

Октябрь: Опасный месяц для спекуляций на бирже

12 октября 2004 г.

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Темпы роста строительства и уровень ликвидности — ключевые факторы достижения запланированного роста ВВП

- **Инвесторы, на время забывшие о проблемах Юкоса, толкают котировки вверх к уровням справедливой DCF-стоимости.** На текущий момент ситуация на рынке предполагает дальнейшее давление свободных денежных средств на индексы РТС и ММВБ. По мере роста котировок отдельные бумаги начнут торговаться с премией к их справедливой стоимости, что увеличит опасность понижательной коррекции. Мы рекомендуем держать позиции в тех бумагах, которые, во-первых, ликвидны, и, во-вторых, торгуются с дисконтом к справедливой стоимости.
- **Прежняя логика инвестиций, предполагающая, что по мере укрепления политической стабильности и предсказуемости экономического развития стоимость активов должна расти, уже не работает: почти все акции выросли в цене.** В чем заключается новая логика? В росте цен на активы посредством увеличения прибыли предприятий в период экономического роста или в простом расчете на спекулятивные действия трейдеров, располагающих денежными средствами? Ответ на этот вопрос будет зависеть от хода структурных реформ.
- **Активность в сфере строительства — основной индикатор достижимости нашего прогноза по темпам роста ВВП; за последние месяцы рост объема строительства снизился с 14% до 7%.** Рост ВВП на 7,3% в нынешнем году вряд ли можно считать большой победой. В условиях 40%-ного роста цен на нефть с начала года, ВВП должен был бы вырасти, как минимум, на 9%. Целый ряд членов СНГ и стран с развивающейся экономикой демонстрируют более высокие темпы роста — 8-12% (рост мировой экономики прогнозируется на уровне 5%). Ускорение роста объемов строительства, снизившегося после июльского банковского кризиса с 14% до 7%, будет основным индикатором темпов роста ВВП (наш прогноз на текущий год 7,2%).
- **Внешние заимствования, достигшие \$2-3 млрд, будут способствовать росту ликвидности и преодолению последствий кризиса в банковском секторе.** Достигнув пика в феврале, ликвидность в банковском секторе упала в июле с г. на 40%. Неудивительно, что у многих банков возникли проблемы с увеличением объема кредитования. В сентябре из-за чистого притока капитала возобновился рост резервов ЦБ — ключевой фактор ликвидности банковской системы. В случае сохранения этой тенденции восстановятся и начнут расти объемы кредитования.

Портфельные рекомендации*

Газпром (внутр.)	Потенциал роста до справедливой стоимости — 41%. Рост котировок в ожидании либерализации рынка акций компании и реформы газовой промышленности.
Сбербанк	Потенциал роста до справедливой стоимости — 23%. Нынешние позиции Сбербанка позволяют акциям расти на волне роста экономики.
Вымпелком	Потенциал роста до справедливой стоимости — 13%. Компания выигрывает от динамичного роста рынка.
Норильский Никель	Потенциал роста до справедливой стоимости — 26%. Сильно зависит от уровня цен на никель. Выигрывает от снижения внутренних политических рисков.
Северсталь	Потенциал роста до справедливой стоимости — 16%. Эффективный менеджмент, быстро растущая отрасль.
Уралсвязьинформ	Потенциал роста до справедливой стоимости — 17%. Выигрыш за счет роста телекоммуникационных услуг в регионах.

Примечание: * временной горизонт инвестиций — 3-6 месяцев

Последние публикации

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
 Наталия Орлова 6 октября 2004 г.

МРК: Приватизация высвободит 30-100% стоимостного потенциала
 Андрей Богданов, Светлана Суханова 1 октября 2004 г.

Сделка «ЛУКойл-СопосоPhillips»: планы и перспективы
 Мэтью Томас, Анна Бутенко 30 сентября 2004 г.

Обзор привлекательности инвестиций
 Крис Уилфер 16 сентября 2004 г.

НорНикель: Норма EBITDA уже 47%
 Максим Матвеев, CFA 13 сентября 2004 г.

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

Отдел исследований
research@alfabank.ru

(095) 795-3676

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку	3
Темпы роста строительства и уровень ликвидности — ключевые факторы достижения запланированного роста ВВП	9
России не удастся поддерживать высокие темпы экономического роста	9
Низкая ликвидность ограничивает потенциал роста финансового рынка	10
Госбанкам удалось заполучить много новых клиентов	11
Динамика и оценка акций	13
Графики	16
Экономика и политика	18
Новости компаний и отраслей	20
Нефть и газ	20
Энергетика	29
Телекомы	31
Металлургия	36
Машиностроение	39
Пищевая промышленность и розничная торговля	41
Банковский сектор	43
Рынок облигаций	45
Индекс РТС: формируя «правое плечо» или «двойную вершину»?	48



Комментарии по рынку

Кристофер Уифер, (7095) 103-7322

В октябре рынок обычно бросает из крайности в крайность

Октябрь обычно таит в себе опасность для участников мировых рынков акций: именно в этом месяце произошли два сильнейших обвала рынка в современной истории — в 1929 г. и 1987 г. В той же степени опасен октябрь для российского рынка. Инвесторы могут поддаться оптимистическим настроениям и забыть об осторожности. Знакомый стереотип рыночной динамики — резкий всплеск ценовых уровней в начале месяца, сменяющийся таким же резким их падением в конце месяца, — по-видимому, снова начинает реализовываться. (В начале октября благодаря активности российских инвесторов на ММВБ произошло ценовое ралли).

*Примечание: * Бессмертное изречение Марка Твена гласит: «Октябрь — один из самых опасных месяцев в году для игры на бирже. Остальные опасные месяцы: июль, январь, сентябрь, апрель, ноябрь, май, март, июнь, декабрь, август и февраль».*

Илл. 1. Динамика рынка на 6 октября 2004 г.

