3,7	7,1	5,6	-7,2	0,7	3,7
ИПЦ, % год-к-году	84,5	36,5	20,2	18,6	15,0	12,0	10,0	9,0
Резервы ЦБР, \$ млрд.	12,2	12,5	28,0	36,6	47,7	76,9	90,0	100,0
Внешний долг, \$ млрд.	148,0	145,0	144,0	135,0	122,0	119,0	110,0	99,0
% от ВВП	54,8	77,5	57,4	43,5	34,4	27,7	20,0	15,3
Цена нефти — Brent \$/барр.	13,1	18,2	28,9	24,7	25,2	28,8	28,0	25,0
— Urals \$/барр.	11,9	17,3	26,5	22,9	23,0	27,2	26,5	23,5

Источник: ЦБР, Госкомстат, оценки Альфа-Банка

**Илл. 29. Основные события**

Дата	Событие
4 октября	<p><b>Правительство утвердило правила управления средствами Стабилизационного фонда РФ</b></p> <p>Это предусмотрено постановлением правительства РФ от 30 сентября N508 «О порядке управления средствами Стабилизационного фонда Российской Федерации». Данное постановление разрешает Минфину формировать инвестиционный портфель за счет средств фонда в иностранной валюте (долларах США, евро, фунтах стерлингов), а также долговых бумаг иностранных государств. Долговые обязательства, в которые размещаются средства Стабилизационного фонда, должны соответствовать следующим требованиям:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• эмитент долговых обязательств должен иметь рейтинги как минимум двух рейтинговых агентств на уровне не ниже AAA;</li> <li>• долговые обязательства должны иметь фиксированный срок погашения и не предусматривать права эмитента на досрочный выкуп, либо — права инвестора — предъявить их к досрочному погашению;</li> <li>• срок до погашения выпуска не должен превышать 1 года для дисконтных бумаг и 10 лет — для купонных;</li> <li>• облигации должны иметь фиксированную ставку купона;</li> <li>• номинал долговых обязательств выражается в одной из разрешенных иностранных валют, платежи по долговым обязательствам осуществляются в валюте номинала;</li> <li>• объем выпуска в обращении должен составлять не менее \$1 млрд либо 1 млрд евро либо 1 млрд фунтов стерлингов;</li> <li>• не разрешено держать в портфеле свыше 15% объема выпуска.</li> </ul> <p>Управление средствами фонда включает в себя следующие операции: покупка разрешенной иностранной валюты; осуществление Банком России сделок, направленных на формирование инвестиционного портфеля и изменение его структуры. Для изъятия средств в рублях Минфин осуществляет продажу разрешенной иностранной валюты, составляющей инвестиционный портфель, Центральному банку.</p>
5 октября	<p><b>Инфляция в РФ в сентябре составила 0,4%, за период с начала года — 8% — Росстат.</b> За аналогичный период прошлого года инфляция составила 8,6%. Ранее представители монетарных органов власти заявляли о том, что в сентябре будет дефляция, либо — нулевой рост цен.</p> <p>Основными факторами ускорения инфляции в последние два месяца являются (1) высокие цены на нефть, (2) увеличение бюджетных расходов. В частности, вследствие реформирования правительства во II квартале произошла задержка по выплате заработной платы госслужащим, выплаты которой производятся в настоящее время.</p> <p>Опубликованные данные стали еще одним подтверждением необоснованно заниженного годового прогноза правительства по 10%-ному росту потребительских цен в 2004 г. С одной стороны, ожидания дефляции в августе-сентябре в результате действия сезонных факторов не оправдались. С другой стороны, в IV квартале вероятно ускорение темпов инфляции в результате финансирования непроцентных расходов бюджета, а также увеличения потребительских расходов и роста цен на бензин. Мы ожидаем, что по итогам года инфляция составит 10,5-11,0%.</p> <p>Более того, мы ожидаем превышение реального роста потребительских цен относительно официального прогноза и в следующем году. Этому будут способствовать планы по переходу к денежным выплатам субсидий взамен различных льгот. При введении этого плана в действие, инфляция в следующем году может достигнуть 13%.</p>
6 октября	<p><b>Moody's повысило прогноз рейтингов РФ до «позитивного»</b></p> <p>Изменение прогноза последовало после нескольких лет исключительно высоких макроэкономических фундаментальных показателей РФ одновременно с хорошей фискальной и денежной политикой, значительным ростом золотовалютных резервов и резервов в иностранной валюте в новом стабилизационном фонде. Сильный платежный баланс и бюджетный профицит последовали за резким улучшением всех финансовых показателей и снижением размера долга и затрат на его обслуживание, говорится в сообщении агентства.</p> <p>Вслед за повышением прогноза суверенного рейтинга Moody's повысило до «позитивного» прогноз рейтингов Транснефти и РЖД.</p> <p>Повышение Moody's суверенного рейтинга до инвестиционного уровня состоялось год назад — 8 октября 2003 г. Рейтинги России по методологии других агентств — S&amp;P и Fitch по-прежнему остаются на одну ступень ниже инвестиционного уровня. Причиной столь значительного расхождения в оценках России рейтинговыми агентствами является тот факт, что Moody's основывается, прежде всего, на способности РФ выплачивать внешний долг. Высокая цена на нефть способствует росту золотовалютных резервов и Стабилизационного фонда, формированию профицитного бюджета. В то же время, как неоднократно подчеркивало агентство S&amp;P, ключевым фактором для повышения рейтинга РФ до инвестиционного уровня с их точки зрения, является проведение структурных реформ, экономическая и политическая стабильность. С этой точки зрения, замедление темпов экономического роста (по официальным прогнозам темп роста ВВП во втором полугодии 2004 г будет ниже, чем в январе-июне, а также ниже по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, несмотря на более высокую цену на нефть). Данный фактор может стать препятствием для повышения рейтинга агентством S&amp;P. В то же время, правительство РФ ожидает, что к концу 2005 г Россия будет иметь инвестиционный рейтинг от всех трех ведущих рейтинговых агентств.</p>
15 октября	<p><b>Промышленное производство в РФ за 9 месяцев текущего года выросло на 6,5%, мы понижаем оценку его роста в 2004 г до 6,8% с 7,2%.</b> По сравнению с аналогичным периодом прошлого года рост промпроизводства в сентябре составил 3,5%, в то время как по отношению к августу текущего года было зафиксировано снижение в размере 2,5%. Замедление темпов роста промпроизводства свидетельствует о наличии ряда негативных тенденций в экономике. Во-первых, снижение темпов роста топливной отрасли может быть вызвано ограниченной пропускной способностью нефтепроводов. В соответствии с официальным прогнозом, прирост экспорта нефтепродуктов в следующем году составит лишь 2% по сравнению с 10% в 2003-2004 гг., что объясняется исключительно нехваткой мощностей. Во-вторых, наблюдается замедление темпов роста в цветной металлургии, в основе которого лежит негативное влияние укрепления реального курса рубля, ограничивающее спрос зарубежных компаний на продукцию данной отрасли.</p> <p>Кроме того, дополнительным негативным фактором может стать кризисная ситуация в строительном секторе.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Новости компаний и отраслей

## Нефть и газ

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

**Перспективность инвестиций в Юкос зависит от ответа на вопрос: Сможет ли государство изгнать группу Менатеп из компании**

Ситуация с Юкосом ничуть не прояснилась. Несмотря на многочисленные заявления госчиновников, существенных подвижек к развязке так и не произошло. Есть ли смысл инвестировать в Юкос? Ответ на этот вопрос по-прежнему зависит от того, заставят ли группу Менатеп расстаться со своим активом или «капитан» останется погибать вместе со своим судном. В случае реализации второго из двух возможных вариантов, стоимость акций должна стремиться к нулю. Если исходить из того, что наиболее вероятен первый вариант, то следовало бы признать, что акции Юкоса имеют существенный потенциал роста. Проблема, однако, в том, что оба варианта имеют одинаковую вероятность.

Рассчитав среднюю потенциальную стоимость максимума и минимума стоимости компании, получили «справедливую оценку» акций Юкоса \$4. Однако, как бы близко или далеко котировки Юкоса ни находились от этой «справедливой стоимости», инвесторы не должны забывать о том, что эта «справедливая стоимость» является лишь синтетической величиной — средним между двумя полярными значениями. В данный момент «играть» с акциями Юкоса могут позволить себе только самые рискованные инвесторы, те, кто не боится возможности потерять все.

Пока же инвесторам следует держать в поле зрения обе части уравнения — общую сумму непогашенных налоговых претензий к Юкосу и предполагаемую продажную цену Юганскнефтегаза. Если первая из этих двух сумм превысит вторую (стартовая цена продажи Юганскнефтегаза), то резко возрастает риск продажи других дочек Юкоса и, соответственно, риск стремления стоимости Юкоса к нулю.

**Газпром, является наиболее вероятным претендентом на приобретение Юганскнефтегаза**

Наиболее вероятным претендентом на приобретение Юганскнефтегаза, мы считаем Газпром (если, конечно, аукцион действительно состоится). Похоже, что у государства есть амбиции создать нефтегазового супергиганта — и Газпром является весьма удобной платформой. С учетом предстоящего включения Роснефти, а, возможно, и Зарубежнефти в состав Газпрома, можно заключить, что Юганскнефтегаз является довольно лакомым куском, дающим государству возможность объединить под одной крышей крупнейшую не только в России, но и во всем мире газовую компанию и первую по величине российскую нефтяную компанию. В последние несколько недель неоднократно звучали заявления представителей государства о том, что Газпром, возможно, будет одним из участников аукциона, хотя руководство компании упорно отрицало наличие у нее таких намерений. С другой стороны, уже давно прошли сроки, в которые ожидалось объявление условий продажи Юганскнефтегаза, а от государства по-прежнему не слышно ни слова.

**В ноябре Газпром должен выпустить отчет по МСФО за 2Кв04**

Газпром намерен выпустить отчет по МСФО за 2Кв04 в ближайшем будущем. По нашим оценкам, выручка по сравнению с аналогичным периодом прошлого года вырастет на 25% до \$7,68 млрд за счет роста внутренних тарифов на газ и увеличения объема экспорта в страны Европы. Рост показателя EBITDA ожидается на уровне 16% год-к-году до \$3,26 млрд. Инвесторам, как всегда, следует следить за тем, насколько эффективен контроль менеджмента над издержками (в частности, речь идет о расходах на персонал, электроэнергию). По нашим оценкам, чистая прибыль составит \$1,58 млрд, что на 2,2% выше аналогичного показателя за 2Кв03. Прогнозируемое нами замедление роста чистой прибыли объясняется ожиданиями чистого убытка по курсовым разницам из-за ослабления рубля (в отличие от дохода по этой статье в предыдущие че-

**ЛУКОЙЛ показывает хорошие операционные результаты: в январе-сентябре 2004 г. объем добычи вырос почти 8%**

тыре квартала — за исключением 3Кв03). Вместе с тем, если только расхождение с прогнозами рынка не будет радикальным, инвесторы вряд ли отреагируют на финансовые результаты компании, обратив все свое внимание на ожидание либерализации рынка акций компании, а также возможность приобретения дешевых активов Газпромом.

ЛУКОЙЛ продолжает демонстрировать хорошие операционные показатели — в январе-сентябре 2004 г. объем добычи увеличился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 7,9%. Хотя планы компании по добыче на 2005 г. остаются довольно консервативными (скромный прогноз роста на 4% объясняется дефицитом транспортных мощностей), мы полагаем, что фактические результаты ЛУКОЙЛА могут оказаться более высокими.

После того, как ConocoPhillips не смог приобрести акций ЛУКОЙЛА, путем открытого тендера, компания, скорее всего, начала скупать акции на открытом рынке, с тем, чтобы до конца года довести свой пакет до запланированных 10%. Подтвердил такой вариант и вице-президент ЛУКОЙЛА Леонид Федун, заявивший, что у него нет сомнений, что Conoco соберет 10%-ный пакет в объявленные сроки. Учитывая резонанс сделки с ConocoPhillips, известный политический «иммунитет» ЛУКОЙЛА, улучшающиеся операционные показатели и практические шаги по осуществлению программы реструктуризации, можно предположить, что динамика акций у ЛУКОЙЛА в ближайшее время будет лучше, чем у других нефтяных компаний.

## Газпром

### Илл. 30. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	26 719	35 046	37 264	35 356
EBITDA, млн. \$	10 625	15 620	18 430	15 663
Чистая прибыль, млн. \$	5 186	7 973	10 077	8 387
P/E	12,5	8,1	6,4	7,7
EV/EBITDA	7,2	4,9	4,2	4,9
Капитализация, млн. \$	64 822			
EV, млн. \$	76 610			
Добыча, млрд. куб. см	3 342			
Запасы, млрд. куб. м	104 009			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 31. 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

- Новые проекты строительства экспортных газопроводов
- Постепенный рост внутренних цен на газ
- Снятие ограничений на торговлю акциями

#### Угрозы

- Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 32. Основные события

Дата	Событие
11 октября	Газета «Financial Times» опубликовала интервью с президентом Shell E&P Services Джоном Бэрри, в котором он подтвердил, что <b>Shell и Газпром ведут переговоры о вхождении российского газового монополиста в проект «Сахалин-2»</b> и эти переговоры уже находятся на стадии завершения. По словам Бэрри, решение об участии Газпрома ожидается до конца года. Shell владеет 55% в проекте Сахалин-2 вместе с двумя японскими партнерами. Проект предусматривает поставки сжиженного газа на азиатские рынки с 2007 г., после завершения строительства завода по сжижению газа, мощностью 9,6 млн. т. Суммарные запасы газа «Сахалина-2» оцениваются в 500 млн. куб. м. Согласно статье, Газпром, возможно, получит 20-25% проекта «Сахалин-2» в обмен на 50% в проекте разработки глубоко залегающих запасов газа месторождения Заполярного в Ямало-Ненецком регионе (Shell пытается стать участником этого проекта с 1997 г.) Газпром давно интересуется возможностью участия в быстрорастущем рынке сжиженного газа. Более того, теперь, когда компания получит доли в других сахалинских проектах путём слияния с Роснефтью, она будет ещё более заинтересована в расширении присутствия в этом регионе.

**Илл. 33. Основные события (прод.)**

Дата	Событие
19 октября	<b>Замминистра МЭРТ подтверждает возможность участия Газпрома в аукционе по ЮганскНГ.</b> По словам председателя правления Газпрома Алексея Миллера, Dresdner Kleinwort Wasserstein (DKW) завершил предварительную Роснефти и акций Газпрома. Эта оценка показала, что доля в Газпроме, необходимая для получения государством прямого контроля над газовым монополистом, стоит больше 100% в Роснефти, которые планируется внести правительством. По словам Миллера, если эта оценка подтвердится, то одним из возможных путей решения проблемы является передача пакета в Зарубежнефти Газпрому в качестве дополнительного платежа. Ранее этой осенью, когда государство объявило о намерении присоединить Роснефть к Газпрому, Миллер уже давал понять, что возможно внесение других государственных активов для получения 10,7% в Газпроме. Зарубежнефть является 100% государственной компанией, которая оперирует несколькими зарубежными проектами (главный проект, расположенный во Вьетнаме, в котором у компании 50%, добывает около 13 млн. т нефти в год). По словам главы инвестиционного подразделения DKW в России Боба Форесмана, банк уже получил запрос от Газпрома оценить Зарубежнефть, и приступит к оценке в течение нескольких дней. Передача дополнительных нефтяных активов в собственность Газпрому соответствует нашим ожиданиям относительно того, что Газпром будет играть существенно более значительную роль в российском нефтегазовом секторе в будущем.
20 октября	<b>Зарубежнефть подтвердила возможность её консолидации в Газпром.</b> Согласно сообщению, находящемуся на веб-сайте компании, вопрос включения Роснефти и Зарубежнефти в новую дочернюю компанию Газпрома Газпромнефть практически решен. Передача государственных активов Газпрому необходима для осуществления плана государства увеличить прямую долю в компании до контрольного пакета. Государство, однако, официально ещё не подтвердило свои намерения относительно Зарубежнефти. Зарубежнефть будет оценена компанией Dresdner Kleinwort Wasserstein, которая была нанята Газпромом и сейчас завершает оценку Роснефти. По словам представителя Газпрома, оценка Зарубежнефти займёт примерно месяц. Ожидаемая консолидация новых активов в Газпром поддерживает предположение, о значительно более существенной роли в нефтегазовой отрасли запланированной для компании государством.
21 октября	<b>ФАС выступила против дискриминационной политики Газпрома, ограничивающего доступ независимых производителей к газотранспортной системе.</b> Федеральная антимонопольная служба (ФАС) признала Газпром виновным в искусственном ограничении доступа независимых газовых компаний к магистральным газопроводам. В частности, Газпром и его дочерние структуры — Межрегионгаз и Сургутгазпром — ограничивали доступ к газотранспортной системе трем компаниям-производителям — Нортгазу, Роспану и Новатеку. Предписание ФАС будет направлено в Газпром и его дочерние предприятия в течение 5 дней. Газпром намерен обжаловать решение ФАС через суд.
27 октября	<b>Газпром и Нафтогаз Украины (украинская национальная нефтегазовая компания) подписали соглашение о строительстве новой ветки трубопровода на Украине.</b> Трубопровод длиной 240 км пройдёт от Богородчан до Ужгорода по Западной Украине. Ожидается, что строительство начнётся в январе 2005 г., тогда как первые поставки могут начаться до конца 2006 г. Суммарная стоимость строительства оценивается в размере \$300 млн., из которых \$50 млн. потребуются на первой стадии. Финансирование будет предоставлено наравне обеими сторонами. Также Газпром подписал контракт с ООО «Международный консорциум по управлению и развитию газотранспортной системы Украины», о транспортировке дополнительных объёмов газа через страну. Этот контракт и строительство нового трубопровода позволят Газпрому увеличить транзит газа в Европу через Украину на 19 млрд. куб. м к 2010 г.