	За посл. месяц	За посл. 3 месяца	С начала года	За посл. 12 месяцев
PTC	12,7%	19,4%	18,9%	12,9%
MSCI Russia	12,6%	19,8%	17,8%	17,2%
MICEX	25,0%	36,3%	36,8%	28,9%
GEM	8,0%	11,9%	8,4%	22,0%
EMEA	7,2%	10,5%	14,4%	26,0%
EM Asia	7,4%	9,6%	2,8%	15,2%
EM Latin America	11,1%	21,0%	16,8%	37,2%
Мировой рынок акций	2,7%	2,2%	3,0%	12,8%
Dow Jones	-0,9%	-0,5%	-2,8%	6,0%
NASDAQ	5,7%	-0,8%	-2,7%	3,0%

Источник: DataStream

По нашим оценкам, исходя из справедливой стоимости акций, индекс РТС должен находиться в диапазоне между 680 и 710 пунктами. Индекс ММВБ уже достиг справедливого уровня

По нашим оценкам, исходя из справедливой стоимости акций, индекс РТС должен находиться в диапазоне между 680 и 710 пунктами, т.е. потенциал роста составляет 1-5% (по результатам оценки методами DCF и сравнения стоимостных мультипликаторов по аналогичным компаниям на других развивающихся рынках). Что касается индекса ММВБ, то в результате недавнего роста он практически достиг справедливого уровня. Было бы ошибкой производить оценку стоимости путем сравнения коэффициентов, основанных на размере чистой прибыли (в частности, P/E): центр тяжести российского рынка сильно смещен в сторону акций нефтегазового сектора и металлургических компаний, оценочные характеристики которых отличаются от тех, которые применяются для обрабатывающей промышленности, производства ТНП и финансового сектора. Поэтому самый оптимальный метод измерения справедливой стоимости — модель дисконтированного денежного потока (DCF), в которую заложен прогнозируемый денежный поток и сопутствующие риски.

В нашу модель DCF заложены консервативные оценки уровня риска и роста чистой прибыли

В то же время, в нашу модель DCF заложена консервативная оценка риска и прибыли, отражающая нынешнюю неопределенность (дело Юкоса, отсутствие реального движения по пути реформ, неясность стратегии государства в отношении способов обеспечения устойчивого экономического роста). Рынок акций должен превысить уровень своей справедливой стоимости: отечественные инвесторы более оптимистично оценивают риски и прогнозы по прибыли (так, например, если исходить из оптимистических предположений, справедливый уровень индекса РТС повышается до 740 пунктов). Однако чем выше вскарабкивается рынок на спекулятивных покупках (в отличие от более долгосрочных инвестиций), тем в большей степени цены становятся подвержены одной из тех резких коррекций, которые мы наблюдали в прошлом.



Ряд акций имеет значительный потенциал роста, в т.ч. наша основная рекомендация — Газпром

Инвесторы должны проявлять осторожность при покупках «вслед за рынком», помня о реальной стоимости той или иной бумаги

Ряд акций даже по достижении справедливой стоимости, рассчитанной на основе консервативных оценок риска и прибыли, будут иметь дополнительный потенциал роста (в частности, Газпром — сейчас не входит в индексы РТС и ММВБ — и Норильский Никель) (см. Илл. 5). Но поскольку трейдеры, руководствуясь спекулятивными целями, продолжают подталкивать котировки других акций на уровни, превышающие их справедливую стоимость, рынок в целом может снова оказаться уязвимым для резкой коррекции вниз. Такая ситуация возникла из-за того, что более «основательные», т.е. менее спекулятивно настроенные, инвесторы в течение последних нескольких месяцев в основном держатся в стороне, ожидая гарантий нераспространения «болезни Юкоса» на другие компании, а трейдеры, в этих условиях обычно остро реагируют на плохие новости и могут резко «уронить» рынок (ниже справедливой стоимости), т.к. краткосрочные инвесторы используют «короткие» продажи или вынуждены погашать депозитные требования.

Исходя из сказанного выше, можно дать следующие рекомендации:

1. Многие бумаги «второго эшелона», в частности отрасли, в которых правительство намерено стимулировать опережающие темпы роста (обрабатывающая промышленность) и которые могут стать ареной продолжающейся консолидации (нефтедобыча и нефтепереработка), уже заметно подорожали, но сохраняют значительный потенциал роста. Однако следует иметь в виду, что по той же причине, по которой имеет место рост котировки/всплески ликвидности, инвесторам надо проявлять осторожность. В недавнем прошлом уже происходили события, подобные делу Юкоса, которые «отравляли» настроение всего рынка и из-за отсутствия спроса приводили к резкому падению бумаг «второго эшелона».
2. Хотя целесообразность инвестиций главным образом зависит от того, насколько успешно правительство сможет продвигать реформы и обеспечивать рост экономики (а, значит, и размер прибыли предприятий), действия инвесторов в настоящий момент времени мотивируются их ответами на следующие вопросы:
 - а) Считают ли они, что нынешние высокие цены на нефть, металлы и другие виды минерального сохраняются в течение относительно продолжительного периода времени и что они станут основой роста котировок акций компаний соответствующих отраслей? Далее, считают ли они, что избыток ликвидности, генерируемой в этих отраслях, может стимулировать экономический рост в несырьевых отраслях даже в случае, если реформы будут идти с замедлением?
 - б) Думают ли они, что нынешний рост цен на рынке акций — очередной пример эффекта, производимого избыточной ликвидностью, которой располагают краткосрочные инвесторы и трейдеры? Далее. Правильно ли полагать, что если нынешний разгон цен приведет к тому, что котировки превысят уровень справедливой стоимости акций, то такая ситуация не может сохраняться долго (какое-нибудь событие — внутриполитическое, связанное с той или иной компанией или внешним фактором — рано или поздно развернет ситуацию и цены снова откатятся на уровни, находящиеся ниже справедливой стоимости)?
3. Будьте осторожны при оценке стоимости акции методом сравнения по стоимостным коэффициентам (например, P/E) с аналогичными акциями на других развивающихся рынках, т.к. каждый рынок имеет свои особенности, свои показатели эффективности и риска.



Весенний оптимизм осенью уступает место осторожному расчету

Есть много объяснений тому, почему коррекция в октябре случается чаще, чем в другие месяцы года. В целом в начале года портфельные инвесторы склонны оптимистично оценивать перспективы акций и мотивы своих действий. Однако с началом осени эти же инвесторы критически переосмысливают свои исходные предположения, т.к. им необходимо сохранить заработанное, а к концу года проанализировать стратегию и рассчитать бонусы.

Сентябрь всегда был самым плохим месяцем с точки зрения доходности операций на фондовом рынке, но в этом году резкая летняя коррекция изменила привычный стереотип

Сентябрь всегда был самым плохим месяцем с точки зрения доходности операций на фондовом рынке, а в октябре рынок часто бросает из крайности в крайность (см. следующий раздел). В этом году ситуация иная: в апреле произошла резкая коррекция, вызванная событиями вокруг Юкоса (с середины апреля по конец июля индекс РТС упал более чем на 30%). Ралли, начавшееся несколько неуверенно в первые дни августа, набрало обороты в сентябре после того, как трейдеры и российские инвесторы возвратились из летних отпусков. На данный момент на рынке господствует оптимизм, который может поднять котировки значительно выше.