Источник: оценки Альфа-Банка

## ЛУКОЙЛ

Илл. 34. Ключевые финансовые индикаторы				
На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	22 299	30 632	28 498	19 812
EBITDA, млн. \$	4 196	6 236	5 847	5 481
Чистая прибыль, млн. \$	3 701	3 934	3 645	3 426
P/E	6,9	6,5	7,0	7,4
EV/EBITDA	6,8	4,6	4,9	5,2
Капитализация, млн. \$	25 510			
EV, млн. \$	28 476			
Добыча, млн. бнэ	616			
Запасы, млн. бнэ	20 056			
Количество акций, млн.*	822			

Прим.: \* не включает 25 млн. акций резерва

Источники: оценки Альфа-Банка

## Илл. 35. Краткий обзор компании

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Значительные доказанные запасы нефти и газа (20,1 млрд. баррелей)</li> <li>Независимые экспортные маршруты из района Каспийского моря и Тиман-Печоры, мощностью в 20 млн. тонн</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Медленный прогресс в улучшении операционной эффективности (издержки на добычу барреля — \$2,5)</li> <li>Умеренные планы по темпу роста добычи (3-4%)</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Развитие активов в странах Восточной Европы (30% перерабатывающих мощностей)</li> <li>Программа реструктуризации повысит эффективность капитальных и операционных издержек</li> <li>Плодотворное сотрудничество с ConocoPhillips</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Возможно, что большие капвложения не принесут ожидаемых результатов</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 36. Основные события**

Дата	Событие
6 октября	<b>Открытый тендер SoposoPhillips по покупке 2,4% в ЛУКОЙле не увенчался успехом.</b> Тендерное предложение купить акции по цене до \$30,76 за акцию было действительным в течение двух дней: с 8:00 (по лондонскому времени) 30 сентября по 16:30 1 октября. Официального комментария по результатам со стороны SoposoPhillips, ЛУКОЙла или CSFB (организатор тендера) ещё не последовало, но газета утверждает, что результаты тендера «нулевые». Принимая во внимание, что рыночная цена акции ЛУКОЙла во время проведения тендера была на \$0,15-0,30 выше предложенной, наиболее вероятными продавцами могли стать держатели крупных пакетов, с которыми компания смогла договориться заранее. По-видимому, если верить «Ведомостям», таковых не нашлось. Исходя из объявленного намерения Soposo увеличить свою долю в ЛУКОЙле до 10% до конца года, ожидание, что она проделает это на открытом рынке, должно создать поддержку цене акций ЛУКОЙла на ближайшее время.
22 октября	<b>Менеджмент ЛУКОЙла обсудил операционные планы компании на следующий год, а также долгосрочные стратегические планы.</b> В следующем году компания планирует увеличить производство нефти до 90,2 млн. тонн, что на 4% выше уровня, ожидаемого в этом году, и соответствует нашим прогнозам (мы ожидаем роста добычи ЛУКОЙла на 4,5% в 2005). Снижение относительно ожидаемого роста этого года в 7% объясняется нехваткой транспортных мощностей, что влияет на всех российских производителей нефти. Компания также планирует нарастить производство газа на 20% до 7,8 млрд.куб.м., что станет результатом запуска добычи на Находкинском месторождении. Как ожидается, экспортные объемы увеличатся на 11% до 49 млн. тонн (данная цифра включает поставки для НПЗ компании за рубежом). ЛУКОЙл не объявил о каких-либо изменениях в долгосрочных планах производства. Согласно последней объявленной цели, компания планирует нарастить добычу нефти и газа до 2,8 млн.б.н.э к 2013; из которых 2,2 млн. б.н.э. составит нефть, что подразумевает среднегодовой темп роста на уровне 3%.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сибнефть

**Илл. 37. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	7 017	9 710	9 107	8 534
ЕБИТДА, млн. \$	2 337	3 393	2 842	2 633
Чистая прибыль, млн. \$	2 278	2 604	2 007	1 773
P/E	7,8	6,8	8,9	10,0
EV/ЕБИТДА	8,2	5,6	6,7	7,3
Капитализация, млн. \$	17 780			
EV, млн. \$	19 136			
Добыча, млн. бнэ	238			
Запасы, млн. бнэ	4 779			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 38. 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
- Увеличение операционной эффективности в Славнефти

**Угрозы**

- Длительные переговоры с Юкосом по разделению
- Рост налоговой нагрузки при возможном введении дифференцированной ставки налога на добычу

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 39. Основные события**

Дата	Событие
13 октября	<b>У Сибнефти и ТНК-ВР все еще нет окончательного мнения о механизме разделения Славнефти.</b> Сибнефть и ТНК-ВР могут оставить идею равного разделения активов добывающих активов Славнефти и розничной сети. Газета ссылается на неназванный источник, близкий к Славнефти, и приводит в качестве доказательства ликвидацию недавно созданных «внучек» Славнефти. Последние были созданы попарно для каждого из основных активов холдинга с целью равномерного разделения их между основными акционерами. Две компании приобрели Славнефть в 2002 г. и с тех пор владеют ею на основе соотношения 50:50. Сибнефть на данный момент озабочена разделением с Юкосом, и потому разделение Славнефти не является приоритетным. Теперь две компании могут фактически изменить своё мнение о механизме разделения и весь процесс может затянуться и дальше.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сургутнефтегаз

### Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	8 872	13 029	11 813	11 391
ЕБИТДА, млн. \$	2 901	4 121	3 324	3 576
Чистая прибыль, млн. \$	1 768	2 556	1 894	1 991
P/E	16,1	12,0	16,2	15,4
EV/ЕБИТДА	5,3	3,7	4,6	4,3
Капитализация, млн. \$	32 127			
EV*, млн. \$	15 333			
Добыча, млн. бнэ	478			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	43 428			

Прим.: \* Не включает стоимость собственных акций, принадлежащих дочерней компании  
Источники: оценки Альфа-Банка

## Татнефть

### Илл. 42. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	4 950	6 709	5 880	5 521
ЕБИТДА, млн. \$	920	1 228	947	922
Чистая прибыль, млн. \$	504	679	440	422
P/E	7,6	5,6	8,7	9,0
EV/ЕБИТДА	5,2	3,9	5,0	5,2
Капитализация, млн. \$	3 933			
EV, млн. \$	4 757			
Добыча, млн. бнэ	185			
Запасы, млн. бнэ	6 211			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

## Юкос

### Илл. 44. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	15 674	22 355	21 005	19 790
ЕБИТДА, млн. \$	5 442	7 550	6 241	5 898
Чистая прибыль, млн. \$	4 474	5 427	4 374	4 187
P/E	1,9	1,5	1,9	2,0
EV/ЕБИТДА	3,0	2,2	2,6	2,8
Капитализация, млн. \$	8 389			
EV, млн. \$	16 389			
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

- Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0,05)
- Почти 80% выручки в валюте

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 43. 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 перерабатывающих 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. 45. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Следствие в отношении высшего менеджмента и основных акционеров
- Заморозка счетов компании парализует операционную деятельность

#### Возможности

- Разрешение конфликта с властями

#### Угрозы

- Риск распродажи активов, чтобы покрыть налоговые требования
- Риск перерывов в производстве и затруднений в операционной деятельности

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 46. Основные события**

Дата	Событие
1 октября	<b>DKW завершил оценку Юганскнефтегаза.</b> Dresdner Kleinwort Wasserstein завершил оценку Юганскнефтегаза. Около двух недель такая информация уже была опубликована в одной из газет, опять таки без названия источников, и тогда уже назывались цифры в \$15-17 млрд. Тогда DKW немедленно опроверг информацию. Завершение оценки Юганскнефтегаза является важным этапом в разветвлении саги о Юкосе, которого рынок внимательно ожидает. Однако когда этот шаг будет завершен, поднимется новый шквал вопросов на тему как, кому и когда будет продан Юганскнефтегаз.
6 октября	<b>МНС начисляет налоговые штрафы в размере \$950 млн за 2002 Юганскнефтегазу.</b> МНС предъявило новые налоговые требования непосредственно крупнейшему добывающему предприятию Юкоса Юганскнефтегазу. Новые требования составляют \$950 млн (27,8 млрд. руб.), что включает как налоги, так пени и штрафы за 2002 год. Взгляд оптимиста: Так как ЮганскНГ представляет примерно две трети добычи Юкоса, это подразумевает общие требования по налогам к Юкосу за 2002 год в размере всего около \$1,5 млрд. Напомним, что рыночный консенсус (и наше мнение) относительно оценки общих налоговых обязательств, которые будут предъявлены компании за 2000-2003, составлял \$10 млрд. — сумма которая была экстраполирована из изначальных налоговых обязательств в размере \$3,4 млрд за 2000. Она основывалась на том, что налоговое законодательство в 2000 и 2001 открывало большие возможности для трансфертного ценообразования (и большие накопленные процентные ввиду более существенного срока давности), чем в 2002 и 2003, когда оно поменялось. Таким образом, \$1 млрд, начисленный ЮганскНГ выглядит соответствующим с общей суммой в \$1,5 млрд для всех добывающих подразделений Юкоса, что вместе с налоговыми претензиями в размере \$7,5 млрд за 2000-01, делает общую цифру в размере \$10-10,5 млрд. за 2000-2003 вполне реалистичной. На поверхности тогда лежит тот факт, что это создает трудности для правительства, так как потребует использовать средства отличные от налоговых претензий для того, чтобы забрать ЮганскНГ целиком.
7 октября	<b>Millhouse Capital объявил о том, что группа получила назад 57,5% в Сибнефти от Юкоса.</b> Юкос вернул данный пакет в свете решения московского арбитражного суда, признавшего недействительной эмиссию акций Юкоса, которая была использована для обмена с акциями Сибнефти. Юкос также еще должен вернуть другие 14,5% в Сибнефти группе Millhouse в обмен на 8,8% своих акций в свете решения арбитражного суда Чукотки. После этой транзакции у Юкоса останется 20% в Сибнефти, которые были куплены за денежные средства в размере \$3 млрд. С восстановлением Millhouse контроля над Сибнефтью, и после того как Юкос останется просто миноритарным акционером, шансы последнего на возвращение всей суммы, заплаченной за 20% значительно ослабевают. Ведомости сообщают, что Юкос уже подал апелляцию в Лондонский международный Арбитражный суд с целью возврата \$3 млрд. Хотя достаточно вероятно, что компания будет более успешной в международном суде, чем в российских судах, весь процесс может занять длительное время, что не особо поможет компании в попытках поднять денежные средства для оплаты налоговых обязательств.
8 октября	<b>МПР дало дочерней компании Юкоса ЮганскНГ три месяца на погашение \$120 млн. задолженности по НДС перед отзывом лицензий.</b> Кажется, что часы начали тикать для Юкоса, так как Министерство природных ресурсов признало его крупнейшую дочернюю компанию Юганскнефтегаз виновной в нарушении условий лицензии и дало ей три месяца, начиная с пятницы, чтобы исправить все нарушения. Это решение касается 21 лицензии из 26, принадлежащих ЮганскНГ, на которые приходится более 90% запасов и добычи подразделения. Суть нарушения, заключается в неуплате налога на добычу. Согласно МПР к данному моменту компания накопила \$120 млн. задолженности — что является достаточно серьезным нарушением для отзыва лицензии. Тот факт, что ЮганскНГ не платил налоги не удивляет — счета компании заморожены с августа в свете уголовного дела, которое было возбуждено по отношению одной из служащих Юкоса, Ирины Голубь, которую обвиняют в утаивании налогов и накоплении их на балансе дочерних компаний Юкоса.
11 октября	<b>Московский арбитражный суд удовлетворил иск МНС и обязал Юкос уплатить \$1,34 млрд (39,1 млрд. руб.) штрафов за неуплаченные в 2001 г. налоги.</b> Эта сумма несколько ниже, чем первоначальное требование на сумму \$1,39 млрд (40,6 млрд. руб.), предъявленное компании. Министерство, скорее всего, подаст апелляцию на решение суда о части иска в 1,5 млрд. руб., которую суд не удовлетворил. Юкос также, скорее всего, подаст апелляцию, однако его шансы выглядят как обычно небольшими. В предыдущий раз решение суда вступило в силу чуть более месяца спустя удовлетворения первоначального иска МНС. На данный момент компании и её дочерним предприятиям предъявлено в общей сложности \$5,9 млрд налоговых претензий, эта сумма возрастает до \$8,5 млрд, если учесть уголовное дело против бухгалтера компании Ирины Голубь. Эти суммы, однако, всё ещё меньше величины стоимости ЮганскНГ (\$15-17 млрд), в которую компания по неофициальной информации оценил Dresdner Kleinwort, и поэтому мы ожидаем, новых налоговых исков к компании за 2002-2003 гг. (а также возможно претензии напрямую к дочерним обществам за 2000-2001 гг.) которые помогут подтянуть размер претензий ближе к уровню оценки.
12 октября	<b>Продажа ЮганскНГ приближается; наш базовый сценарий остаётся неизменным с оценкой акции Юкоса в \$5.</b> Это был определенно большой день для Юкоса. Поток новостей начался с сообщения, цитирующего начальника Главного Управления Минюста Александра Буксмана, в котором он якобы сообщил, что часть имущества Юкоса будет продана, чтобы покрыть задолженность компании по налогам. После нескольких корректировок, новость свелась к факту, что министерство намерено продать пакет акций основного производственного подразделения Юкоса Юганскнефтегаза. Продажа может состояться до конца ноября «если всё пойдёт так, как [РФФИ] считает нужным». До сих пор сохраняется недопонимание в отношении величины оценки компании. Буксман привёл цифру \$10,4 млрд в качестве официальной оценки, сделанной Dresdner Kleinwort Wasserstein, однако несколько источников сообщили, что цифра была вырвана из контекста и представляет наиболее консервативную оценку предложенную DKW, в то время как оценка в \$15,7-18,3 млрд представляет более адекватный интервал стоимости. Однако пока никого официального комментария по этому поводу со стороны банка ещё не последовало.
14 октября	<b>Власти нашли свой способ, как обойтись с цифрами DKW: ЮганскНГ будет продан немногим более \$4 млрд?!</b> «Интерфакс» сообщил, не приведя никаких источников, что правительство намерено продать 100% голосующих акций Юганскнефтегаза за примерно \$4 млрд. Такая низкая оценка, по сообщению, была получена, используя наиболее консервативную оценку Dresdner Kleinwort \$10,4 млрд за весь акционерный капитал ЮганскНГ и применяя к ней дисконт 60% за то, что этот пакет «миноритарный». В целом информация, которая была опубликована, была довольно противоречивой по своей сути: довольно интересно было обнаружить, что 100%-ный пакет голосующих акций компании был признан миноритарным. Хотя эту информацию ещё не подтвердили официальные источники, газеты цитировали источники в правительстве, подтверждающие низкую запланированную цену продажи — хотя мнения, насколько низкой она будет, разошлись: некоторые даже привели цифру \$3 млрд. Если это информация действительно подтвердится, цинизм властей будет просто поразителен.

**Илл. 47. Основные события**

Дата	Событие
15 октября	<b>У Министерства природных ресурсов есть запасная причина, чтобы отозвать лицензии ЮганскНГ.</b> Министр природных ресурсов Юрий Трутнев сказал, что министерство проверит, нарушил ли Юкос технологические правила работы на месторождениях. По словам Трутнева, у него есть «предчувствие», что на месторождениях Юганскнефтегаза были серьёзные технологические нарушения. Хотя нарушения лицензионных условий такого характера нередки во многих российских нефтегазовых компаниях, по словам Трутнева, на ЮганскНГ они имели «более серьёзную и очевидную форму». Ранее в этом году министерство уже проводило широкомасштабную проверку лицензий нефтегазовых компаний и не нашло нарушений достаточно серьёзных, чтобы привести к отзыву. ЮганскНГ уже находится перед угрозой отзыва лицензий, что может произойти уже в начале января, если компания не уплатит \$120 млн задолженность по НДС, которая выросла из-за заморозки счетов компании.
18 октября	<b>Аукцион по продаже акций Юганскнефтегаза может состояться 22 ноября.</b> Со ссылкой на неназванный источник знакомый с проектом договора комиссии между РФФИ и Минюстом, Интерфакс сообщил о некоторых деталях планируемой сделки по продаже акций Юганскнефтегаза. Согласно данному сообщению, стартовую цену на пакет в размере 100% обыкновенных акций Юганскнефтегаза (77% капитала компании) предлагается установить равной сумме задолженности Юкоса. Несколько ранее высокопоставленный представитель Минюста заявил, что эта сумма составляет \$3,75 млрд. Эта новость переключается с информацией о том, что стартовая цена составит около \$4 млрд. Также, ссылаясь на свой источник Интерфакс сообщает, что Минюст предлагает продать акции на закрытом аукционе 22 ноября и установить для участников задаток в размере \$800 млн. Официальными источниками эта информация не подтверждена. Условия аукциона обычно объявляются за месяц до его проведения, и если он действительно запланирован на 22 ноября, более подробная информация поступит уже до конца этой недели.
19 октября	<b>Замминистра МЭРТ подтверждает возможность участия Газпрома в аукционе по ЮганскНГ.</b> По словам председателя правления Газпрома Алексея Миллера, Dresdner Kleinwort Wasserstein (DKW) завершил предварительную Роснефти и акций Газпрома. Эта оценка показала, что доля в Газпроме, необходимая для получения государством прямого контроля над газовым монополистом, стоит больше 100% в Роснефти, которые планируется внести правительством. По словам Миллера, если это оценка подтвердится, то одним из возможных путей решения проблемы является передача пакета в Зарубежнефти Газпрому в качестве дополнительного платежа. Ранее этой осенью, когда государство объявило о намерении присоединить Роснефть к Газпрому, Миллер уже давал понять, что возможно внесение других государственных активов для получения 10,7% в Газпроме. Зарубежнефть является 100% государственной компанией, которая оперирует несколькими зарубежными проектами (главный проект, расположенный во Вьетнаме, в котором у компании 50%, добывает около 13 млн. т нефти в год). По словам главы инвестиционного подразделения DKW в России Боба Форесмана, банк уже получил запрос от Газпрома оценить Зарубежнефть, и приступит к оценке в течение нескольких дней. Передача дополнительных нефтяных активов в собственность Газпрому соответствует нашим ожиданиям относительно того, что Газпром будет играть существенно более значительную роль в российском нефтегазовом секторе в будущем.
20 октября	<b>Зарубежнефть подтвердила возможность её консолидации в Газпром.</b> Согласно сообщению, находящемуся на веб-сайте компании, вопрос включения Роснефти и Зарубежнефти в новую дочернюю компанию Газпрома Газпромнефть практически решен. Передача государственных активов Газпрому необходима для осуществления плана государства увеличить прямую долю в компании до контрольного пакета. Государство, однако, официально ещё не подтвердило свои намерения относительно Зарубежнефти. Зарубежнефть будет оценена компанией Dresdner Kleinwort Wasserstein, которая была нанята Газпромом и сейчас завершает оценку Роснефти. По словам представителя Газпрома, оценка Зарубежнефти займёт примерно месяц. Ожидаемая консолидация новых активов в Газпром поддерживает предположение, о значительно более существенной роли в нефтегазовой отрасли запланированной для компании государством.
21 октября	<b>ЮганскНГ дали 6 месяцев на исправление проблем с 5 месторождениями.</b> Министерство Природных Ресурсов (МПР) вынесло вердикт в отношении остальных 5 лицензий Юганскнефтегаза (из 26 имеющихся). МПР предписало компании привести операции на двух месторождениях в соответствии с условиями лицензий, а также информировало компанию о возможности отзыва лицензий на три другие месторождения. Компании будет предоставлено 6 месяцев на исправление нарушений — это, скорее всего, касается всех пяти месторождений, однако формулировка была не совсем ясной. В любом случае, три месторождения, для которых существует угроза отзыва лицензий, составляют менее 5% от общих запасов ЮганскНГ, и около 4% от добычи компании. Все нарушения, обнаруженные МПР, носят технологический характер и относятся к объемам производства, разведочному бурению, числу скважин и оценке запасов.
22 октября	<b>Schlumberger прекратил предоставление услуг на месторождениях Юкоса — добыча крупнейшего подразделения в октябре снизилась на 8%.</b> Проблемы Юкоса множатся, в связи с тем, что компания начинает ощущать эффект полной заморозки счетов её дочерних компаний в свете уголовного дела против главного бухгалтера компании Ирины Голубь. Теперь, наряду с угрозами перебоев в поставке энергии и угрозой отзыва лицензий за неуплату налогов, давний партнер Юкоса, компания Schlumberger, приняла решение прекратить осуществление сервисных услуг на месторождениях Юкоса. Schlumberger уже сняла оборудование с месторождений Юкоса, так как последняя не может платить за услуги. По словам компании, её крупнейшее подразделение ЮганскНГ, которое также наиболее активно работает с Schlumberger, скорее всего в результате этих действий может столкнуться со снижением в октябре дневной добычи на 8% до 0,93 млн. б/с. Остается лишь надеяться на то, что ощутимое падение добычи компании, заставит власти быстрее разобраться с ситуацией, так как любое снижение производства превращается в реальные потери бюджета в форме неполученных налогов.
23 октября	<b>PetroChina требует компенсацию за прекращение поставок нефти Юкосом.</b> PetroChina отрицает возобновление поставок нефти Юкоса и намерена потребовать компенсацию у компании за убытки, которые она понесла в результате прекращения поставок. Согласно контракту, подписанному российской и китайской сторонами, Юкос должен был поставить PetroChina в 2004 г. 3,86 млн. т нефти. Ранее осенью, Юкос объявил, что намеревается прекратить поставки по контракту PetroChina начиная с октября. Причиной остановки, по словам представителей Юкоса, стал тот факт, что поставки по данному маршруту являются слишком дорогими — транспортные расходы около \$8,2/баррель — чтобы компания смогла себе позволить продолжать их в ситуации, когда все счета заморожены. С начала года компания поставила PetroChina в общей сумме 2,84 млн. т, поэтому, полагая, что никаких поставок до конца года не будет сделано, примерно 1 млн. т нефти останется недопоставленным. Из-за небольшого объема поставок сумма компенсации, которую китайская сторона может потребовать, будет, скорее всего, незначительной, и даже если предположить, что она потребует компенсацию за недополученную прибыль, потенциальные обязательства Юкоса вряд ли превысят \$50 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Энергетика

Виталий Зархин, (7 095) 788-0320

Наталья Деветьярова, (7 095) 783-5009

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

## РАО ЕЭС

### Илл. 48. Основные события

Дата	Событие
28 сентября	<p><b>А. Чубайс заявляет о мирном урегулировании конфликта с «Баззлом» относительно сибирских ГЭС (15 ГВт)</b> По словам председателя правления РАО «ЕЭС» Анатолия Чубайса, РАО «ЕЭС» и компания «Базовый элемент», который представляет интересы РусАла, договорились о мирном решении конфликта относительно сибирских ГЭС общей мощностью 15 ГВт. Заявление председателя правления РАО ЕЭС демонстрирует общее позитивное «изменение» отношений РАО ЕЭС с одним из крупнейших потребителей компании и главным оппонентом по вопросу реструктуризации РАО ЕЭС, что, по нашему мнению, может оказать позитивный эффект на акции ГЭС и РАО ЕЭС в краткосрочной перспективе.</p>
1 октября	<p><b>Результаты заседания совета директоров РАО «ЕЭС»</b> По нашему мнению наиболее важным вопросом было создание второй оптовой генкомпании, так называемой ОГК-3, на базе Черепецкой, Харановской, Костромской, Южноуральской, Печорской и Гусиноозёрской ГРЭС, суммарной установленной мощностью более 8 ГВт. Совет утвердил этот вопрос единогласно, тем самым поддержав оценку стоимости долей РАО «ЕЭС России» в станциях по \$120/кВт. ОГК будет создана за три этапа — на первом будет создано дочернее предприятие на 100% принадлежащее РАО «ЕЭС России», которому будут переданы доли РАО «ЕЭС России» в станциях (за исключением Южноуральской ГРЭС). На втором этапе, после реструктуризации Челябинэнерго (Южноуральская ГРЭС — филиал энергокомпании), доля РАО «ЕЭС России» в станции будет также внесена в уставный капитал ОГК. На третьем этапе миноритариям станций будет предложено обменять их доли в станциях на акции ОГК. Таким образом, по словам председателя правления РАО «ЕЭС России», переход ОГК на единую акцию будет завершён к сентябрю 2005 г. Также совет директоров утвердил создание четырёх межрегиональных сетевых компаний (МРСК), которые объединят сетевые активы региональных энергокомпаний на макрорегиональной основе, и назначил (как и ожидалось) бывшего представителя Путина в Сибирском регионе Леонида Драчевского заместителем председателя правления, ответственным за отношения с государственными органами и международные отношения После весенне-летних задержек в рассмотрении критичных для реформы вопросов, мы приветствуем ускорение процесса принятия решений по реструктуризации компании, что будет оценено рынком. Создание третьей ОГК, так называемой ОГК-4, по словам председателя правления РАО «ЕЭС России», будет обсуждаться на следующем заседании совета в ноябре.</p>
6 октября	<p><b>Производство электроэнергии по итогам 9 месяцев этого года выросло на 2.2%</b> Производство электроэнергии входящими в РАО энергосистемами по итогам первых 9 месяцев повысилось на 2.2% и составило 469,6 трлн. Вт-ч. Это соответствует рыночному прогнозу о повышении производства за весь год на 2%. Совокупный объем спроса в России повысился за период на 2.2% до 654.6 трлн. Вт-ч. В первую очередь, рост обусловлен увеличением производства электроэнергии ГЭС (на 15.4% до 99.8 трлн. Вт-ч) в связи с резким повышением уровня воды Волги и сибирских рек. В то же время, объем производства на тепловых электростанциях не изменился и составил 369.8 трлн. Вт-ч.</p>
8 октября	<p><b>Газпром расширяет свое присутствие в российском энергетическом секторе, его доля в РАО «ЕЭС» уже превышает 10%</b> По официальному заявлению группы ESN, она продала 5,3% в РАО «ЕЭС» Газпрому, но отказалась комментировать сумму и время завершения сделки. С учетом 5,6%, объявленных в консолидированных финансовых результатах компании за первый квартал 2004 года, доля Газпрома в РАО «ЕЭС» теперь составляет 10,9%. Председатель правления Газпрома Алексей Миллер подтвердил, что Газпрому принадлежит более 10% акций РАО «ЕЭС», а также значительный пакет в Мосэнерго. По словам Миллера, компания будет и в дальнейшем диверсифицировать свой бизнес через проникновение в российский электроэнергетический сектор. Цитируя близкий к сделке источник, пресса сообщает, что сумма сделки составила \$ 700 млн. или \$ 0.322 за акцию (\$130-140 за киловатт мощности), что соответствует текущей рыночной цене акций РАО «ЕЭС». По словам представителей Газпрома, эта сделка была совершена несколько недель назад, но мы полагаем, что ESN и Газпром координируют действия по покупке акций РАО «ЕЭС» длительное время, особенно принимая во внимание тот факт, что более года назад группа ESN стала посредником между Газпромом и РАО «ЕЭС», организовав поставки энергии дочерним компаниям Газпрома с оптового рынка электроэнергии.</p>
8 октября	<p><b>Газпром и Е.Оп обсудили свои планы в секторе электроэнергетики</b> Представители Е.Оп и Газпрома выступили с совместным заявлением по итогам встречи руководителей двух компаний. Встреча была посвящена обсуждению деталей сотрудничества по перспективным проектам. В сфере электроэнергетики рассматривались совместные проекты, связанные с реструктуризацией «Мосэнерго», созданием на базе РАО ЕЭС оптовых генерирующих компаний, созданием новых генерирующих мощностей в РФ и Европе.</p>
15 октября	<p><b>РАО «ЕЭС» может получить до \$1.4 млрд. из стабилизационного фонда для приобретения активов за рубежом</b> По сообщению прессы, Минпромэнерго РФ предлагает предоставить РАО ЕЭС часть средств из стабилизационного фонда России (примерно до \$1,4 млрд.), накопленных сверх уровня, установленного бюджетным законодательством РФ, на приобретение ряда энергоактивов за рубежом. РАО ЕЭС проводит активную работу по закреплению на электроэнергетическом рынке стран в регионе Средней Азии, и в первую очередь — в Таджикистане и Киргизии. По мнению Минпромэнерго, получение возможности контролировать работу этих активов отвечает стратегическим интересам РАО «ЕЭС», направленным на получение доминирующих позиций на рынке электроэнергии этого региона, а также на обеспечение России дешевой электроэнергией.</p>

**Илл. 49. Основные события (прод.)**

Дата	Событие
18 октября	<p><b>Президиум ВАС окончательно отменил деприватизацию Саяно-Шушенской ГЭС</b> Окончательное решение по вопросу деприватизации Саяно-Шушенской ГЭС вынес Президиум Высшего Арбитражного Суда — он отменил решение о её деприватизации. Это решение суда в последней инстанции. Оно ставит точку в судебном споре между РАО «ЕЭС» и правительством Хакасии.</p> <p>Таким образом, теперь вопрос о законности приватизации Саяно-Шушенской ГЭС закрыт, что является позитивным фактором для РАО «ЕЭС» и рынка акций в целом, поскольку способствует снижению оценки инвестиционного риска российского рынка.</p>
21 октября	<p><b>«Комплексные энергосистемы» проявляют интерес к ОГК-5</b> Гендиректор компании «Комплексные энергосистемы» Михаил Слободин заявил, что его компания примет участие в аукционе по «пилотной» ОГК-5 в случае установления привлекательной цены. «Комплексные энергосистемы» — компания Виктора Вексельберга (акционера СУАЛа и ТНК-ВР), осуществляющая инвестиции в электроэнергетику.</p> <p>Михаил Слободин также сказал, что для «Комплексных энергосистем» не имеет значения, будут ли акции РАО приниматься на аукционе в качестве платежного инструмента, поскольку компания считает свои 2% акций РАО портфельными инвестициями.</p>
21 октября	<p><b>КЭС не поддержит создание ТГК №8 без соглашений с крупными акционерами</b> Гендиректор компании «Комплексные энергосистемы» М. Слободин заявил, что «сейчас преждевременно создавать ТГК №8 по схеме аренды на базе Астраханьэнерго, Волгоградэнерго, Ростовэнерго и Кубаньэнерго», поскольку на данном этапе возможен конфликт между крупнейшими стратегическими инвесторами объединяемых энергокомпаний.</p> <p>Так, КЭС имеет блокирующий пакет акций в Ростовэнерго, Лукойл — в Астраханьэнерго и Волгоградэнерго, Юкос — в Кубаньэнерго. По словам М. Слободина, КЭС не поддержит передачу активов Ростовэнерго в ТГК №8 до подписания соглашения с Лукойлом и с Юкосом. В то же время он считает, что «первоначально ТГК №8 можно создать на базе Астраханьэнерго и Волгоградэнерго».</p> <p>Таким образом, как резюмировал М. Слободин, до урегулирования всех спорных моментов со стратегическими инвесторами создавать ТГК №8 и объединять в нее генерацию АО-энерго преждевременно.</p>
27 октября	<p><b>Правительство одобряет создание одной гидро-ОГК вместо четырех</b> Премьер министр Михаил Фрадков одобрил первую значительную корректировку плана реформы электроэнергетики: вместо распределения гидростанций РАО «ЕЭС» в четыре компании создать единую суперкомпанию (гидро-ОГК №7).</p> <p>Начальник департамента стратегии РАО «ЕЭС» Дмитрий Аханов заявил, что оценка ГЭС будет готова к 10 декабря и совет директоров холдинга сможет обсудить формирование суперкомпани на своем январском заседании.</p> <p>Это будет крупнейшая в России генерирующая компания: суммарная установленная мощность входящих в неё ГЭС составит более 22 ГВт (второй по размеру генерирующей компанией будет ТГК Мосэнерго с установленной мощностью 10,6 ГВт).</p>
27 октября	<p><b>ФАС собирается проанализировать последствия скупки электроэнергетических активов поставщиками топлива</b> Федеральная антимонопольная служба приняла решение проанализировать влияние скупки электроэнергетических активов поставщиками газа и угля (Газпромом и СУЭКом) на расклад сил в электроэнергетике после реформы.</p> <p>ФАС обеспокоена тем, что Газпром и СУЭК смогут поставлять газ и уголь своим станциям по заниженным ценам, что поставит остальные энергокомпании в невыгодное положение.</p> <p>По словам заместителя руководителя ФАС А. Голомозина, ФАС намерен выяснить, не нарушают ли планы Газпрома и СУЭК в этой сфере принцип конкуренции. ФАС будет рассматривать участие каждого акционера в уставном капитале создающихся компаний, если его доля составит более 20 процентов.</p>
28 октября	<p><b>Красноярскэнерго сохраняет блокирующий пакет Красноярской ГЭС</b> Компания «Базовый элемент» проголосовала за решение, позволяющее Красноярскэнерго приобрести 19,4 млн. акций Красноярской ГЭС или 20% акций дополнительной эмиссии станции. В настоящее время проходит открытая подписка на этот выпуск. В результате этого решения миновала угроза разводнения блокирующего пакета Красноярской ГЭС, который принадлежит Красноярскэнерго.</p> <p>Тем не менее, Красноярскэнерго придется заплатить значительную премию за новые акции, которые предлагаются по цене \$2.45 за акцию.</p> <p>Мы полагаем, что новость носит положительный характер, поскольку Красноярскэнерго сохраняет блокирующий пакет Красноярской ГЭС, что снижает риск корпоративного управления ГЭС.</p>
29 октября	<p><b>Совет директоров РАО «ЕЭС России» отложил принятие решения по созданию ТГК-1 по просьбе Fortum</b> Заседание совета директоров не принёс сюрпризов, за исключением ситуации с созданием ТГК-1 (с помощью договоров аренды с Ленэнерго, Колэнерго и Карелэнерго касательно их генерирующих активов). Fortum, контролирующая почти 30% Ленэнерго попросила РАО «ЕЭС России» отложить принятие решения, так как у неё есть «несколько технических вопросов» по процедуре, по словам председателя правления РАО «ЕЭС России» Анатолия Чубайса. Как мы ранее отмечали, создание ТГК с помощью договоров аренды позволит АО-энерго приблизить начало их деятельности, но кажется менее прозрачным, поэтому мы полагаем, что Fortum, скорее всего, попросит у РАО «ЕЭС России» дополнительных гарантий отсутствия рисков корпоративного управления.</p> <p>В то же время, совет директоров РАО «ЕЭС России» утвердил создание так называемой ТГК-8 (на базе энергосистем Южного округа, в том числе Астраханьэнерго, Волгоградэнерго, Ростовэнерго и других) и ТГК-10 (Челябэнерго, Курганэнерго и Тюменьэнерго).</p> <p>Совет директоров также согласовал промежуточные дивиденды выплаты примерно 32 энергокомпаниями, которые планируют завершить реорганизацию весной 2005 года, своим акционерам промежуточных дивидендов по итогам работы за 9 месяцев 2004 года.</p> <p>Доля РАО «ЕЭС России» в промежуточных дивидендах 32 АО-энерго, которые должны быть разделены в рамках реформирования, как ожидается, составит 1,5 млрд. рублей, сообщил финансовый директор РАО «ЕЭС России» Дмитрий Журба.</p> <p>Этот вопрос будет выноситься на внеочередные собрания акционеров АО-энерго в декабре.</p> <p>По действующему российскому законодательству, созданная в результате реорганизации компания, не имеет права выплачивать дивиденды за ту компанию, из которой была выделена. По закону, выплачивать дивиденды за АО-энерго может только «брендовая» компания (то есть компания, к которой перейдет бренд АО-энерго), которая по выручке и размеру активов меньше целого АО-энерго.</p> <p>Чтобы выплатить акционерам дивиденды за 2004 год, правление РАО «ЕЭС» выдвинуло идею выплаты промежуточных дивидендов в размере, составляющем примерно 3/4 от планового годового объема. «Дивиденды будут выплачиваться за 9 месяцев текущего года», — отметил Д. Журба. «РАО «ЕЭС России» может потерять дивиденды, поэтому мы хотим получить их сейчас», — сказал он.</p> <p>По итогам года также планируется выплата дивидендов. Их будет выплачивать уже брендовая компания в таком объеме, чтобы в сумме с промежуточными получился годовой объем дивидендов энергокомпаний.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Мосэнерго