Теханализ указывает на ярко выраженный «бычий» тренд

Однако по мере того, как цены акций начинают превышать уровень их справедливой стоимости, возрастает опасность начала коррекции «октябрьского» типа. Следует обратить внимание на ярко выраженный «бычий» тренд, обнаруживающийся при теханализе рынка (см. соответствующий раздел). Он предполагает, что в ближайшее время рынок попытается преодолеть предыдущий максимум закрытия (785 пунктов) и что при условии отсутствия негативных новостей РТС может подняться до новой долгосрочной цели — 1080 пунктов.

Неопределенность в мировой экономике сохраняется

Тем, кто еще не забыл ход событий, предшествовавших краху фондового рынка в октябре 1987 г., было, наверное, интересно наблюдать то, что происходило в последние дни. Инвесторы рынков акций во многих странах живо отреагировали на отчет МВФ, прогнозирующий высокие темпы роста мировой экономики (рост цен на никель стал причиной 12%-скачка котировок Норильского Никеля). С другой стороны, экономисты горячо спорят о том, возможно ли это в условиях, когда так быстро растут издержки (баррель нефти стоит \$52), сохраняется геополитическая напряженность и отсутствует альтернатива слабеющему американскому доллару. Некоторые цинично настроенные наблюдатели даже предположили, что оптимистичный дух, в котором выдержан отчет МВФ, разрабатывался не столько с целью найти экономическое обоснование глобальных тенденций, сколько создать «надлежащий» фон для президентских выборов в США.

Как бы то ни было, в настоящее время фондовые рынки пребывают в хорошем настроении, хотя фактов, указывающих на рост прибылей, пока нет.

Российский опыт

На российском рынке акций пики и провалы также наблюдались именно в октябре

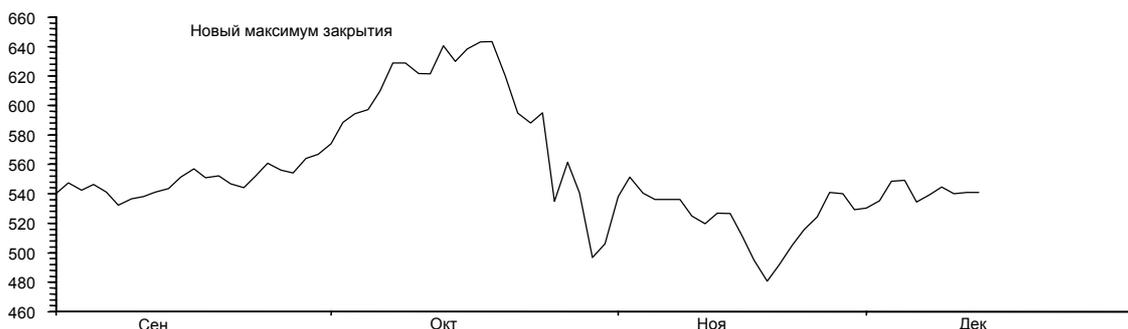
6 октября 1997 г. фондовый рынок закрылся на рекордно высоком уровне лишь потому, что у его участникам некуда было девать деньги. Оценку стоимости проводить в тех условиях было бессмысленно, т.к. она все равно не могла бы быть достоверной. И как только на других развивающихся рынках начались проблемы, а число долгосрочных инвесторов, способных бросить «спасательный круг», стало исчисляться единицами, ликвидность улетучилась и резкая коррекция стала неизбежной. Падение на рынке продолжалось до 5 октября 1998 г., когда индекс РТС достиг исторического минимума — 38 пунктов — и абсолютный оптимизм инвесторов и трейдеров, не покидавший их в течение предыдущих 12 месяцев, наконец, полностью сменился абсолютным пессимизмом.

**Илл. 2. Октябрь 1997 и 1998 гг. — с высоты в бездну**

Источник: DATASTREAM

В октябре 2003 г. мы наблюдали обе крайности

С тех пор в октябре на российском рынке наблюдалось более-менее сбалансированное соотношение оптимизма и пессимизма инвесторов, однако, 2003 г. в этом смысле оказался напряженным. Опасения по поводу дела Юкоса уже начинали исчезать, и повышение российского рейтинга агентством Moody's в конце концов позволило индексу РТС преодолеть максимум, зафиксированный в октябре 1997 г., и достичь рекордной высоты. Во второй половине месяца после ареста Ходорковского случилось неизбежное потрясение — в декабре цены акций резко скорректировались вниз.

Илл. 3. Октябрь 2003 г.: из крайности в крайность

Источник: DATASTREAM

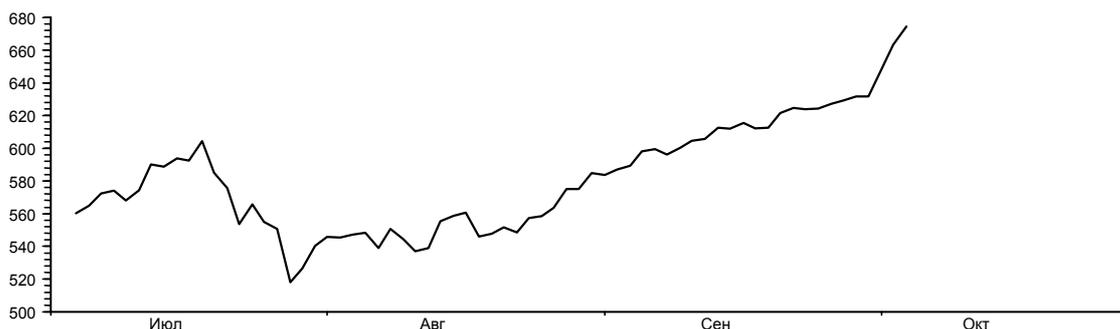
Поскольку основным двигателем рынка были российские трейдеры, волатильность выросла

Как уже было отмечено выше, до октябрьского взлета рынка портфельные инвесторы занимали выжидательную позицию, и рост цен был результатом активности трейдеров и спекулятивно настроенных инвесторов, которые, как правило, игнорируют справедливый уровень стоимости на стадии подъема рынка, но при малейших признаках смены тренда «сбрасывают» акции.

За последний месяц индекс ММВБ вырос на 25%, а РТС — на 12,7% (см. Илл. 1).