### Илл. 50. Основные события

Дата	Событие
27 октября	<p><b>Собрания акционеров создаваемых на базе Мосэнерго компаний состоятся не ранее конца декабря</b></p> <p>Собрания акционеров компаний, которые создаются в ходе реорганизации ОАО Мосэнерго, состоятся не ранее конца декабря 2004 года, заявил заместитель гендиректора АО Дмитрий Васильев.</p> <p>По первоначальному плану предполагалось, что собрания акционеров новых компаний пройдут 17 ноября.</p> <p>При этом, по словам Д.Васильева, дата регистрации новых юрлиц, которые будут созданы на базе Мосэнерго, пока остается прежней — 1 апреля 2005 г.</p> <p>Д.Васильев заявил, что неопределенность со сроками реализации очередного этапа в реформировании Мосэнерго связана с тем, что акционеры компании пока не договорились между собой.</p> <p>«У одного — 25%, у другого — 51%, они вдвоем могут провести любое решение. Осталось договориться», — сказал замглавы Мосэнерго.</p> <p>В частности, он отметил, что уставы новых компаний в основном согласованы, однако их обсуждение пока продолжается.</p> <p>РАО «ЕЭС» принадлежит около 51% от уставного капитала Мосэнерго, Газпром, по мнению участников рынка, уже консолидировал блокирующий пакет акций энергосистемы.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Телекомы

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

### На рынке телекомов наблюдается циклический тренд

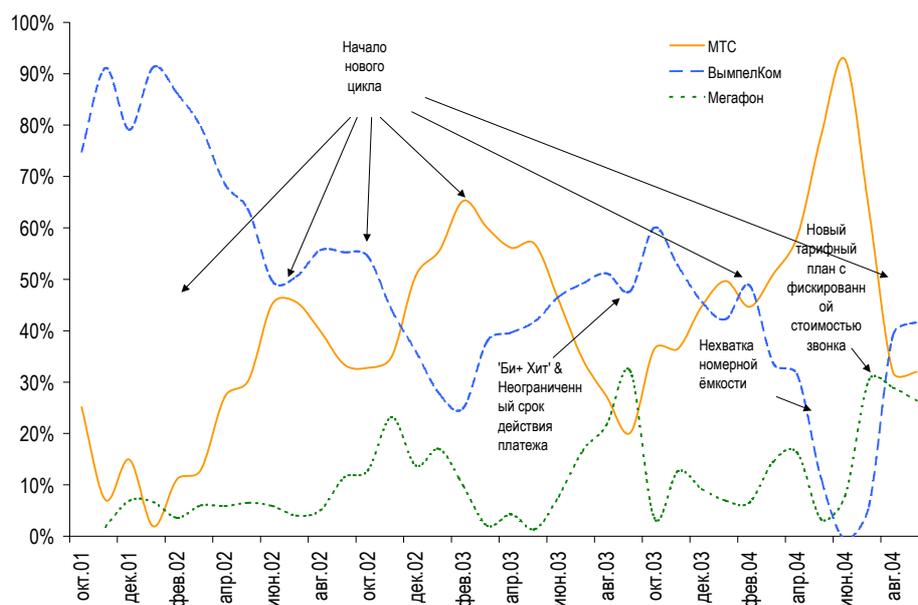
- Увеличивается продолжительность циклов (и частота смены лидеров по чистому приросту числа абонентов)
- Чем ближе к точке насыщения, тем менее важно лидерство по показателю чистого прироста абонентской базы
- Несмотря на текущий status-quo между ВымпелКомом и МТС, последняя компания имеет больший потенциал роста

Каждый месяц, с публикацией итоговых данных о величине абонентской базы телекомов, рынок живо обсуждает вопрос о том, какая компания стала новым лидером по приросту числа абонентов и как долго она сохранит ведущие позиции. В нашем обзоре за месяц мы хотели глубже проанализировать циклические тенденции на рынке мобильной связи.

**В основе нашего анализа циклов лежит не валовой, а чистый прирост абонентской базы**

Этот анализ заслуживает особого комментария, поскольку в его основе лежит чистый прирост абонентской базы, а не результаты месячных продаж (т.е. не валовой прирост). Последний подход, например, вызвал искусственное сокращение рыночной доли ВымпелКома в июне-июле 2004 г., когда нехватка номерной мощности в Москве вынудила его сократить период «отсечения» пассивных абонентов с шести до четырех месяцев. В итоге значительная величина такого «оттока абонентов» за указанный период привела к довольно низкому уровню чистого прироста абонентской базы компании.

**Илл. 51. Рынок мобильной связи в МЛЗ — доля чистого прироста абонентов**



Источники: данные компаний, AC&M Consulting, оценка Альфа-Банка

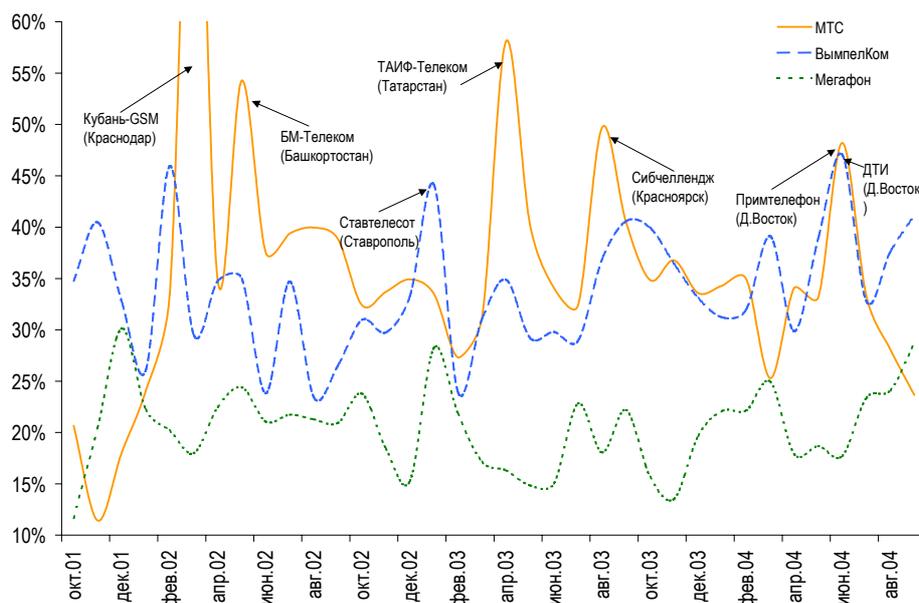
**Продолжительность циклов постепенно стала увеличиваться**

На московском рынке мобильной связи текущий цикл начался в августе 2004 г. (см. Илл. 51), когда ВымпелКом смог воспользоваться новой номерной емкостью и сумел — благодаря маркетинговым усилиям — перехватить ведущие позиции у МТС и сохранить их в течение всего сентября. Мы ожидаем, что ВымпелКом удержит эти конкурентные преимущества на более долгий период, по меньшей мере, до октября-ноября. Необходимо отметить, что недавно продолжительность циклов в сегменте начала увеличиваться:

- С января 2001 г. до июня 2002 г. — 5 месяцев;
- С июня 2002 г. до октября 2002 г. — 4 месяца;
- С октября 2002 г. до февраля 2003 г. — 5 месяцев;
- С февраля 2003 г. до сентября 2003 г. — 7 месяцев;
- С октября 2003 г. до июля 2004 г. — 9 месяцев;
- С августа 2004 г. до настоящего времени — 3 месяца.

**Чем ближе рынок к точке насыщения, тем меньше значимость лидерства по чистому притоку абонентов**

С учетом сказанного, лидерство в Московской лицензионной зоне (МЛЗ) — по мере приближения рынка к насыщению — становится менее важным. Зато возникает иной вопрос: стоимость и прибыльность чистого притока числа абонентов (во 2-м кв. 2004 г. SAC — затраты на привлечение одного абонента — у компании ВымпелКом в Москве были равны \$23, при том, что ARPU — показатель средней выручки на одного абонента — составлял \$15, а ARPU по новым абонентам ожидался на уровне \$8-9).

**Илл. 52. Российский рынок мобильной связи — доля чистого прироста абонентской базы (включая неорганический рост)**


Источники: данные компаний, AC&M Consulting, оценка Альфа-Банка

На региональном рынке новый цикл начался в июле 2004 г., когда ВымпелКом опередил обе компании — и МТС и Мегафон.

**Тренд на региональном рынке сильно зависит от неорганического роста**

Тренд на российском рынке мобильной связи находится под большим влиянием неорганического роста, который более значителен в случае МТС (чей подход к региональной экспансии чаще основывается на корпоративных приобретениях, в отличие от подхода ВымпелКома, более склонного к построению бизнеса «с чистого листа»).

Как видно из Илл. 52, тренд изменения темпов чистого притока абонентов у обеих компаний — ВымпелКом и МТС — нередко имеет одинаковую направленность.

**В России за МТС сохраняется большой потенциал роста**

В настоящее время МТС и ВымпелКом имеют в России примерно равные рыночные доли (35% и 34%, соответственно). При этом МТС действует лишь в 63 российских регионах, тогда как ВымпелКом — в 72, что в дальнейшем оставляет за МТС больший потенциал роста. Т.о., вопрос о том, кто станет лидером на российском рынке мобильной связи, остается открытым.

## Операторы альтернативной связи Голден Телеком

**Илл. 53. Ключевые финансовые индикаторы**

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	18,4	11,1	9,0	7,4
EV/EBITDA	8,5	5,6	4,6	3,8
Капитализация, млн. \$	1 018			
EV, млн. \$	978			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 54. Краткий обзор компании**

### Сильные стороны

- Самый большой альтернативный оператор в России
- Сильные балансовые показатели

### Слабые стороны

- Относительно низкая ликвидность
- Ограниченная транспортная инфраструктура

### Возможности

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

### Угрозы

- Увеличение платежей Ростелекому за аренду каналов связи

Источники: оценки Альфа-Банка

## МТС

### Илл. 55. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	2 546	4 080	5 332	6 107
ЕБИТДА, млн. \$	1 339	2 250	2 968	3 412
Чистая прибыль, млн. \$	517	978	1 364	1 544
P/E	28,2	14,9	10,7	9,4
EV/ЕБИТДА	12,3	7,3	5,5	4,8
Капитализация, млн. \$	14 571			
EV, млн. \$	16 411			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 56. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Прочное финансовое положение
- Лицензии покрывают практически всю территорию России (87 регионов из 89)

#### Слабые стороны

- Относительно небольшое количество акций в свободном обращении

#### Возможности

- Расширение на рынки СНГ
- Включение в индекс MSCI

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 57. Основные события

Дата	Событие
6 октября	<p><b>Данные за сентябрь по абонентской базе: хороший месяц для ВымпелКома.</b> МТС и AC&amp;M Consulting (консультант и составитель ежемесячных обзоров отрасли) опубликовали данные об абонентской базе за сентябрь.</p> <p>Уровень проникновения в России увеличился за месяц на 2,4 п.п. (по сравнению с 2,1 п.п. в июле и августе) до 40,7%. Основными источниками роста, как и ожидалось, стали С-Петербург (+3 п.п. до 80%) и регионы (+2,2 п.п. до 32,2%). В то же время, 87% жителей МЛЗ пользовались услугами мобильной связи на конец сентября.</p> <p>Сентябрь оказался удачным месяцем для ВымпелКома, который привлек 41% чистых подключений в России (в августе — 37%, в июле — 33%). Компании удалось увеличить подключения новых абонентов, в т.ч. с учетом новой номерной емкости, полученной в конце августа, а также запуска обслуживания ещё в двух регионах (без учёта начала консолидации компании в Казахстане, где численность абонентов составляет 677 тыс. человек). МТС не справилась и получила всего 24% чистых подключений, что даже ниже уровня Мегафона 29%.</p> <p>В целом, на конец сентября МТС обслуживала 20,8 млн. абонентов в России, ВымпелКом — 19,9 млн., а Мегафон — 11,5 млн. человек (35%, 34% и 20% рынка, соответственно). «Большая тройка» в целом занимает 88,4% рынка и подключила в сентябре 93,5% абонентов.</p> <p>Как мы отмечали ранее, лидерство в росте рынка довольно циклично, например, в сентябре прошлого года ВымпелКом также обогнал МТС и сохранил лидерство в октябре, только в ноябре ситуация поменялась.</p>
12 октября	<p><b>Совет директоров МТС утвердил двух независимых кандидатов на пост директоров (голосование будет проведено 9 ноября 2004 г. на внеочередном собрании акционеров):</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Гельмут Ройшенбах (Helmut Reuschenbach), директор в Lazard &amp; Co. GmbH Frankfurt и</li> <li>• Карстен Вебер (Carsten Weber), глава российского представительства RWE AG</li> </ul> <p>Мы полагаем, что МТС пришлось это проделать, чтобы соответствовать жёстким требованиям SEC. Этот шаг увеличит прозрачность компании, однако, мы должны отметить, что до сих пор компания и так была одной из самых прозрачных из российских компаний и уже соответствовала самым высоким стандартам корпоративного управления.</p> <p>Мы также полагаем, что Гельмут Ройшенбах может быть довольно знакомым с деятельностью компании, так как ранее он работал в Deutsche Telekom и принимал активное участие в подготовке компании к IPO в 2000 г.</p>
20 октября	<p><b>МТС приобрела 47,285% в ТАИФ-Телкоме (Татарстан) за \$63 млн., тем самым довели долю в нём до 100%.</b> Выручка компании составила в 1П04 \$26,3 млн. при норме ЕБИТДА 48% (57% — консолидированный результат МТС). На начало сентября компания была лидером рынка с долей 46%, тогда как уровень проникновения достиг 31% (соответствует общему уровню в регионах). ARPU в 1П04 была равна примерно \$10, что ниже уровня МТС по России \$14,1.</p> <p>Компания была приобретена исходя из выгодной оценки (с дисконтом к оценке МТС) по \$240 на абонента и 5,3x ЕБИТДА в 2004П. МТС на данный момент торгуется по \$500x на абонента в 2004П и 7,1x ЕБИТДА в 2004П.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## ВымпелКом

### Илл. 58. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1 336	2 308	3 158	3 719
ЕБИТДА, млн. \$	613	1 117	1 619	1 936
Чистая прибыль, млн. \$	234	454	752	910
P/E	32,5	16,8	10,1	8,4
EV/ЕБИТДА	14,2	7,8	5,4	4,5
Капитализация, млн. \$	7 624			
EV, млн. \$	8 718			
Число абонентов, '000	5 155			
Кол-во акций, млн.	68			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 59. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Самый низкий ARPU среди трех ведущих мобильных операторов

#### 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. 60. Основные события**

Дата	Событие
6 октября	<b>Данные за сентябрь по абонентской базе: хороший месяц для ВымпелКома.</b> МТС и AC&M Consulting (консультант и составитель ежемесячных обзоров отрасли) опубликовали данные об абонентской базе за сентябрь. Уровень проникновения в России увеличился за месяц на 2,4 п.п. (по сравнению с 2,1 п.п. в июле и августе) до 40,7%. Основными источниками роста, как и ожидалось, стали С-Петербург (+3 п.п. до 80%) и регионы (+2,2 п.п. до 32,2%). В то же время, 87% жителей МЛЗ пользовались услугами мобильной связи на конец сентября. Сентябрь оказался удачным месяцем для ВымпелКома, который привлёк 41% чистых подключений в России (в августе — 37%, в июле — 33%). Компании удалось увеличить подключения новых абонентов, в т.ч. с учетом новой номерной ёмкости, полученной в конце августа, а также запуска обслуживания ещё в двух регионах (без учёта начала консолидации компании в Казахстане, где численность абонентов составляет 677 тыс. человек). МТС не справилась и получила всего 24% чистых подключений, что даже ниже уровня Мегафона 29%. В целом, на конец сентября МТС обслуживала 20,8 млн. абонентов в России, ВымпелКом — 19,9 млн., а Мегафон — 11,5 млн. человек (35%, 34% и 20% рынка, соответственно). «Большая тройка» в целом занимает 88,4% рынка и подключила в сентябре 93,5% абонентов. Как мы отмечали ранее, лидерство в росте рынка довольно циклично, например, в сентябре прошлого года ВымпелКом также обогнал МТС и сохранил лидерство в октябре, только в ноябре ситуация поменялась.
8 октября	<b>На внеочередном собрании акционеров ВымпелКома и КБ Импульс акционеры утвердили условия слияния компаний.</b> Проведение собрания акционеров требуется в соответствии с российским законодательством, акционеры достигли договоренности о слиянии ещё в мае этого года. ВымпелКом перерегистрирует московскую лицензию GSM КБ Импульс после слияния с региональной дочерней компанией ВымпелКом-Р, что ожидается до конца года. Эти слияния, по нашему мнению, положат конец обвинениям со стороны властей, касающихся структуре лицензий ВымпелКома.
13 октября	<b>ВымпелКом разместил еврооблигации сроком обращения 7 лет на сумму \$300 млн. по доходности к погашению 8,375% (что ниже ожидавшихся 8,5%).</b> Вырученная сумма будет использована частично на погашение \$250 млн облигаций, срок обращения которых истекает в апреле 2005 г., а частично — направлены на возможные приобретения в России и/или СНГ.
22 октября	<b>Россвязь (Федеральное Агентство Связи, относится к Министерству информационных технологий и связи) ответило отказом на запрос ВымпелКома на перерегистрацию лицензий на его 100% дочерние компании ВымпелКом-Р и КБ-Импульс на материнскую компанию.</b> Напомним, что в настоящий момент ВымпелКом находится в процессе слияния с обеими компаниями, необходимость чего с последней появилась после того, как Минсвязи пыталось обвинить компанию в незаконности операций в московской лицензионной зоне. По информации Ведомостей, Россвязь не нашла достаточно оснований, чтобы признать ВымпелКом правопреемником своих дочерних компаний, а также агентство ссылается на правительство, которое все еще не утвердило перечень услуг связи, подлежащих лицензированию. Тем не менее, тот факт, что компания сможет обеспечить необходимую документацию только после того, как дочерние компании перестанут существовать, создает риск, что в течение следующих 30 дней, необходимых по закону для регистрации лицензий, ВымпелКому может быть не позволено предоставлять услуги мобильной связи более чем 7 млн. абонентов в Москве.
25 октября	<b>Представители ВымпелКома сказали, что они надеются завершить слияние вовремя (т.е. к 9 декабря),</b> так как все удовлетворительные разъяснения были получены от Министерства ИТ и связи. Валерий Голдин, вице-президент и начальник отдела по связям с инвесторами, также отметил, что он не ожидает никаких проблем в объединении с КБ «Импульс» и что последний срок всё ещё далеко. Согласно сообщению «Интерфакса», Министерство ИТ и связи подтвердило, что готово перерегистрировать лицензии КБ «Импульс» и ВымпелКом-Р на ВымпелКом в течение 30 дней после подачи соответствующей заявки даже без предварительной ликвидации указанных юридических лиц.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Операторы традиционной связи МГТС

**Илл. 61. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	473	559	646	728
ЕБИТДА, млн. \$	207	232	254	278
Чистая прибыль, млн. \$	70	71	76	78
P/E	18,3	17,8	16,7	16,3
EV/ЕБИТДА	6,4	5,7	5,2	4,8
Капитализация, млн. \$	1 218			
EV, млн. \$	1 331			
Используется линий, '000	4 128			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

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

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

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

**Угрозы**

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## Ростелеком

Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы				
На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1 039	1 219	1 296	1 358
EBITDA, млн. \$	385	457	400	402
Чистая прибыль, млн. \$	41	98	97	113
P/E	54,6	54,6	54,6	54,6
EV/EBITDA	5,7	4,8	5,5	5,5
Капитализация, млн. \$	2 043			
EV, млн. \$	2 192			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

## Илл. 64. 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

## Металлургия

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

**Наталья Шевелёва, (7 095) 795-3725**

**Цена на никель за месяц упала на 16% при отсутствии серьезных фундаментальных новостей**

**Норильский Никель выплатит промежуточные дивиденды за 9 мес. 2004 г. в размере \$1,41 на акцию**

**Harmony предложила слияние с Gold Fields через обмен на свои акции**

**Оферта Harmony может привести к отмене объединения Gold Fields с Iamgold, которое не было в интересах Норильского Никеля**

После роста цен на никель в сентябре на 30% м-к-м, в октябре цены на данный металл снизились за месяц на 19%. Резкое снижение цены объясняется массивными распродажами позиций хедж-фондов на фоне отсутствия существенных изменений фундаментального характера. Мы сохраняем прогноз по средней цене никеля за текущий год на уровне \$14000/т.

На фоне данной динамики цены на никель котировки акций Норильского Никеля снизились в октябре по сравнению с сентябрем на 2.5%, несмотря на некоторый поток положительных новостей по компании. Совет директоров Норильского Никеля рекомендовал внеочередному собранию акционеров (23 ноября 2004) выплатить промежуточные дивиденды в размере 41,4 руб. за акцию (\$1,41) за 9 месяцев 2004. Совет директоров назвал ориентировочный коэффициент выплаты дивидендов по итогам года, который в целом соответствует нашим прогнозам — 20-25%.

18 октября Harmony Gold (6-я в мире компания мира по производству золота в 2003) предложила слияние с Gold Fields (4-я в мире компания мира по производству золота в 2003) через обмен на свои акции. Одним из ключевых условий реализации предложения Harmony является согласие на сделку со стороны Норильского Никеля, являющегося самым крупным акционером Gold Field (20%). Предложенная схема обмена предполагает премию на уровне 18,4% к рыночной цене на 14 октября.

Уже первоначальная реакция со стороны руководства Gold Fields была негативной (акционерам было рекомендовано проголосовать за предложенное ранее слияние с канадской Iamgold). Harmony заявила о намерении голосовать против слияния Gold Fields с Iamgold. Это означает, что нежелательное для Норильского Никеля объединение Gold Fields с Iamgold может быть сорвано. Руководство Gold Fields, со своей стороны, уже приняло ряд мер по защите компании от враждебного слияния. В частности, рассматривается перенос даты голосования акционеров по слиянию с Iamgold на более ранний срок. Акционеры Harmony проголосуют по предлагаемой сделке с Gold Fileds 12 ноября. Закрытие первой из двух сделок в рамках предложения Harmony намечено на 26 ноября. (Если на первом этапе, Harmony получит заявки от 34,5% акционеров

**Корпоративная война между Gold Fields и Harmony будет продолжаться**

Gold Fields без учета Норильского Никеля, она может обеспечить себе контроль над Gold Fields.)

Кроме того, потенциальная сделка с Harmony, которая должна быть осуществлена с премией к рыночной цене, дает Норильскому Никелю шанс договориться с акционерами Harmony об объединении активов с зарубежными активами Gold Fields и Harmony. Мы полагаем, что Норильский Никель не хочет быть портфельным инвестором Gold Fields, и поэтому рассматриваем сделку с Harmony как более привлекательную. В отличие от слияния с Iamgold объединение с Harmony является враждебным, и поэтому можно ожидать продолжения корпоративной войны между Gold Fields и Harmony.

**Оферта Harmony существенно не повлияет на справедливую стоимость Норильского Никеля**

Какой бы ни была судьба оферты, сделанной компанией Harmony, она не влияет в существенной степени на нашу расчетную цену акций Норильского Никеля. И в том и в другом случае Норильский Никель будет оставаться портфельным инвестором (или Gold Field, или Harmony) до тех пор, пока не будет заключены какие-то дополнительные соглашения.

Среди других новостей по Норильскому Никелю следует отметить предстоящее (15 ноября) объявление окончательных условий конвертации акций ПАО «Норильский Никель» в бумаги ГМК «Норильский Никель» (в соотношении 1:1). После завершения конвертации доля акций ГМК «Норильский никель», находящихся в свободном обращении, может увеличиться на 1,5 п.п. (3,2 млн. акций).

**Северсталь не прочь купить обанкротившуюся Stelco**

Алексей Мордашов сообщил, что намерен развивать бизнес Северстали, в т.ч. с помощью активного приобретения новых активов. В рамках этой стратегии Северсталь рассматривает возможность приобретения Stelco — крупной канадской сталелитейной компании, находящейся в настоящее время в процессе банкротства. Stelco обладает самыми современными в Северной Америке производственными мощностями (5,8 млн. т). Stelco может стать вторым (после Rouge Industries) приобретением в Северной Америке и позволит Северстали укрепить позиции на североамериканском рынке. Мы будем следить за новостями о приобретении новых активов.

**Северсталь выплатит промежуточный дивиденд за 3Кв04 в размере \$8 на акцию**

С учетом нынешних высоких цен на сталь Совет директоров Северстали рекомендовал акционерам утвердить выплату промежуточных дивидендов за 3Кв04 в размере 230 руб. (\$8) на акцию. Общая сумма дивидендных выплат достигнет \$176 млн. По нашим оценкам, общий размер дивиденда, выплаченного компанией по итогам года, составит \$15. С учетом уже выплаченных дивидендов за 1-й и за 2-й кварталы 2004 г. по итогам 4Кв04 компания может выплатить еще по \$2,1 на акцию. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям Северстали.

**Акции Мечела подскочили за месяц на 55%**

Акции Мечела (дочерняя компания Стальной Группы Мечел) подскочили за месяц на 55%, мы полагаем, что рост был подогрет предстоящим IPO стальной группы Мечел, которое стало первым в отрасли, и мы его рассматриваем в качестве сильного катализатора для акций черной металлургии. 28 октября Стальная Группа Мечел разместила 13875691 АДА (представляющих 41627073 обыкновенных акций) посредством первичного размещения на Нью-Йоркской фондовой бирже по цене \$21 за АДА (\$7 за акцию), что находится на верхней границе объявленного ранее диапазона в \$19-21. Компания привлекла около \$290 млн (\$233 млн новых денег). После размещения число обыкновенных акций группы составило 416.3 млн, и количество акций, размещенных в ходе IPO, составило 10% от уставного капитала компании. Число акций в свободном обращении возросло до 11% в результате размещения. Также могут быть размещены дополнительные 2,1 млн. АДА (6.2 млн. обыкновенных акций) в случае высокого спроса на акции, что может увеличить число акций в свободном обращении до 12%.

При цене акции \$7 за акцию, рыночная капитализация стальной Группы Мечел составляет \$2,9 млрд, стоимость компании оценивается на уровне \$3,2 млрд. Принимая во внимание пакет Мечела в ММК (Мечел контролирует 17% обыкновенных и 12% привилегированных акций), который может быть оценен около \$600 млн, бизнес Мечела может быть оценен по 2004 EV/EBITDA на уровне 3.0. Мы полагаем, что оценка Мечела приведет к повышению оценки других компаний сектора, которые на данный момент торгуются при более низких мультипликаторах. Северсталь торгуется при 2004 EV/EBITDA на уровне 2,2 и НЛМК — 2,8, хотя данные компании являются более рентабельными, а ликвидность находится на том же уровне (акции в свободном обращении составляют сопоставимую величину в денежном выражении).

В регистрационных документах для IPO Мечел предоставил консолидированные данные по US GAAP за 2001-2003 и 1П04. В 2003 г. выручка компании составила \$2,1 млрд., операционная прибыль — \$193 млн, EBITDA \$341 млн. Операционная рентабельность и норма EBITDA оказались на уровне 9% и 17%, соответственно.

**Мы рекомендуем держателям акций Стойленского ГОКа продать бумаги до истечения срока действия оферты НЛМК**

Срок действия публичной оферты акционеров НЛМК на выкуп акций Стойленского ГОКа по 4530 руб. (\$155) за акцию истекает 11 ноября. В марте этого года акционеры НЛМК консолидировали 59,8% акций Стойленского ГОКа, а в мае договорились о покупке еще 33% его акций. Кроме того, 2,7% акций ГОКа были куплены на аукционе в октябре. Таким образом, ключевые акционеры НЛМК консолидировали в настоящий момент 95,5% акций Стойленского ГОКа. После консолидации акций Стойленского ГОКа в НЛМК и без того низко ликвидные акции ГОКа станут еще менее ликвидными, а потому мы советуем акционерам продать их до истечения срока действия оферты.

В последнее время цены на акции металлургических компаний в основном росли быстрыми темпами, и мы соответственно изменили рекомендации по некоторым акциям, потенциал роста по которым стал менее 15%, а именно, по ЧТПЗ, Мечелу и ММК с ПОКУПАТЬ на ДЕРЖАТЬ.

#### Илл. 65. Новые рекомендации Альфа-Банка

Компания	Справедливая стоимость	Старая рекомендация	Новая рекомендация
ММК	0,5	ПОКУПАТЬ	ДЕРЖАТЬ
Мечел	235	ПОКУПАТЬ	ДЕРЖАТЬ
ЧТПЗ	0,31	ПОКУПАТЬ	ДЕРЖАТЬ

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

#### Илл. 66. Прогноз изменения цен на металлы

	Посл. цена	Изменение с нач. ме-сяца	Миним. цена за 52 недели	Максим. цена за 52 недели	С начала года	Ср. цена 2004П, с начала года		Расхождение, Альфа-Банк/ Альфа-Банк/ С нач. года
						Альфа-Банк	Альфа-Банк/ С нач. года	
	\$	%	\$	\$	%	\$	\$	%
Алюминий, \$/т	1867	0.2	1492	1902	17.5	1696	1650	-3
Медь, \$/т	3016	-3.9	1980	3303	30.1	2811	2750	-2
Никель, \$/т	13910	-16.1	10510	17750	-16.1	13826	14000	1
Платина, \$/унция	835	-3	737	945	2.6	845	750	-11
Палладий, \$/унция	214	-4	187	338	10.9	237	250	6
Золото, \$/унция	429	2	372	431	3.3	403	400	-1

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

## Норильский Никель

### Илл. 67. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	5 196	6 530	6 036	5 509
ЕБИТДА, млн. \$	1 967	2 839	2 423	2 129
Чистая прибыль, млн. \$	861	1 623	1 286	1 065
P/E	15,2	8,0	10,2	12,3
EV/ЕБИТДА	6,5	4,5	5,2	6,0
Капитализация, млн. \$	13 048			
EV, млн. \$	12 705			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 68. 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. 69. Основные события

Дата	Событие
8 октября	<b>Норникель заплатит промежуточные дивиденды за 9М04 в размере \$1,4 на акцию.</b> 8 октября совет директоров Норильского Никеля рекомендовал внеочередному собранию акционеров (23 ноября 2004) заплатить промежуточные дивиденды в размере 41,4 руб. за акцию (\$1,41) за 9 месяцев 2004. Дивидендная доходность составила 2.1%. Дата закрытия реестра — 8 октября 2004. Совет директоров компании предложил, чтобы дивиденды были выплачены до 31 декабря 2004. Совет директоров компании ожидает, что общие дивидендные платежи за 2004 г., включая промежуточные дивиденды за 9 мес. будут соответствовать дивидендной политике, одобренной Советом директоров (20-25% от чистой прибыли по МСБУ).
18 октября	<b>Harmony предложила слияние Gold Fields через обмен акций Gold Fields на акции Harmony.</b> Harmony готова обменять все акции Gold Fields, и коэффициент возможного обмена установлен на уровне 1.275 (на акцию Gold Fields — 1.275 новых акций Harmony). Основываясь на 14 октября (Harmony использовала эту дату в предложении) премия к рыночному уровню составила 18%. Основываясь на ценах 15 октября, премия составила уже 13%. Если предложение Harmony будет успешным, может появиться крупнейшая золотодобывающая компания с годовым производством золота на уровне 7,5 млн. унций. Harmony разделила предложение на две части: «ранее предложение» и «последующее предложение», оба являются условными. Первое предложение покрывает до 35% акций Gold Fields. Для него установлена дата закрытия 26 ноября. Оставшиеся акции покрываются предложением Harmony на тех же условиях, если Harmony получит одобрение на обмен более 50% уставного капитала Gold Fields (включая акции Норильского Никеля). Harmony указала в своем предложении, что она получила согласие от Норильского Никеля принять участие во второй части обмена (если она состоится). Тем не менее, генеральный директор Gold Fields выразил предварительное мнение, что сделка с Harmony не является позитивной для акционеров Gold Fields (тем не менее, окончательное мнение будет выражено после получения мнения консультантов.)
20 октября	<b>ГМК Норильский Никель проведет дополнительный, 3-й этап обмена акций ПАО Норильский Никель на акции ГМК Норильский Никель для всех тех акционеров, которые не воспользовались своим правом на обмен в 2001-2002 годах.</b> По результатам реструктуризации компании в 2001-2002 годах владельцы более 3,2 миллиона обыкновенных акций ПАО Норильский Никель, в основном бывшие работники Норильского комбината, находящиеся на пенсии, не успели осуществить их обмен на акции ГМК Норильский Никель. Совет директоров ГМК Норильский Никель рекомендовал обменять акции ПАО Норильский Никель на акции ГМК Норильский Никель посредством публичной оферты, которая будет действовать в течение 6 месяцев. Коэффициент обмена устанавливается на уровне 1:1. Окончательные условия обмена акций будут объявлены до 15 ноября 2004 года. По словам заместителя генерального директора Норильского Никеля Дмитрия Разумова, для обмена будут использованы акции, находящиеся на балансе. Главным следствием станет то, что число акций в свободном обращении может увеличиться на 3,2 млн. акций (1,5% акций).