Илл. 4. 2004 г.: Подъем и июльского «дна» и октябрьский «взлет»



Источник: DATASTREAM

Рынок в целом не перекуплен, перекуплены отдельные бумаги

Следить, достигнут ли справедливый уровень цены

Как было сказано выше, за справедливый уровень индекса РТС мы принимаем диапазон между 680 и 710 пунктами. В начале августа вышла наша первая аналитическая записка **«Акции и облигации: Оценка стоимости в условиях повышенного риска»**, в которой мы объясняли, почему потенциал роста составляет 25% (по ценам на тот момент... с тех пор индекс РТС вырос чуть меньше чем эти 25%), и привели список акций с наибольшим потенциалом роста до справедливой стоимости.

В настоящий момент индексы РТС и ММВБ почти достигли уровня справедливой стоимости, рассчитанной методом DCF. Некоторые акции, которые уже торгуются с премией относительно справедливой стоимости, и эта премия может еще вырасти, что делает эти бумаги опасными и наиболее подверженными резкой коррекции.

В Илл. 5 приведен список акций с наибольшим и наименьшим потенциалом роста до справедливой стоимости.

Акции с потенциалом роста 15% и больше мы (в соответствии с принятой методологией) рекомендуем ПОКУПАТЬ, акции с потенциалом снижения в 10% и больше — ПРОДАВАТЬ. В остальных случаях бумагам присваивается рекомендация ДЕРЖАТЬ. В некоторых случаях рекомендация по той или иной бумаге может в течение короткого периода времени отличаться от той, которую следовало бы присвоить, исходя из вышеуказанных правил. Причина в том, что цена может меняться под действием каких-то иных факторов кратковременного характера. Список текущих рекомендаций приводится в нашем ежедневном *Утреннем обзоре*.



Илл. 5. «Голубые фишки» в порядке убывания потенциала роста до справедливой стоимости, рассчитанной методом DCF *

	Цена \$ за акцию	Рын. кап-ция млн \$	Справ. стоимость \$ за акцию	Потенциал роста %
Мечел	156,00	493	235,00	50,6
Газпром	2,58	60 976	3,61	40,2
Мегионнефтегаз	20,25	1 873	26,40	30,4
Иркут	0,59	516	0,75	27,7
Норильский Никель	66,05	14 128	83,00	25,7
Sberbank	431,00	8 189	520,00	20,6
НТМК	0,83	1 087	1,00	20,5
СибирьТелеком	0,05	651	0,07	19,9
ЧТПЗ	0,26	123	0,31	19,2
Уралсвязьинформ	0,04	1 250	0,05	18,9
ОМЗ	4,27	151	5,00	17,1
ВСМПО	76,40	812	88,00	15,2
Северсталь	207,50	4 580	237,00	14,2
ЮТК	0,08	234	ПЕРЕСМОТР	ПЕРЕСМОТР
ВымпелКом	113,30	6 093	129,00	13,9
Голден Телеком	30,80	1 103	35,00	13,6
МГТС	11,95	954	13,50	13,0
Юкос	4,55	10 174	5,00	9,9
СЗ-Телеком	0,51	467	0,55	8,9
Вимм-Билль-Данн	15,10	664	16,00	6,0
Выксунский завод	217,00	408	230,00	6,0
Балтика	12,70	1 640	13,25	4,3
ЦентрТелеком	0,30	473	0,31	3,3
Волга Телеком	3,32	817	3,43	3,3
Ростелеком	2,29	1 669	2,28	-0,4
МТС	150,00	14 950	149,00	-0,7
Дальсвязь	1,12	138	1,08	-3,6
ЛУКОЙЛ	32,50	26 798	31,20	-4,0
Сургутнефтегаз	0,77	27 330	0,73	-4,6
АвтоВАЗ	26,50	721	25,00	-5,7
Башнефть	4,30	921	4,00	-7,0
Сибнефть	3,48	16 499	3,03	-12,9
Татнефть	1,78	3 878	1,54	-13,5

Источник: оценка Альфа-Банка

Примечание: Альфа-Банк является консультантом РАО ЕЭС и поэтому не публикует оценки справедливой стоимости и рекомендации по акциям энергетических компаний; * по ценам закрытия за 6 октября



Темпы роста строительства и уровень ликвидности — ключевые факторы достижения запланированного роста ВВП

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

- Российская экономика выросла лишь на 7%, тогда как при нынешней конъюнктуре мирового рынка могла бы вырасти на 9%
- Важнейшим индикатором состояния экономики будут темпы роста строительства
- В сентябре — впервые за последнее время — появились признаки роста ликвидности: из России ушло меньше денег, чем пришло.

России не удастся поддерживать высокие темпы экономического роста

В этом году России так и не удалось полностью использовать имеющийся у нее экономический потенциал

Сейчас уже можно сказать определенно, что в 2004 г. России не удалось использовать весь имеющийся у нее потенциал для обеспечения соответствующего роста экономики. Несмотря на то, что с начала года цены на нефть подскочили на 40%, по итогам января-августа 2004 г. экономика выросла меньше (7,3%), чем в 1Кв04. Такими же темпы роста были в прошлом году, только конъюнктура мирового рынка с тех пор несравнимо улучшилась. Тем более удивительным кажется тенденция к замедлению темпов экономического роста, обозначившаяся в последние несколько месяцев.

Илл. 6. С начала 2004 г. темпы роста ВВП постепенно снижаются

	Цена сорта Urals, \$/баррель	Темп роста ВВП
2003	27,2	7,3%
1Кв04	29,1	7,5%
1-е полугодие 2004	30,6	7,4%
Январь-август 2004	32,2	7,3%

Источники: Госкомстат, Bloomberg

В этом году экономика должна была бы вырасти на 9,3%

В последние несколько лет среди экономистов преобладало мнение, что увеличение средней цены барреля нефти на \$1 ускоряет рост экономики примерно на 0,4% в год. Если это так, то в 2004 г. российская экономика должна была бы вырасти на 9,3%. Фактически же рост составляет лишь 7,3%.

В 2004 г. Россия отстает по темпам экономического роста от стран СНГ и Китая

В 2003 г. темп роста российской экономики был действительно впечатляющим — 7,3%, однако в 2004 г. Россия начала отставать по этому показателю от других стран. Так, например, ВВП Китая и Украины — этих двух крупных импортеров сырьевых товаров, которые, казалось бы, должны были пострадать от роста цен на нефть — вырос в первом полугодии текущего года на 10% и 12,7%, соответственно. Высокие темпы роста в январе-июне показали и страны-экспортеры сырья, в частности, Казахстан (+9%). По прогнозам Международного Валютного Фонда, в этом году мировая экономика вырастет на 5%.