Источник: оценки Альфа-Банка

## Северсталь

### Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	3 202	6 042	5 515	5 904
ЕБИТДА, млн. \$	1 035	1 954	1 589	1 641
Чистая прибыль, млн. \$	591	1 192	909	943
P/E	Н/З	3,5	4,5	4,4
EV/ЕБИТДА	4,0	2,1	2,6	2,5
Капитализация, млн. \$	4117			
EV, млн. \$	4177			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 71. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 72. Основные события

Дата	Событие
6 октября	Председатель совета директоров Северстали Алексей Мордашов заявил по поводу планов компании по слияниям и поглощениям о том, что он хотел бы видеть ситуацию, когда через несколько лет в стальной отрасли от четырех до шести компаний каждая бы владела мощностями по производству стали около 100 млн. тонн в год, и что Северсталь хотела бы быть среди этих компаний. На данный момент Северсталь располагает мощностями по производству стали на уровне 13 млн. тонн (включая Rouge). По нашим оценкам, денежные средства компании на конец 2004 года составят \$1,3 млрд., и они могут быть потрачены на покупки. Северсталь уже рассматривает ряд покупок, включая крупнейшего украинского производителя стали Криворожсталь. Покупка Криворожстали увеличила бы мощности Северстали по производству стали более чем на 50% до 20 млн. тонн.
8 октября	Совет директоров Северстали утвердил проспект эмиссии для проведения запланированного дробления акций в соотношении 1:25 (решение о дроблении акций принято на годовом собрании акционеров Северстали, состоявшемся 21 мая). После осуществления дробления число размещенных акций увеличится с 22 074 192 до 551 854 800. С помощью дробления акций Северсталь надеется повысить ликвидность своих бумаг, но мы считаем, что эффект не будет существенным. С нашей точки зрения, основным катализаторами котировок акций Северстали будут: консолидация компании Северсталь-Ресурс, возможные сделки по приобретению металлургических активов и динамика цен на металлы.
14 октября	Северсталь рассматривает покупку Stelco, одного из крупнейших производителей стали в Канаде, который в данный момент находится в процессе банкротства. Stelco является одним из самых современных производителей стали в Северной Америке, и мощности компании по производству стали составляют 5,8 млн. тонн. Компания продала 4,9 млн. тонн стальной продукции в 2003 (+5,3% год-к-году). Выручка, операционный убыток и чистый убыток составили в 2003 \$1958 млн, \$224 млн и \$402 млн, соответственно. Главной причиной столь слабых финансовых показателей стала высокая стоимость выпуска. Тем не менее, главным образом благодаря сильному рынку стали компания показала во втором квартале 2004 года операционную и чистую прибыль в размере \$54 млн и \$31 млн, соответственно.
25 октября	В условиях сильного рынка стали Совет директоров Северстали рекомендовал акционерам утвердить выплату промежуточных дивидендов за 3Кв04 в размере 230 руб. (\$8) на акцию. Общая сумма дивидендных выплат составит \$176 млн, дивидендная доходность — 4,2%. Северсталь уже выплатила дивиденды и 1-й и за 2-й кварталы 2004 г. в размере 42 руб. (\$1,5) на акцию (всего \$32 млн) и 100 руб. (\$3,4) на акцию (всего \$77 млн), соответственно. Дата закрытия реестра установлена на 23 октября, а внеочередное собрание акционеров на 9 декабря. По нашим оценкам, по итогам текущего года чистая прибыль Северстали по МСФО достигнет \$1192 млн при совокупных дивидендных выплатах в размере \$331 млн (\$15 на акцию). Т.о., выходит, что за 4Кв04 компания, по нашим ожиданиям, выплатит дивиденд в размере \$2,1 на акцию.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Машиностроение

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

**В 1П04 выручка Северсталь-Авто резко возросла на 42%**

В октябре Северсталь-Авто опубликовала отчетность по МСФО за 1П04. Результаты полугодия оказались хорошими и по динамике, и по прибыльности. Выручка резко возросла на 42% до \$391 млн, тогда как рост расходов был удержан ниже этого уровня благодаря программе снижения затрат.

**Илл. 73. Северсталь-Авто — Сравнение результатов по МСФО за 1П04 и 1П03**

	1П04 \$ млн	1П03 \$ млн	Изменение год-к-году
Выручка	391	277	42%
Затраты на реализацию	298	215	38%
Валовая прибыль	94	62	52%
Затраты на дистрибуцию	13	9	42%
Общие и административные расходы	34	26	29%
Прочий операционный расход	2	3	-24%
Прибыль от основной деятельности	44	23	95%
Прибыль до налога на прибыль	35	14	158%
Чистый доход до вычета доли меньшинства	24	8	216%
Доля меньшинства	5	3	76%
Амортизация	19	5	302%
ЕВИТДА	54	31	73%
<i>Рентабельность</i>			
<i>Валовая</i>	24%	22%	
<i>Операционная</i>	11%	8%	
<i>ЕВИТДА</i>	14%	11%	
<i>До налогообложения</i>	9%	5%	
<i>Чистая</i>	5%	2%	

Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Рост выручки в основном вызван увеличением продаж двигателей, выручка от продаж двигателей выросла в 1П04 на 61% год-к-году в долларовом выражении до \$136 млн (35% от общей выручки против 30% в 1П03). Даже, несмотря на сокращение объема продаж автотранспортных средств на 7% (частично по причине недофинансирования Министерства обороны), выручка по этому сегменту увеличилась на 33% год-к-году и достигла \$180 млн. Этот скачок произошел за счет изменения ассортимента продукции в сторону более дорогостоящих моделей. Объем экспортных продаж вырос на 93% до \$58 млн, что составило 15% от общего товарооборота в 1П04 (против 11% в 1П03).

**Илл. 74. Структура выручки Северсталь-Авто за 1П04-1П03 по МСФО**

	1П04 \$ млн	1П03 \$ млн	Изменение год-к-году
Автомобили	180	135	33%
Двигатели	135	84	61%
Комплекующие автомобилей	57	43	32%
Узлы и агрегаты в сборе	3	2	57%
Прочее	16	11	38%
<b>Итого</b>	<b>391</b>	<b>277</b>	<b>42%</b>
Автомобили	46%	49%	
Двигатели	35%	30%	
Комплекующие автомобилей	15%	16%	
Узлы и агрегаты в сборе	1%	1%	
Прочее	4%	4%	
<b>Итого</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	
Автомобили	35 013	37 601	-7%
Двигатели	137 956	129 333	7%

Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

**Цена на металл  
снижает валовую  
прибыльность**

Разбивка себестоимости по статьям показывает, что основным фактором роста этого показателя стало увеличение потребления материалов и комплектующих (на 55% год-к-году). В связи с тем, что цены на металл росли в течение двух лет подряд, доля материалов в себестоимости продукции компании продолжает увеличиваться. В 1П03 их доля возросла с 66% до 74%. Для противодействия этой тенденции Северсталь-Авто

приступила к реализации программы снижения затрат: был проведен технологический аудит с целью сокращения нормы брака и отходов.

**Илл. 75. Структура себестоимости Северсталь-Авто за 1П04-1П03 по МСФО**

	1П04 \$ млн	1П03 \$ млн	Изменение год-к-году
Материалы и комплектующие	220	142	55%
Заработная плата	60	44	36%
Производственные накладные расходы	18	20	-12%
Амортизация	9	7	22%
Изменение в готовой продукции и незавершенном производстве	-9	2	-494%
<b>Итого</b>	<b>298</b>	<b>215</b>	<b>38%</b>
Материалы и комплектующие	74%	66%	
Заработная плата	20%	21%	
Производственные накладные расходы	6%	9%	
Амортизация	3%	3%	
Изменение в готовой продукции и незавершенном производстве	-3%	1%	
<b>Итого</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	

Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

**Неосновная деятельность будет передаваться в аутсорсинг**

С целью дальнейшего снижения накладных расходов (-12% год-к-году) Северсталь-Авто продолжает работу по упорядочению своей деятельности: неосновные виды деятельности (такие как транспортировка, печать, техническое обслуживание и т.д.) были выделены в отдельные структуры и подлежат дальнейшему аутсорсингу. Деятельность компании по производству комплектующих будет выделена из УАЗ (который будет заниматься только сборкой), и в рамках холдинга Северсталь-Авто будет сформировано новое направление бизнеса. Некоторые подразделения создадут совместные предприятия с иностранными производителями комплектующих или будут переданы в управление другим компаниям (такая схема уже используется в литейном производстве на ЗМЗ).

Рентабельность EBITDA повысилась в 1П04 на 3 б.п. до 14%, что в основном отражает изменения в показателе валовой прибыли. Соответственно, в абсолютном выражении EBITDA значительно возросла — на 73% до \$53 млн. В 1П04 чистая прибыль Северсталь-Авто составила \$19 млн., что в 4 раза выше этого показателя за прошлый год.

При текущей цене в \$11 акции Северсталь-Авто торгуются с дисконтом к акциям ее зарубежных конкурентов по показателям EV/S и EV/EBITDA за 2004П, находящимся в диапазоне от 32 до 67%.

**Илл. 76. Международные аналоги**

	Капитализация \$ млн	P/E			EV/S			EV/EBITDA		
		2003	2004П	2005П	2003	2004П	2005П	2003	2004П	2005П
Фольксваген	17 256	12,0	16,8	9,6	0,64	0,64	0,61	5,7	6,8	5,9
Пежо	14 608	7,7	7,9	6,7	0,45	0,43	0,41	5,8	5,4	4,8
Фиат	6 502	Н/Д	Н/Д	Н/Д	0,42	0,44	0,42	11,6	8,4	6,3
Рено	22 937	6,8	5,3	5,3	1,02	0,95	0,92	11,1	8,9	8,5
ДамлерКрайслерг	41 554	73,1	11,7	8,9	0,69	0,67	0,63	6,2	6,7	6,2
Форд Автомотив	23 513	47,6	6,1	6,5	1,00	1,13	1,13	10,2	21,2	17,5
GM Automotive	21 218	5,2	5,9	7,2	1,29	1,51	1,54	12,7	24,2	25,9
<b>Средний показатель по развитым рынкам</b>		<b>25,4</b>	<b>9,0</b>	<b>7,4</b>	<b>0,79</b>	<b>0,82</b>	<b>0,81</b>	<b>9,0</b>	<b>11,7</b>	<b>10,7</b>
China Motors	1 506	6,7	6,9	7,3	0,54	0,74	0,67	4,3	6,2	5,7
Hyundai Motor	10 187	6,7	6,2	5,3	0,60	1,03	0,97	6,0	7,9	8,2
Tofas	1 084	Н/Д	14,1	12,8	0,78	0,63	0,58	10,2	5,7	4,8
Otosan	2 257	11,8	8,5	7,2	1,29	0,77	0,71	9,0	5,0	4,9
<b>Средний показатель по развивающимся рынкам</b>		<b>8,4</b>	<b>8,9</b>	<b>8,2</b>	<b>0,80</b>	<b>0,79</b>	<b>0,74</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>
Северсталь-Авто	350	12,1	10,5	7,8	0,68	0,54	0,48	5,54	3,90	3,32
Дисконт к развитым рынкам		52%	-18%	-5%	13%	34%	41%	39%	67%	69%
Дисконт к развивающимся рынкам		-44%	-18%	5%	15%	32%	35%	25%	37%	44%

Источник: I/B/E/S, оценка Альфа-Банка

На основе нашей пересмотренной модели DCF мы предлагаем расчетную стоимость акции Северсталь-Авто \$14 и присваиваем им рейтинг ПОКУПАТЬ.

**Илл. 77. Северсталь-Авто — Статистическая информация, МСФО**

	Выручка \$ млн	ЕБИТДА \$ млн	Чистая прибыль \$ млн	EPS \$	EV/S	EV/ EBITDA	P/E
2001	503	8	33	1.1	0,52	32,83	5.4
2002	490	44	20	0.7	0,53	5,91	8.8
2003	632	78	29	1.0	0,41	3,35	6.2
2004П	801	111	33	1.1	0,33	2,35	5.4
2005П	899	130	45	1.5	0,29	2,00	4.0
Диапазон цен за 52 недели: \$2,00-\$15,90		Выпущенные обыкновенные акции		29 799 967	Капитализация	\$179 млн	

Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Мы также ожидаем, что в ноябре АвтоВАЗ опубликует свои финансовые результаты по МСФО за 1П04.

### Авиапромышленность

#### Три этапа по созданию ОАК:

В октябре Министерство промышленности и энергетики обнародовало проект концепции по созданию Объединенной авиастроительной компании (ОАК). ОАК объединит все активы, участвующие в России в разработке, строении и продаже авиационной техники. Проект концепции предусматривает три этапа.

#### 1. Консорциум

Первый этап призван обеспечить координацию деятельности основных хозяйствующих субъектов этой отрасли и создание управляющей компании для руководства этой деятельностью. Этот этап уже начался, и планируется, что он завершится к середине 2005 г.

#### 2. Холдинг

На втором этапе предполагается консолидация активов в единую структуру. Холдинг может быть создан как ОАО, паи которого будут принадлежать всем хозяйствующим субъектам отрасли. В конце 2006 г. — начале 2007 г. будет упорядочена внутренняя структура холдинга и созданы 4 структуры: «Военная авиация», «Гражданская авиация», «Военно-транспортная и специальная авиация», а также «Запчасти и комплектующие».

#### 3. Одна компания?

На третьем этапе (заканчивающемся в 2006-2007 г.г.) Министерство предлагает продвигать деятельность ОАК на рынках капитала. Министерство предусматривает, что у государства сохранится контрольный пакет акций на всех этапах, и рассматривает возможность перехода к единой акции.

#### Политика задержит реализацию

Однако мы считаем, что эта концепция слишком оптимистична в смысле сроков ее реализации. Первый этап самый трудный, т.к. он требует, чтобы Министерство выбрало для дальнейшей разработки только перспективные проекты, отказавшись при этом от внутренней конкуренции (по нашему мнению, эта концепция на самом деле направлена против внешней конкуренции). Совершенно очевидно, что будет трудно принять окончательное решение с учетом давления со стороны имеющих в отрасли различных группировок.

В сентябре г-н Федоров (президент АО «Иркут») был назначен на пост главы ФГУП РСК «МиГ». Возможное слияние АО «Иркут» и ФГУП РСК «МиГ», рассматриваемое в качестве первого шага на пути создания ОАК, может стать моделью для формирования государственно-частных партнерств в оборонной промышленности и, возможно, основой для создания ОАК.

При отсутствии четкой и комплексной политики по созданию ОАК миноритарные акционеры столкнутся с риском неблагоприятных для них условий консолидации.

Что касается других компаний, то мы ожидаем новые сведения о СП Siemens/Силовые машины, которые могут появиться в ноябре.

## Объединённые Машиностроительные Заводы

### Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	546	612	690	703
ЕБИТДА, млн. \$	57	57	54	50
Чистая прибыль, млн. \$	23	-83	19	19
P/E	6,4	Н/Д	7,9	7,7
EV/ЕБИТДА	5,1	5,1	5,4	5,8
Капитализация, млн. \$	146			
EV, млн. \$	291			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 79. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Позиция монополиста на российском рынке машиностроения; 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 Силовыми 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

### Илл. 80. Основные события

Дата	Событие
7 октября	<b>ОМЗ продали свою долю в Атомстройэкспорте (АСЭ) Газпромбанку.</b> АСЭ — российский генеральный подрядчик по зарубежным проектам строительства АЭС, в том числе по проектам АЭС в Индии (Кундакулам), Китае (Тянь Ван) и Иране (Бушер). ОМЗ получили 54% АСЭ в результате приобретения Атомэнергоэкспорта (АЭЭ) в апреле 2003 г. Пакет в АЭЭ был куплен за \$5 млн. Однако сразу после покупки некоторые представители государства выразили неодобрение тому факту, что контроль над поставками оборудования для АЭС перешёл в частные руки. Чтобы избежать политических трений, Каха Бендукидзе (генеральный директор ОМЗ в то время) заявил, что ОМЗ готовы разделить контроль над АСЭ с другими участниками отрасли, в том числе с государством. Но из-за процесса слияния/разделения с Силовыми Машинами продолжение последовало лишь сейчас. Планы ОМЗ стать подрядчиком полного цикла (ЕPIC) скорее всего теперь не реализуются, и компания останется только поставщиком оборудования. Однако это означает только сохранение статус-кво.
20 октября	<b>ОМЗ завершили продажу подрядчика по строительству АЭС.</b> ОМЗ продали свою долю в Атомэнергоэкспорте (АЭЭ). ОМЗ приобрели АЭЭ в апреле 2003 г., чтобы получить контроль над Атомстройэкспортом (АСЭ), основным активом АЭЭ. Ранее в этом месяце сообщалось, что ОМЗ продали свою долю в АСЭ, чтобы избежать политических трений. Таким образом, исходя из того, что без доли в АСЭ АЭЭ не представляет интереса для ОМЗ, продажа выглядит логичной. Тем не менее, конкретный размер сделок не был раскрыт.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Пищевая промышленность и розничная торговля

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

**Efes успешно разместила на LSE 15% акций на сумму \$119 млн в ходе IPO; российский рынок пива сохраняет свою привлекательность для инвесторов**

Efes — четвертая по величине пивоваренная компания России — завершила IPO на Лондонской фондовой бирже, разместив 15% акций на общую сумму \$119 млн. Мы считаем, что размещение прошло успешно: объем заявок существенно превысил предложение, и в первый день торгов цена акции подскочила на 20%. Свыше 60% привлеченных средств компания планирует направить на приобретение новых активов в России. Мы по-прежнему считаем Efes не только одним из лидеров российского рынка, но и наиболее вероятным претендентом на победу в конкурентной борьбе, которая будет только усиливаться по мере концентрации производства. По нашим оценкам, в 2004 г. объем производства у Efes вырастет на 66% до 5,5 млн. гл.

В 3Кв04 российский рынок пива вырос по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 12,5%, что выше ожиданий рынка. Аналитики прогнозировали в среднем 8%-ный рост (Альфа-Банк — 8,5%). Учитывая ускоряющиеся темпы роста и ожидая более высоких показателей по итогам всего текущего года, мы повышаем прогноз по темпам роста на 2004 и 2005 гг. до 11,9% и 7,6%, соответственно. Мы полагаем, что из-за роста рынка в выгоде окажутся, прежде всего, Балтика и Сан Интербрю, т.к. в этом году эти две компании отвоевали часть рынка у менее крупных производителей.

**Большой интерес должно вызвать запланированное на 4Кв04 IPO Седьмого Континента**

Один из лидеров российского розничного рынка продуктов питания — Седьмой Континент — объявил о намерении осуществить IPO до конца текущего года. Хотя о подробностях предполагаемой сделки ничего не известно, мы полагаем, что интерес к ней будет большой: торговля продуктами питания считается выгодным бизнесом.

## ПИЦЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

### Вимм-Билль-Данн

#### Илл. 81. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	825	938	1114	1248
ЕБИТДА, млн. \$	84	80	91	117
Чистая прибыль, млн. \$	36	21	23	37
P/E	18,3	31,1	28,3	17,5
EV/ЕБИТДА	7,8	8,2	7,2	5,6
Капитализация, млн. \$	655			
EV, млн. \$	655			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 82. Краткий обзор компании

##### Сильные стороны

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

##### Слабые стороны

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

##### Возможности

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

##### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 83. Основные события

Дата	Событие
19 октября	Совет директоров Вимм-Билль-Данн назначил Евгения Ясина, независимого директора, председателем комитета компании по компенсациям и персоналу. Майкл О'Нейл (Michael O'Neill) был назначен председателем комитета по стратегии и инвестициям. Оба назначенных человека на данный момент являются независимыми директорами компании. Назначение соответствует требованиям SEC.
27 октября	Вимм-Билль-Данн распространил официальное письмо государственного агентства, говорящее о том, что продукты компании не содержат никаких токсичных металлов, как было заявлено ранее. ВБД также заявил, что начал кампанию, чтобы восстановить доверие потребителей и увеличить продажи соков. Мы ожидаем незначительного эффекта (если вообще проявится) на продажи соков со стороны негативных новостей. Компания должна опубликовать результаты операционной и финансовой деятельности 2 декабря.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Балтика

### Илл. 84. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	737	944	1042	1084
EBITDA, млн. \$	227	271	305	319
Чистая прибыль, млн. \$	123	144	164	175
P/E	15,5	13,2	11,6	10,9
EV/EBITDA	9,7	8,1	7,2	6,9
Капитализация, млн. \$	1904			
EV, млн. \$	2193			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 85. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка

#### Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 86. Основные события

Дата	Событие
27 октября	<b>Продажи Балтики за 3Кв04 выросли на 31% по объёму до 6,4 млн. гл, тогда как продажи за 9М04 поднялись на 18,3% до 15,2 млн. гл.</b> Мы отмечаем, что этот исключительный темп роста (рост в 1П04 составил всего 11%) произошёл на фоне позитивной динамики рынка в 3Кв04 в целом — суммарный объём производства пива в России вырос на 12,5% против 8,3% в 3Кв03. Компания констатировала, что «Балтика-3» — пиво средней ценовой категории — показало наилучшую динамику, объёмы его продаж поднялись в 3Кв04 на 40%. Мы полагаем, что местные игроки (возможно «Очаково» и «Красный восток») потеряют свою долю рынка, так как международные компании (Interbrew, Heineken, SABMiller и Efes) мало представлены в сегменте пива средней стоимости. Мы считаем, что сильный рост стал результатом (1) эффективного рестайлинга марки «Балтика», (2) эффективной системы дистрибуции и (3) неудачного предыдущего года, когда объёмы продаж компании сохранились на одном уровне весь 2002 г

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сан Интербрю

### Илл. 87. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	612	861	967	1056
EBITDA, млн. \$	114	143	152	149
Чистая прибыль, млн. \$	24	34	42	39
P/E	16,1	11,6	9,3	9,9
EV/EBITDA	5,6	4,5	4,2	4,3
Капитализация, млн. \$	390			
EV, млн. \$	638			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 88. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

#### Возможности

- Новые формы упаковки и новые сорта пива увеличат долю рынка

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## КОСМЕТИКА

### Концерн Калина

**Илл. 89. 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	11,4	8,3	7,1	6,1
EV/ЕБИТДА	7,0	5,6	4,8	4,1
Капитализация, млн. \$	161			
EV, млн. \$	161			
Кол-во акций, млн.	8,4			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 90. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

- Высокая доля небрэндованных продуктов

**Возможности**

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

**Угрозы**

- Сильная конкуренция с международными производителями

Источники: оценки Альфа-Банка

## Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

**НИКойл сливается с УралСибом; ВТБ ведет переговоры о продаже 10% акций**

В течение последних нескольких месяцев отмечается рост интереса к покупке банковских активов. Во-первых, холдинг УралСиб-НИКойл объявил условия, на которых будет осуществляться слияние двух банков. В целом эта новость позитивна для рынка, т.к. при переходе на единую акцию конвертация будет происходить по рыночным ценам. Это может означать, что объединенный банк не утратит интереса к рынку акций и его бумаги будут по-прежнему торговаться на бирже и после конвертации. Сообщалось также, что Внешторгбанк ведет переговоры с Deutsche Bank и Mediobanca о продаже 10%-ного пакета акций. В отличие от предыдущих контактов на эту тему с ЕБРР нынешние переговоры могут завершиться достижением соглашения уже до конца года. Для российского рынка это была бы хорошая новость.

**По оценкам Сбербанка, чистая прибыль за 2004 г. составит 40 млрд. руб. (\$1,39 млрд) по РСБУ, а по МСФО значительно меньше — \$763 млн**

Сбербанк объявил свой прогноз чистой прибыли по итогам текущего года — 38-40 млрд. рублей (\$1,32-1,39 млрд). Инвесторы, однако, обратили внимание на несоответствие данных по разным системам учета: разрыв в показателях по РСБУ и МСФО достигает 20-30%. Разнобой в цифрах объясняется тем, что в учете по МСФО продажа еврооблигаций с погашением в 2005 г. отражается по рыночной цене и, следовательно, не увеличивает прибыль, а по РСБУ разница между первоначальной ценой и ценой продажи полностью отражается в результатах текущего года.

**Илл. 91. Основные события**

Дата	Событие
4 октября	<b>ВЭБ обратился к правительству с просьбой внести изменения в законодательство, которые позволят банку инвестировать пенсионные накопления в российские еврооблигации через расчетную систему Euroclear.</b> Возможность совершения сделок с еврооблигациями исключительно в рамках биржевой торговли ограничивает приток пенсионных средств на российский внешнедолговой рынок. Биржевые торги так и не стали популярными у инвесторов, в силу их неликвидности, а также сохранения ценовых диспропорций по сравнению с рынком ОТС.
8 октября	<b>Сбербанк сообщил, что на 1 сентября его собственный капитал составил \$5,8 млрд. против \$5,0 млрд. на конец 2003 г.</b> Мы считаем, что снижение капитала на 5% за август было вызвано техническими причинами после того, как ЦБР изменил свои стандарты по резервированию по кредитам. Начиная с августа ЦБР применяет новые правила, регулирующие создание резервов, что требует реклассификации кредитов. Ранее это изменение резервов по наиболее надёжным заёмщикам включалось в собственный капитал, теперь же эти кредиты не требуют провизий. В результате новых правил, сокращённые резервы сократили в августе капитал Сбербанка на \$300 млн. Это разовое событие не влияет на наше положительное мнение о перспективах акции и мы сохраняем расчётную цену \$520. Август также принёс хорошие новости о притоке корпоративных клиентов. Сбербанк сообщил о примерно 50% росте относительно начала года размера счетов корпоративных клиентов на общую сумму \$5 млрд, половина из которых была привлечена в результате летнего банковского кризиса.
11 октября	<b>Слияние «Уралсиба» с «Никоилом» пройдет по рыночной цене, это увеличивает шансы выпуска акций объединенного банка на открытый рынок.</b> «Никойл» и «УралСиб» определил сроки слияния активов. Одна акций ИБГ «Никойл» номинальной стоимостью 10 руб. (обыкновенная и привилегированная) будет обмениваться на 130 акций «УралСиба» (обыкновенных и префов) номиналом 0,1 руб. УралСиб, таким образом, оценен примерно в 290 млн. долл., тогда как «НИКойл» — в 260 млн. долл. Тот факт, что «УралСиб» оценен по рыночной цене — хорошая новость для держателей акций и рынка в целом. Условия обмена потенциально означают, что у «НИКойла» присутствует интерес на фондовом рынке, и что после слияния новые акции могут быть включены в листинг и допущены к торгам на бирже. Рыночная капитализация нового банка может быть около 700-800 млн. долл., учитывая тот факт, что в группу также войдет банк «Автобанк-Никойл» с капиталом в 200 млн. долл.
12 октября	<b>Менеджмент Сбербанка ожидает \$1,4 млрд чистой прибыли в 2004 г по российским стандартам, мы сохраняем прогноз \$767 млн по МСФО.</b> Первый заместитель председателя правления Сбербанка объявила о повышении прогноза чистой прибыли за 2004 г. с \$1,2 млрд до \$1,3-1,4 млрд. В 1П04 Сбербанк получил \$760 млн чистой прибыли по РСБУ. Мы хотели бы привлечь внимание к различию чистой прибыли за 2004 г. по РСБУ и МСФО. В 2003 г. этот показатель по РСБУ достиг \$1,2 млрд, что более чем в два раза выше прибыли \$474 млн, рассчитанной по МСФО. Мы ожидаем следующее в этом году: чистая прибыль по РСБУ \$1,4 млрд, скорее всего, будет соответствовать нашему прогнозу \$767 млн по МСФО. Как и в случае прошлого года, выручка от продажи еврооблигаций будет отражена в отчётности по РСБУ как разница между ценой покупки и текущей рыночной ценой, тогда как по МСБУ эти доходы уже были отражены в предыдущие годы при приведении активов к рыночной стоимости.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сбербанк

**Илл. 92. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Активы, млн. \$	50 170	67 453	75 983	84 870
Чистая прибыль, млн. \$	960	1 152	1 136	1 127
P/E	9,0	7,5	7,6	7,6
Капитализация, млн. \$	8 870			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 93. 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 из 1329 отделений слишком дорогостоящая
- Гос.участие отбивает интерес менеджеров повышать капитализацию

**Возможности**

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

**Угрозы**

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## Рынок облигаций

Валентина Крылова, (7 095) 795-3742

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

**Российские облигации выросли на 2-5% на фоне позитивных внутренних новостей...**

Фундаментальные показатели российского внешнего долга остаются благоприятными из-за высоких цен на нефть. Резервы Центробанка преодолели психологически важную отметку в \$100 млрд, и это позволило агентству S&P сделать обнадеживающий комментарий относительно возможного повышения суверенного рейтинга России. Ранее агентство было настроено в отношении России критично, и намечившаяся смена акцентов стала хорошей новостью для российского долгового рынка. Отличающееся меньшим консерватизмом Moody's, также отметило высокую кредитоспособность РФ, повысив прогноз по суверенному рейтингу (Baa3) до позитивного. Из-за высокого интереса инвесторов к российским активам спред между доходностью российских еврооблигаций и казначейских обязательств США сократился на 30-70 б.п. (по суверенным облигациям с погашением в 2030 г. — стабилизировался ниже 300 б.п.).

**...и повышательного тренда на рынке казначейских обязательств США**

Уверенный рост цен казначейских обязательств США обеспечил дополнительную поддержку российским суверенным еврооблигациям (доходность к погашению 10-летних американских облигаций снизилась до 3,95% с 4,25% в начале месяца). Инвесторы считают, что рекордно высокие цены на нефть тормозят рост экономики США и могут заставить ФРС сделать паузу в повышении официальных ставок. Энтузиазм инвесторов не смогли охладить даже противоречивые заявления представителей ФРС. В итоге в условиях благоприятных внутренних новостей и восходящего ценового тренда на рынке казначейских обязательств США цены российских еврооблигаций выросли на 2-5% (суверенные облигации с погашением в 2030 г. котируются на уровне номинала).

**В ноябре спреды относительно казначейских обязательств США стабилизируются,...**

Спреды между доходностью российских суверенных облигаций и казначейских обязательств США близки к минимальным значениям, наблюдавшимся в течение этого года. Налицо сильная корреляция с рынком американских облигаций. Это означает, что при отсутствии новостей об изменении суверенного рейтинга России, спреды, скорее всего, будут держаться на нынешнем уровне, и российский долг будет следовать за КО США. В то же время цены американских облигаций могут резко измениться после публикации числа новых рабочих мест в экономике США (5 ноября) и заседания ФРС (10 ноября). От этих двух событий будет зависеть среднесрочный ценовой тренда на мировом рынке долга.

На заседании ФРС вряд ли будут приняты какие-то неожиданные решения. Большинство инвесторов ожидают, что ФРС повысит базовую ставку на 25 б.п. до 2%. Для инвесторов рынка облигаций намного важнее текст заявления ФРС, которым будет сопровождено это повышение. Неустойчивость экономического роста и нестабильность рынка труда дают основания надеяться, что уже на декабрьском заседании ФРС примет решение временно не повышать ключевую ставку.

**...но в случае повышения российского рейтинга будут сужаться**

6 октября агентство Moody's повысило прогноз по рейтингу России до позитивного, что может свидетельствовать о скором повышении рейтинга. Текущий рейтинг агентства (Baa3) уже относится к категории инвестиционного (он на одну ступень ниже, чем у S&P и Fitch, которые пока сохраняют рейтинг BB+), поэтому позитивный эффект от его повышения будет ограниченным. Если же рейтинг повысит Fitch, а тем более S&P, то влияние на цены российских облигаций будет существенным: В этом случае российские еврооблигации сможет приобретать более широкий круг инвесторов. (многие инвестфонды имеют право покупать облигации только тех эмитентов, которые имеют инвестиционный рейтинг как минимум от двух рейтинговых агентств, либо рейтинг S&P.)

**Илл. 94. Основные события**

Дата	Событие
1 октября	ВТБ разместил 7-летние еврооблигации на \$350 млн (несколько позже объем размещения был увеличен до \$450 млн) со ставкой купона 7,5% годовых.
6 октября	Агентство Moody's повысило прогноз рейтинга РФ до «позитивного». Изменение прогноза объясняется исключительно высокими макроэкономическими показателями РФ на фоне эффективной бюджетной и валютной политики. Выход этой новости вызвал волну покупок на рынке еврооблигаций.
7 октября	Бразилия выпустила 15-летние еврооблигации на сумму \$1 млрд; состоялось размещение 10-летних перуанских облигаций на €650 млн.
8 октября	Выход плохих данных по американскому рынку занятости (число рабочих мест в сентябре увеличилось на 96 тыс, тогда как аналитики прогнозировали 148 тыс) вдохновил инвесторов и вызвал рост цен на все долговые бумаги.
14 октября	Вымпелком разместил 7-летние еврооблигации на \$300 млн; доходность к погашению составила 8,375%.
21 октября	Представитель S&P Хелена Хессел заявила, агентство не может игнорировать высокий уровень золотовалютных резервов ЦБ России и поэтому не исключает возможности повышения рейтинга РФ. После этого заявления по рынку российских еврооблигаций прокатилась волна покупок.
25 октября	Москва произвела погашение еврооблигационного выпуска на сумму €300 млн. Погашение, совпавшее по времени с купонными выплатами по еврооблигациям, увеличило объем свободных денежных средств у инвесторов и привело к росту цен российских долговых бумаг.
25 октября	Алроса планирует выпустить еврооблигации на \$800 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 95. Динамика валютных облигаций на 28 октября 2004г.**