Безрисковая ставка по российским активам будет расти быстрее доходности по Казначейским обязательствам США

Подытоживая сравнение общих макроэкономических тенденций России и зарубежных стран, можно сказать, что рост процентных ставок в России будет происходить как минимум темпом, сопоставимым с темпом повышения учетной ставки в США. Еще более вероятно, что спред между доходностью российских суверенных бумаг и Казначейских обязательств США к концу года увеличится.



После июльского банковского кризиса темпы роста строительства упали с 14% до 7%

Одна из основных причин замедления экономического роста — кризис, пережитый банковским сектором в мае-июле. И, несмотря на то, что этот кризис не затронул крупные компании, ряд отраслей экономики, имеющих важное значение, серьезно пострадал. Например, замедлились темпы строительства. Если в январе-августе 2004 г. они замедлились незначительно — до 12% с 14,4% в 2003 г., то в июле-августе упали до 7%, что может означать отсутствие перспектив в будущем. Следует отметить, что спад в строительстве негативно отразится на темпах роста промышленности.

Илл. 7. Темпы роста отраслей промышленности

	Январь-август 2004	2003
Строительство	12,0%	14,4%
Промышленность, в т.ч.	6,9%	7,0%
ТЭК	7,9%	9,3%
Черная металлургия	5,3%	8,9%
Цветная металлургия	4,3%	6,2%
Пр-во строит. материалов	6,2%	6,4%
Пищевая промышленность	4,2%	5,1%
Машиностроение	13,7%	9,4%

Источники: Госкомстат, Bloomberg

Важным индикатором будут темпы строительства в октябре-ноябре

После октября-ноября темпы строительства могут замедлиться еще сильнее. На конец года приходится погашение ряда крупных кредитов, и у некоторых компаний с этим могут возникнуть проблемы. Более того, некоторые строительные компании уже задерживают возвращение кредитов с тем, чтобы завершить работы на объектах.

Экономический рост — функция уровня ликвидности в банковской системе и способности банков финансировать промышленность

Серьезную опасность для роста промышленности, и, соответственно, всей экономики представляет и проблема дефицита ликвидности. Речь идет, прежде всего, о сокращении ликвидности из-за усилившегося оттока капитала. Другая проблема заключается в том, что даже в случае замедления утечки капитала банковский сектор может оказаться не способным предоставить промышленности в достаточном количестве средства, необходимые для финансирования экономического роста.

Низкая ликвидность ограничивает потенциал роста финансового рынка

Ликвидность в банковской системе сократилась на 40% по сравнению с максимальным уровнем, отмеченным в феврале

Уровень ликвидности в банковской системе остается низким. Денежная база сократилась на 10% по сравнению с максимальным уровнем, отмеченным в феврале 2004 г., а ликвидность в банковской системе в номинальном выражении остается на уровне весны 2003 г., что на 40% ниже аналогичного показателя за февраль нынешнего года. Из сказанного выше можно сделать вывод: покупательная способность населения поддерживается увеличением наличных денег в обращении (см. Илл. 8), в то время как банки с трудом обслуживают платежи.

Илл. 8. Составляющие денежной базы, млрд \$

	Дек. 2001	Дек. 2002	Дек. 2003	Фев. 2004	Июнь 2004	Авг. 2004
Наличные средства в обращении	20,7	25,6	41,6	43,3	46,5	47,0
Корреспондентские счета	4,8	5,3	10,4	8,2	7,7	7,3
Обязательные резервы	5,2	6,3	9,1	9,8	8,6	3,9
Депозиты в ЦБ	0,1	1,5	3,0	6,7	1,3	1,1
Сделки обратного репо	0,0	0,0	1,0	2,5	1,9	3,0
Денежная база всего	30,8	38,8	65,0	70,4	66,1	62,5
Ликвидность в банках	10,1	13,2	23,4	27,2	19,6	15,5

Источник: ЦБ РФ, оценка Альфа-Банка



В сентябре из-за заимствований банков на внешнем рынке образовался чистый приток капитал

Динамика чистого оттока капитала является важнейшим индикатором при прогнозировании уровня ликвидности в банковской системе страны. Данные за 1-е полугодие 2004 г. были довольностораживающими: чистый отток капитала составил \$5,5 млрд. Для сравнения: за весь 2003 г. из России ушло порядка \$2,3 млрд. В результате в первом полугодии текущего года резервы ЦБ не росли. Ситуация начала выправляться в сентябре, когда ряд российских банков привлек из-за рубежа для пополнения своих сократившихся в ходе банковского кризиса обязательств в общей сложности \$2 млрд. В итоге у России образовался чистый приток капитала, а резервы Центробанка достигли рекордной отметки \$94,3 млрд (конец сентября).

Отток капитала может возобновиться из-за...

Однако положительные изменения, по-видимому, будут непродолжительными. Отток капитала в ближайшие несколько месяцев будет стимулироваться следующими факторами:

...инициатив Путина

- предложение Путина об отмене принципа выборности губернаторов;

...роста процентных ставок на зарубежном финансовом рынке или...

- рост процентных ставок на зарубежных финансовых рынках, что делает зарубежные активы более привлекательными для российского капитала (до конца текущего года ФРС планирует повысить ставку рефинансирования до 2%);

...курса на ослабление рубля

- ослабление обменного курса рубля, что будет способствовать долларизации российской экономики (в 2003 г. номинальный курс рубля вырос на 7%, а с начала 2004 г. — лишь на 1%; наш прогноз на конец текущего года — 29,5 рубля за доллар).

Низкий уровень ликвидности ограничивает потенциал роста финансового рынка

Сохранение низкого уровня ликвидности в российской экономике может негативно повлиять на российский финансовый рынок. Бурный рост акций, облигаций и цен на недвижимость в последние несколько лет был напрямую связан с увеличением денежной базы.

Илл. 9. Рост денежной базы в сравнении с ростом цен на активы

	2002	2003	Янв.-авг. 2004
Изменение денежной базы	26%	68%	-4%
Изменение цен на ОФЗ	5,6%	9,6%	0,2%
Изменение индекса РТС	38%	58%	8%
Изменение цен на недвижимость	25%	40%	0%

Источники: оценка Альфа-Банка, ЦБ РФ

Госбанкам удалось заполучить много новых клиентов

Уже во 2Кв04 по темпам роста активов лидировали госбанки

Устойчивость банковского сектора остается под вопросом: рынок банковских услуг сильно раздроблен. Во 2кв04 госбанки заметно укрепили свои позиции на рынке. 90% общего прироста активов банковского сектора (\$7 млрд) приходится на Сбербанк (\$4,8 млрд), Внешторгбанк (\$1 млрд) и Газпромбанк (\$700 млн).