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	Дюрация кол-во лет	Спред к безрисковой ставке бп
<b>Еврооблигации</b>							
Евро-05	7/24/05	103,94	-0,30	3,2	8,42	0,71	102,30
Евро-07	6/26/07	114,50	1,55	4,2	8,73	2,34	149,57
Евро-10	3/31/10	110,50	1,55	4,8	7,47	3,08	198,78
Евро-18	7/24/18	135,25	4,84	7,0	8,13	8,10	294,74
Евро-28	6/24/28	158,75	4,27	7,4	8,03	10,20	318,32
Евро-30	3/31/30	100,06	3,96	6,8	5,00	8,65	273,28
<b>Облигации Минфина</b>							
Минфин 5	5/14/08	92,50	2,21	5,4	3,24	3,35	246,92
Минфин 6	5/14/06	98,25	0,38	4,2	3,05	1,50	176,28
Минфин 7	5/14/11	82,50	3,94	6,4	3,64	5,87	279,44
Минфин 8	11/14/07	95,50	1,60	4,9	3,14	2,43	223,54
<b>Agies</b>							
Agies 2007	10/25/07	104,25	1,46	Н/Д	5,23	Н/Д	Н/Д
Agies 2009	10/25/09	108,75	2,96	5,7	7,13	4,34	259,42
Agies 2014	10/25/14	116,38	3,67	7,3	8,25	6,89	349,17
<b>Муниципальные облигации</b>							
Москва-06	4/28/06	109,87	0,57	4,0	9,97	1,40	163,71
Ниж. Новгород	4/3/05	100,50	0,50	7,6	8,71	0,10	571,51
<b>Банковский сектор</b>							
Альфа-Банк	11/19/05	103,75	0,73	7,0	10,36	0,97	468,82
Внешторгбанк-05	4/28/05	100,49	-0,02	Н/Д	3,84	Н/Д	Н/Д
Внешторгбанк-07	7/30/07	102,34	0,64	Н/Д	4,65	Н/Д	Н/Д
Внешторгбанк-08	12/11/08	104,18	2,89	5,7	6,60	3,57	272,89
Газпромбанк-05	10/4/05	105,54	0,04	3,5	9,24	0,92	129,27
Газпромбанк-08	10/30/08	102,50	2,23	6,5	7,07	3,54	354,83
Зенит	6/12/06	100,65	0,00	8,8	9,19	1,48	636,16
МДМ-Банк	12/16/05	103,00	0,73	7,9	10,44	1,05	558,44
НИКойл	3/19/07	99,61	2,69	9,2	9,04	2,17	654,95
НОМОС-банк	2/13/07	100,05	1,32	9,1	9,12	2,07	648,21
Петрокоммерц	2/9/07	100,08	0,98	8,9	8,99	2,06	634,42
Русский стандарт-05	5/28/05	103,00	0,61	5,6	10,68	0,55	343,59
Русский стандарт-07	4/14/07	102,29	0,32	7,7	8,55	2,25	505,84
Сбербанк	10/24/06	100,31	0,86	Н/Д	2,86	Н/Д	Н/Д
Уралсиб	7/6/06	102,50	2,23	7,3	8,66	1,56	479,64
<b>Нефтегазовый сектор</b>							
Газпром-07	4/25/07	109,74	0,96	4,9	8,32	2,28	225,45
Газпром-09	10/21/09	118,32	2,62	6,2	8,87	4,08	302,21
Газпром-10	9/27/10	107,40	2,39	6,3	7,26	4,96	303,14
Газпром-13	3/1/13	114,10	2,89	7,3	8,44	6,00	373,95
Газпром-20	2/1/20	104,93	3,63	6,3	6,86	5,99	270,63
Газпром-34	4/28/34	110,15	3,41	7,7	7,83	11,78	333,38
Роснефть	11/20/06	115,38	0,33	4,8	11,05	1,79	225,06
Сибнефть-07	2/13/07	109,92	2,63	6,7	10,46	2,04	412,60
Сибнефть-09	1/15/09	110,13	3,82	7,9	9,76	3,43	491,90
ТНК	11/6/07	113,93	1,08	5,9	9,66	2,55	317,44
<b>Телекоммуникационный сектор</b>							
АФК Система-08	4/14/08	106,87	3,02	7,9	9,59	3,00	511,72
АФК Система-11	1/28/11	102,10	2,63	8,4	8,69	4,83	507,96
ВымпелКом-05	4/26/05	103,11	-0,14	3,9	10,13	0,48	176,60
ВымпелКом-09	6/16/09	108,75	2,59	7,7	9,20	3,72	467,46
МТС-04	12/21/04	100,70	-0,49	5,5	10,87	0,14	367,51
МТС-08	1/30/08	108,30	1,88	6,8	9,00	2,81	408,00
МТС-10	10/14/10	102,34	1,75	7,9	8,18	4,80	452,87
<b>Металлургический сектор</b>							
Евразхолдинг-06	9/25/06	102,00	1,14	7,7	8,70	1,77	518,90
Евразхолдинг-09	8/3/09	105,25	3,23	9,5	10,33	3,77	642,10
ММК-05	2/18/05	101,67	-0,18	4,0	9,84	0,29	185,50
ММК-08	10/21/08	101,25	1,85	7,6	7,90	3,47	466,86
Северсталь-09	2/24/09	99,20	1,48	8,8	8,69	3,63	583,93
Северсталь-14	4/19/14	97,51	2,16	9,7	9,49	6,44	597,50
<b>Другие</b>							
Алроса	5/6/08	101,25	1,63	7,7	8,02	3,01	489,26
Вимм-Билль-Данн	5/21/08	97,50	0,95	9,3	8,72	3,02	651,87

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

## Индекс РТС: ожидая среднесрочную консолидацию

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

**Илл. 96. Индекс РТС — основные технические характеристики**

Инд.	Рекомендация		Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1-31 октября			
			Краткосрочный	Долгосрочный								
РТС	ДЕРЖАТЬ	656	Нейтральный К понижению	Бычий	R4	785,52	Исторический максимум	S1	655,74	7-недельная МА	OP	638,50
	ЛОНГ				R3	718,68	75.0% FiboR	S2	609,94	6-месячная МА	HI	691,89
	STOP-	650	R2	683,38	61.8% FiboR	S3	599,80	26-недельная МА	LO	635,61		
	LOSS		R1	658,55	28-дневная МА	S4	553,52	Линия тренда	CL	663,73		

Источник: оценка Альфа-Банка

- Долгосрочный тренд на РТС остается бычьим, что указывает на возможность тестирования исторического максимума 785,52, а затем и верхней границы крупномасштабного «клина» на уровне 804 на долгосрочном временном горизонте.
- В краткосрочном плане, начало технической коррекции на РТС можно ожидать от уровня 663-683, так как краткосрочный тренд нейтральный и сдвигается в сторону понижения, которая теоретически может привести к формированию «правого плеча» в потенциальной модели перелома тенденции «голова и плечи».
- Индекс РТС по-прежнему показывает сильную корреляцию с динамикой цен акций Юкоса, что будет служить источником периодических «всплесков» волатильности на рынке.
- На среднесрочном горизонте мы допускаем консолидацию на РТС в ценовом диапазоне 560-610 в рамках самого пессимистического сценария, что создало бы уникально хорошие возможности для долгосрочных инвестиций в Россию.
- Мы поддерживаем наш технический рейтинг РТС: ДЕРЖАТЬ ЛОНГИ с предварительной технической целью 718; наш рекомендуемый УРОВЕНЬ ЗАЩИТНОЙ ОСТАНОВКИ — 650.

**Илл. 97. Индекс РТС — Технические месячные характеристики, по состоянию на 3 ноября 2004 г.**



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

### Классический технический анализ

Как следует из Илл. 97 индекс РТС не смог закрепиться выше уровня 61.8%-ной коррекции Фибоначчи, расположенный на отметке 683,38. В принципе, это — долгосрочный «медвежий» знак. Но, в то же время,

**На РТС сохраняется хрупкий баланс сил «быков» и «медведей», который вскоре может быть сдвинут в любую сторону**

индекс не смог сходу прорвать вниз 7-недельную скользящую среднюю (655,74), что дает рынку шанс на еще одну попытку штурма уровня 683,38, хотя и не слишком большой. С позиции технического анализа, на рынке пока сохраняется хрупкий баланс спроса и предложения, который может быть сдвинут в любом направлении в течение нескольких дней. В настоящее время индекс РТС по-прежнему показывает сильную корреляцию с динамикой цен акций Юкоса. Эта корреляция вряд ли исчезнет в ближайшем будущем, что будет служить источником периодических «всплесков» волатильности на рынке.

В то же время, индекс РТС краткосрочный тренд на РТС сейчас нейтральный и сдвигается в сторону понижения. Поэтому мы допускаем начало технической коррекции в сторону понижения от уровня 663-683, которая теоретически может привести к формированию «правого плеча» в потенциальной модели перелома тенденции «голова и плечи» в соответствии с нашим пессимистическим сценарием.

**Даже при самом пессимистическом развитии событий индекс РТС должен возобновить движение к 785-800 после среднесрочной консолидации между 560-600**

Долгосрочный тренд на РТС остается восходящим, хотя и теряет темп своего роста. Поэтому мы полагаем, что (даже при самом пессимистическом развитии событий) после среднесрочной консолидации в ценовом диапазоне 560-610 индекс РТС должен вернуться к своему историческому максимуму 785,52 и затем попытаться протестировать верхнюю границу крупномасштабного «клина» на отметке 804, что создало бы хорошие возможности для долгосрочных инвестиций. Мы считаем, что глубокая техническая коррекция в рамках среднесрочной консолидации будет иметь место только в случае «прорыва» ниже 650. Однако только прорыв выше уровня 804 может вызвать мощное ралли к нашей новой долгосрочной технической цели 1080 в соответствии с нашим самым оптимистическим сценарием. Наш менее оптимистический сценарий включает в себя формирование крупной модели перелома тенденции «двойная вершина».

### **Краткосрочный тренд и циклы**

**Краткосрочный тренд на РТС нейтральный и сдвигается в сторону понижения**

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 98 сформировала свою локальную «вершину» и продолжает плавно понижаться, имея небольшой отрицательный угол наклона. Это указывает на то, что краткосрочный господствующий тренд на РТС в настоящее время нейтральный и медленно сдвигается в сторону понижения. Быстрая адаптивная линия (ATL) тренда, сформировав несколько дней назад свое локальное «дно», в настоящее время уже миновала свой новый локальный максимум вблизи медленной адаптивной линии тренда, и в настоящее время направлена вниз, так же как и медленная ATL. Теоретически, это может привести к ускорению понижения индекса РТС, однако, большой отрицательный наклон медленной ATL скорее указывает на фазу консолидации на российском рынке акций.

**Быстрый момент приближается к ключевому нулевому уровню**

Линия медленного момента в средней части Илл. 98 по-прежнему направлена вниз под небольшим углом в тандеме с линией быстрого момента. В настоящее время быстрый момент уже приближается к ключевому нулевому уровню. Если быстрый момент сформирует свой локальный минимум вблизи нулевой отметки, то ралли на РТС может случиться от текущих ценовых уровней, а поддержка 650 так и не будет «прорвана» вниз. Отсюда и наш выбор уровня STOP-LOSS.

**Илл. 98. Индекс РТС — Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 3 ноября 2004 г.**



Источник: оценка Альфа-Банка

**Краткосрочный CWC делает «зигзаг» вблизи нулевого уровня**

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 98 тоже прошел свою локальную «впадину» в сильно перепроданной области вблизи уровня минус два «сигма» и возобновил фазу роста в тандеме индикатором быстрого момента. В настоящий момент он совершает зигзагообразное движение вблизи принципиально важной нулевой отметки. Тот факт, что краткосрочный CWC находится в фазе роста, указывает на сохраняющийся краткосрочный потенциал роста на РТС.

Мы видим два возможных сценария будущей динамики краткосрочного CWC. Первый, оптимистический, включает в себя такой же острый излом на локальном минимуме вблизи «нуля», за которым последует продолжение роста осциллятора CWC, и, в свою очередь, возобновление роста индекса РТС от текущих уровней. В рамках второго, пессимистического, краткосрочный CWC продолжает понижаться, и это падение будет сопровождаться сильной «бычьей» дивергенцией относительно быстрой АТЛ. В этом случае, текущее значение быстрой адаптивной линии тренда (АТЛ) должно опуститься ниже своего предыдущего локального дна рядом с 645.

**Долгосрочный тренд и циклы**

**Долгосрочный тренд на РТС остается бычьим**

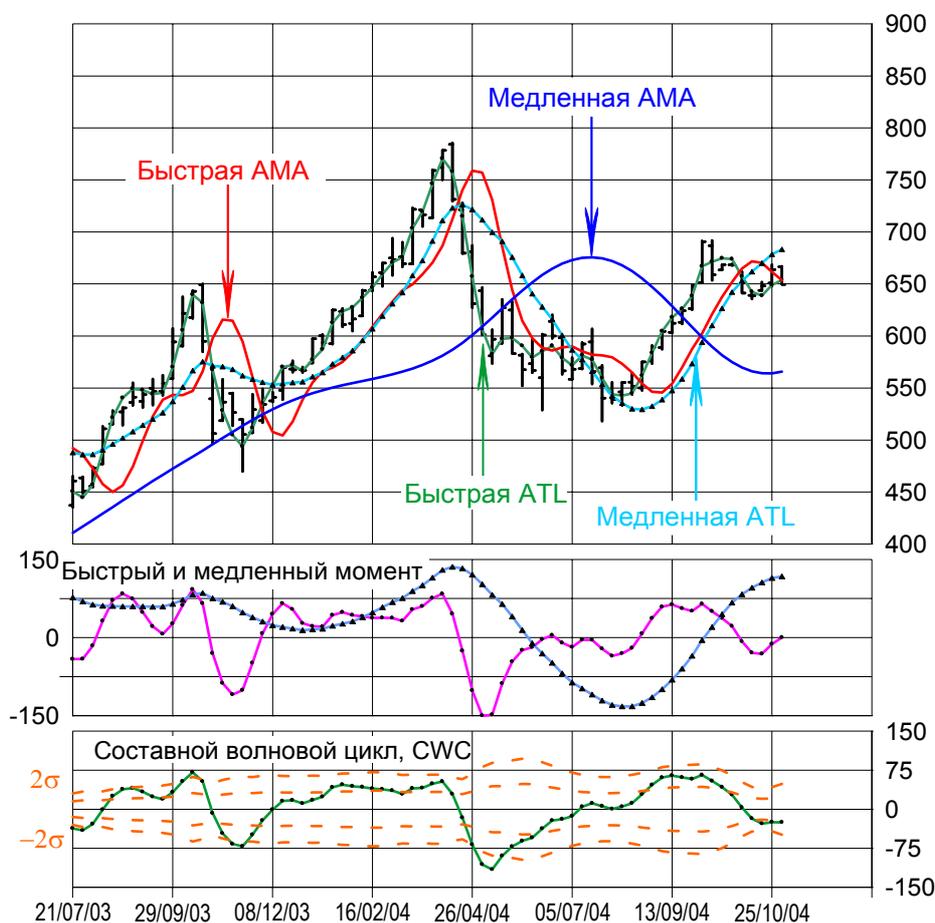
Долгосрочный тренд на РТС остается восходящим, так как медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 99 в настоящее время движется вверх выше медленную адаптивную линию тренда (АМА) снизу вверх. Согласно нашему собственному определению долгосрочный тренд должен считаться восходящим после того, как медленная

**Индикатор быстрого момента достиг нулевого уровня и продолжает расти!**

адаптивная линия тренда (ATL) пересекла медленную адаптивную скользящую среднюю (АМА) снизу вверх. Однако, повышающаяся медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 99 уже явно замедляет свой темп роста. Этот факт может интерпретироваться как предпосылка для формирования долгосрочной модели перелома тенденции на вершине. Другой потенциально медвежий знак — это то, что быстрая адаптивная скользящая средняя (АМА) миновала свою локальную вершину и в настоящее время понижается.

Индикатор медленного момента в средней части Илл. 99 продолжает прогрессировать, хотя, возможно, и приближается к своему максимуму. В то же время, и быстрый момент несколько недель назад сформировал свой локальный минимум в области отрицательных значений и сейчас находится в фазе роста, что указывает на сохраняющийся потенциал роста потенциал роста на РТС.

**Илл. 99. Индекс РТС — Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 3 ноября 2004 г.**



Источник: оценка Альфа-Банка

**Долгосрочный CWC прогрессирует в умеренно перекупленной области**

Пройдя свой очередной «гребень» в умеренно перекупленной области, долгосрочный составной волновой цикл (CWC) возобновил фазу падения в тандеме с линией быстрого момента. К моменту написания этого технического обзора долгосрочный CWC уже третью неделю консолидируется вблизи уровня «минус сигма», что может означать сильное давление спекулянтов-продавцов, продающих акции без покрытия, что может закончиться *short squeeze*, когда спекулянты будут вынуждены закрывать ШОРТЫ по любым ценам с большими убытками.

Однако возможен и другой сценарий, согласно которому долгосрочный CWC наоборот возобновит падение от этого уровня, что будет сопровождаться увеличением ее собственной волатильности. Мы оцениваем потенциал роста за счет долгосрочного CWC в случае возобновления ее роста как весьма значительный, однако, не можем привести точные цифры, поскольку амплитуда (волатильность) долгосрочного цикла продолжает увеличиваться.

### Уровни поддержки и сопротивления

**Сильная область сопротивления на РТС расположена между 683 и 718**

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС даны на Илл. 96 и Илл. 97. Сильная область сопротивления сейчас расположены между отметками 683 и 718. Основное сопротивление — 804. Основная поддержка — 553. Другой сильный уровень поддержки 600 задан текущим значением 26-недельной скользящей средней.

### Потенциал роста и падения

Учитывая состояние фондового рынка, мы делаем следующие выводы:

**Начало технической коррекции на РТС можно ожидать от уровня 663-683**

1. Недельные графики на Илл. 99 указывают на то, что долгосрочный тренд на РТС остается бычьим, что указывает на возможность тестирования исторического максимума 785,52, а затем и верхней границы крупномасштабного «клина» на уровне 804 на долгосрочном временном горизонте. Однако только прорыв выше уровня 804 может вызвать мощное ралли к нашей новой долгосрочной технической цели 1080 в соответствии с нашим наиболее оптимистическим сценарием. Наш менее оптимистический сценарий включает в себя формирование крупной модели перелома тенденции «двойная вершина».
2. В краткосрочном плане, начало технической коррекции на РТС можно ожидать от уровня 663-683, так как краткосрочный тренд нейтральный и сдвигается в сторону понижения, которая теоретически может привести к формированию «правого плеча» в потенциальной модели перелома тенденции «голова и плечи».
3. Индекс РТС по-прежнему показывает сильную корреляцию с динамикой цен акций Юкоса, что будет служить источником периодических «всплесков» волатильности на рынке.
4. На среднесрочном горизонте мы допускаем консолидацию на РТС в ценовом диапазоне 560-610 в рамках самого пессимистического сценария, что создало бы уникально хорошие возможности для долгосрочных инвестиций.
5. Мы поддерживаем наш технический рейтинг РТС: ДЕРЖАТЬ ЛОНГИ с предварительной технической целью 718; наш рекомендуемый УРОВЕНЬ ЗАЩИТНОЙ ОСТАНОВКИ — 650.

**Консолидация в ценовом диапазоне 560-610 создала бы уникально хорошую возможность для долгосрочных инвестиций**

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

# Информация

## Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций  
Телефон/Факс

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

### Аналитический отдел

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

(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, Павел Соколов,  
Наталья Шевелёва,  
Александр Свинов

Потребительские товары

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  
Продажи

(44 20) 7588-8500/(44 20) 7382-4170  
Максим Шашенков, Стив Доунер,  
Питер Бобрински  
City Tower, 40 Basinghall Street  
London, EC2V 5DE

Адрес

## Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс  
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, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица, на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.