С января по август корпоративные вклады в Сбербанке выросли на 40%

Июльская нестабильность привела к заметному укреплению их позиций, прежде всего в смысле роста корпоративных депозитов: в первом полугодии 2004 г. численность корпоративных клиентов Сбербанка выросла на 27%, а с января по июль текущего года — на 40% (в одном лишь июле банк привлек \$1 млрд). В то же время рост депозитов физлиц с начала текущего года составил лишь 13%.

После того как госбанки аккумулируют достаточно денежных средств, процентные ставки начнут расти

Одномоментный рост корпоративных вкладов позволил госбанкам предоставлять займы по ставкам ниже рыночных. Поскольку повторение банковского кризиса не прогнозируется, процентные ставки по кредитам будут расти, причем эта тенденция стимулируется сокращением ликвидности.



В июне-июле банки стали активнее кредитовать клиентов

Анализ агрегированных показателей по 30 крупнейшим банкам (рейтинг ЦБ) показывает, что в мае объем кредитования корпоративных клиентов увеличился лишь на 0,8% (по сравнению со средним ежемесячным ростом с начала года на 3%), но июне-июле темы роста кредитования ускорились. С другой стороны, объем средств, привлеченных на «межбанке» в одном только мае сократился на \$1,2 млрд, что свидетельствует о наличии проблем с ликвидностью у средних и мелких банков, а, значит, и у их клиентов.

Илл. 10. Основные показатели банковского сектора в декабре 2003 — мае 2004 г., млрд \$

	Дек	Янв	Фев	Март	Апр	Май	Июнь	Июль
Денежные средства	2,4	2,3	2,0	2,0	2,2	2,1	2,1	2,4
Депозиты в ЦБ	12,4	15,1	14,5	12,0	9,5	9,1	8,6	5,9
Ценные бумаги приобретенные	23,6	25,1	27,2	26,1	28,0	27,6	26,6	26,7
Кредиты клиентам	70,1	71,8	73,7	77,3	83,2	82,9	86,7	90,8
Клиентские счета	69,6	73,5	75,8	76,6	81,3	81,7	84,7	85,5
Вклады физлиц	42,5	45,0	46,4	47,1	48,5	49,3	50,0	49,8
Облигации выпущенные	13,3	13,5	13,4	13,6	13,5	12,1	11,9	12,0

Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Основным катализатором роста экономики является ускорение темпов строительства

В заключении отметим, что в сентябре обозначилась тенденция к росту ликвидности: кризис в банковском секторе стимулирует консолидацию банковских активов. Дальнейший рост российской экономики полностью зависит от способности финансовой системы предоставить денежные ресурсы для финансирования. В этом смысле ключевым катализатором может стать рост темпов строительства (в последнее время они снизились, но рост может вскоре возобновиться).



Динамика и оценка акций

Илл. 11. Динамика АДР, с начала месяца, на 4 октября 2004г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
Нефть и Газ									
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	37,0	11,2	42,9	39,7	20,4	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	126,5	8,1	35,7	133,0	76,7	
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	35,6	31,9	26,0	38,0	19,5	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	37,8	5,4	27,7	40,0	21,9	
Татнефть	2	20 в 1	25,0	33,0	17,9	44,8	33,5	18,3	
Юкос	1	4 в 1	20,0	17,0	6,2	-61,1	68,5	10,5	
Энергетика									
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	41,8	-5,4	-11,1	61,9	39,6	
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	18,3	68,7	181,5	19,0	5,7	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	29,4	8,1	8,9	35,5	21,4	
Телекоммуникации									
ВымпелКом	3	3 в 4	40,0	114,7	10,7	56,1	115,0	58,3	
Голден Телеком	3	1 в 1	14,0	30,5	11,9	9,3	37,5	22,5	
МТС	3	20 в 1	22,0	148,1	5,2	78,9	149,8	72,2	
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	11,8	5,6	18,8	13,0	6,0	
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	6,1	8,9	22,5	6,1	3,1	
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	13,8	10,0	10,3	15,9	10,3	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	7,7	3,5	3,5	7,7	4,4	
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	3,7	-3,2	-25,0	5,3	2,5	
Прочие сектора									
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	66,4	18,6	-1,3	84,0	43,0	
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	4,6	1,6	-45,8	8,4	3,2	
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,1	2,0	-12,2	3,8	1,8	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	15,3	15,7	-10,2	22,8	12,5	
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	14,2	4,5	79,7	13,4	5,0	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 12. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 30 сентября 2004 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2003П	2004П	2003П	2004П			
Нефть и Газ														
Газпром	2,500	-2	52	2,200	0,908	103,7	59 190	11,4	8,7	6,7	5,2	3,6	44	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	31,0	5	27	33,15	19,25	3,4	25 468	6,9	8,3	6,8	5,6	31,2	1	ДЕРЖАТЬ
Сибнефть	3,33	25	19	3,78	1,975	0,2	15 789	6,9	8,2	7,3	6,3	3,03	-9	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,728	5	18	0,789	0,4485	0,6	29 721	14,9	13,2	4,8	3,9	0,73	0	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1,565	16	37	1,610	0,920	0,3	3 523	6,8	6,6	4,7	4,3	1,54	-2	ДЕРЖАТЬ
Юкос	4,01	-3	-64	15,97	2,87	0,4	8 970	1,7	1,4	3,4	2,6	5	25	ДЕРЖАТЬ
Petrobras	36,4	16	24	36,4	22,3	7,9	38 299	6,4	6,3	4,0	3,6			
PetroChina	0,54	6	-6	0,6	0,3	54,5	94 130	11,1	8,5	5,8	4,5			
Sinorec	0,41	4	-9	0,5	0,3	25,8	46 623	13,5	9,0	7,5	6,2			
Среднее								9,9	7,9	5,8	4,8			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,190	0	62	0,245	0,103	0,0	906	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,613	0	-14	0,915	0,570	0,0	469	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,150	29	118	0,150	0,058	0,6	4 226	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,291	9	0	0,354	0,218	1,8	11 943	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
МГТС	12,0	0	-8	15,0	11,0	0,0	1 093	16,4	16,0	5,8	5,2	13,5	13	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			
Среднее								17,0	14,1	5,8	5,3			
Ростелеком	2,233	11	6	2,640	1,730	0,5	1 994	53,4	22,1	5,6	4,7	2,28	2	ПОКУПАТЬ
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			
Среднее								36,4	18,4	5,0	4,2			
ВымпелКом	114,7	11	56	115,0	58,3	38,8	7 845	33,5	17,2	14,6	8,0	129,0	12,4	ПОКУПАТЬ
МТС	148,1	5	79	149,8	72,2	54,8	14 764	28,5	14,6	12,5	7,3	149,0	1	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			
Среднее								25,3	18,3	8,8	10,6			
Голден Телеком	30,5	12	9	37,5	22,5	2,1	1 105	19,9	12,1	9,3	6,0	35,0	15	ПОКУПАТЬ
Netia	1,5	3	5	1,6	1,2	1,1	434	ng	188,9	8,1	7,1			
Металлургия														
Норильский Никель	63,9	14	-6	81,1	45,9	1,1	13 669	15,9	8,4	6,8	4,7	80,0	25	ПОКУПАТЬ
Amplats	41,8	0	-7	58,1	32,4	1033,7	9 095	27,9	18,8	13,6	10,6			
Inco	39,7	5	-3	42,7	30,0	26,0	7 366	67,3	10,5	16,9	5,2			
Implats	80,5	0	-10	99,0	64,3	2132,9	5 365	10,2	11,7	7,0	8,2			
Среднее								35,1	13,7	15,2	7,9			
Северсталь	204,0	17	67	204,0	107,0	0,2	4 503	7,6	3,8	4,4	2,3	250,0	23	ПОКУПАТЬ
China Steel	1,0	1	28	1,0	0,8	53,5	10 078	9,2	7,2	5,8	5,5			
POSCO	155,3	4	10	161,4	111,3	37,4	13 813	7,3	4,9	3,7	5,2			
Среднее								8,2	6,1	4,7	5,4			
Продукты														
Балтика	14,6	14	29	14,9	11,3	0,0	1 711	13,9	14,0	7,8	10,7	13,0	-11	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	14,2	5	80	13,4	5,0	0,0	396	16,4	9,8	5,6	3,7	9,4	-34	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	15,3	15,7	-10,2	22,8	12,5	1,1	671,9	18,8	31,9	8,0	8,4	16,0	4,8	ДЕРЖАТЬ
Turk Tuborg	3,5	-4	3	5,2	2,8	0,1	96	287,2	8,7	23,5	Н/Д			
Grupo Modelo-C	2,4	2	2	2,7	2,3	1,5	7 876	23,6	20,5	9,2	8,6			
Среднее								155,4	14,6	16,3	8,6			
Машиностроение														
ОМЗ	4,4	-2	-52	10,5	4,1	0,0	156	6,9	Н/М	5,3	5,2	5,0	14	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	29,1	8	-11	38,1	19,0	9,2	2 215	13,2	19,4	3,7	4,0			
Atlas Copco	35,2	3	4	36,7	30,1	53,9	9 287	23,2	15,5	8,1	7,5			
Среднее								18,2	17,5	5,9	5,7			

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



Илл. 13. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 30 сентября 2004 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2003	2004П	2003	2004П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	20,25	-2	56	21	11,5	13,3	2 335	96,4	8,0	11,7	4,8	21	4	ДЕРЖАТЬ
Башнефть	4,34	10	26	5,4	3,18	5,5	803	3,8	4,5	2,9	2,1	5,5	27	ПОКУПАТЬ
РИТЕК	4,2	12	122	4,35	1,63	78,2	420	10,2	5,4	8,1	4,7	3,3	-21	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,330	10	18	0,398	0,252	12,3	344	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,550	0	15	0,660	0,400	2,5	328	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	0,62	0	16	0,700	0,500	0,9	376	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	14,5	7	45	14,5	9,5	3,3	196	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	4,7	0	22	4,9	3,85	0,0	170	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	0,115	5	62	0,127	0,065	8,2	403	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,42	0	-16	0,5	0,34	1,0	220	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,036	0	23	0,042	0,028	0,9	167	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Дальсвязь	1,12	8	-9	1,45	0,89	18,3	138	8,8	2,9	3,3	2,5	1,08	-4	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	2,935	7	9	3,45	2,04	55,2	887	20,0	11,7	6,4	4,4	3,43	17	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,505	6	18	0,68	0,37	10,4	534	44,5	38,2	6,5	6,3	0,55	9	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,05	8	38	0,05	0,03	37,3	739	10,1	8,8	5,4	3,9	0,07	31	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,037	5	-5	0,046	0,027	261,6	1 198	20,2	11,7	6,7	4,4	0,046	24	ПОКУПАТЬ
Центр Телеком	0,299	2	-15	0,447	0,258	27,8	599	20,8	32,1	4,4	3,9	0,31	4	ДЕРЖАТЬ
Юж Телеком	0,075	0	-23	0,121	0,07	20,7	284	8,6	18,2	4,8	3,6	ПЕРЕСМ.	Н/Д	ПЕРЕСМОТР
Другие сектора														
АвтоВАЗ	25,7	9	-7	31,5	21,5	19,7	820	21,8	24,5	3,4	3,1	25,0	-3	ДЕРЖАТЬ
Выксунский МЗ	217	23	-11	247	153	2,8	408	0,2	0,4	0,6	0,7	230	19	ДЕРЖАТЬ
НТМК	0,83	23	43	0,83	0,58	49,6	1 087	16,6	3,2	5,8	2,2	1	20	ПОКУПАТЬ
Мечел	156	25	70	186	91,5	32,7	493	19,0	7,6	9,0	4,5	235	51	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	416	6	54	457	240,1	871,1	8 139	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	520	25	ДЕРЖАТЬ
Челябинский труб- ный 3-д	0,26	7	-24	0,4	0,205	7,8	123	15,9	-51,1	4,9	8,1	0,31	19	ПОКУПАТЬ
Иркут	0,5875	10	-17	0,865	0,46	70,4	516	34,5	8,1	11,1	6,5	0,75	28	ПОКУПАТЬ
Калина	18,3	0	-10	20,4	16,25	6,1	153	10,9	9,5	7,8	6,7	24,2	18	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 14. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 30 сентября 2004 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2003 \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Транснефть прив.	893	7	46	1025	591,5	529,2	Н/Д	36,2	0	700	-22	ПРОДАВАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,482	11	23	0,499	0,294	94,1	34	0,0054	0	0,46	-5	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,770	13	30	0,820	0,543	41,2	51	0,0335	0	0,92	20	ПОКУПАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,266	15	1	0,339	0,203	1,6	9	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,510	3	6	1,790	1,121	8,8	32	0,1089	0	1,71	13	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

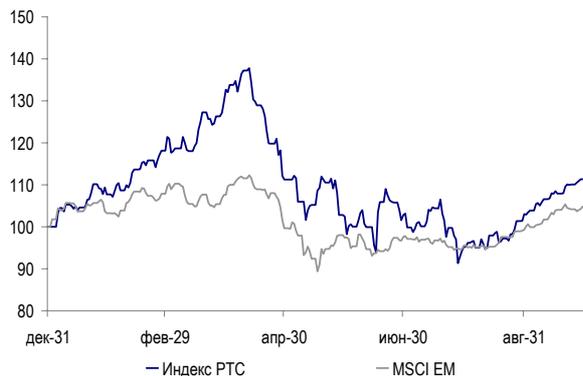
Илл. 15. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
В течение месяца	Татнефть	Публикация отчетности за 2003 г. по US GAAP
В течение месяца	ЮТК	Отчетность за 2003 г. по МСФО
2 октября	Татнефть	Эксдивидендная дата по дивидендам за 9М04
6 октября	Юкос	Арбитражный суд проведёт слушания, касающиеся \$1,4 млрд налоговых штрафов, по иску МНС против компании
28 октября	нефть	Правительство рассмотрит политику в отношении трубопроводов
28 октября	Нижновэнерго	Внеочередное собрание акционеров
29 октября	КАМАЗ	Внеочередное собрание акционеров

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Графики

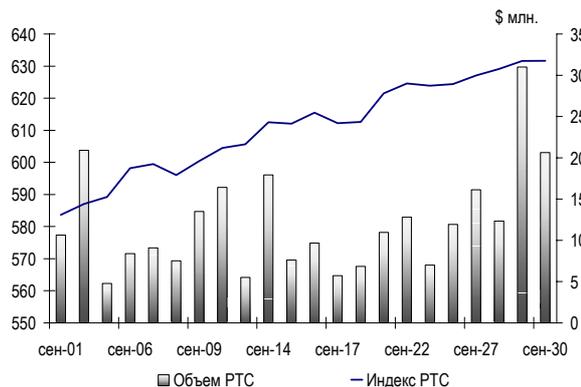
Илл. 16. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года



Источники: РТС, Рейтер

- Индекс РТС вырос в сентябре на 8,0% при среднем объеме торгов \$12,1 млн

Илл. 17. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

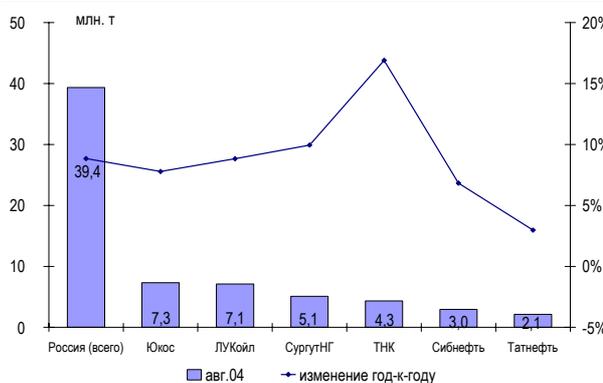
Илл. 18. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

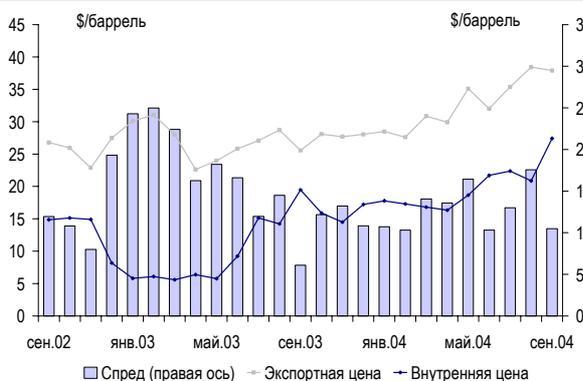
- Цена нефти снова достигла максимума из-за перерывов в поставках, ожидаемого сезонного роста спроса
- Добыча нефти в России выросла на 8,8% г-к-г в августе до 9,3 млн. б/с, что ниже 9,4% в июле

Илл. 19. Добыча нефти компаниями, август 2004 г.



Источник: Министерство энергетики

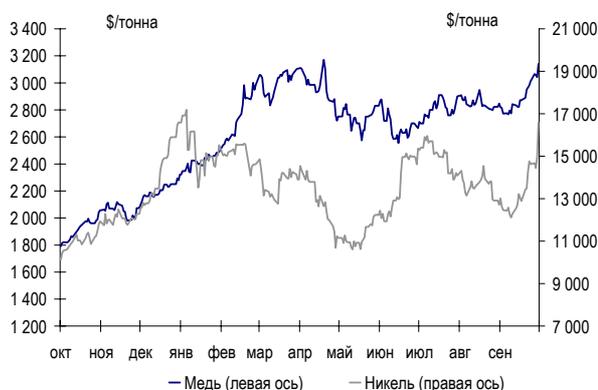
Илл. 20. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2004 гг.



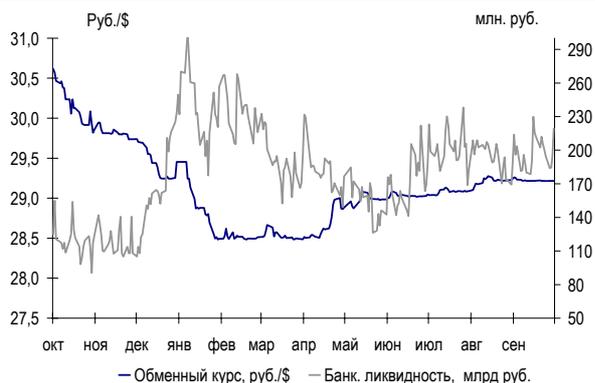
Источник: Министерство энергетики

- Внутренняя цена нефти выросла до \$27/барр., сузив разрыв с экспортной ценой
- Комбинация нескольких факторов привела к росту цен никеля и меди на 30% и 10% м-к-м, соответственно

Илл. 21. Цены на медь и никель, последние 12 мес.

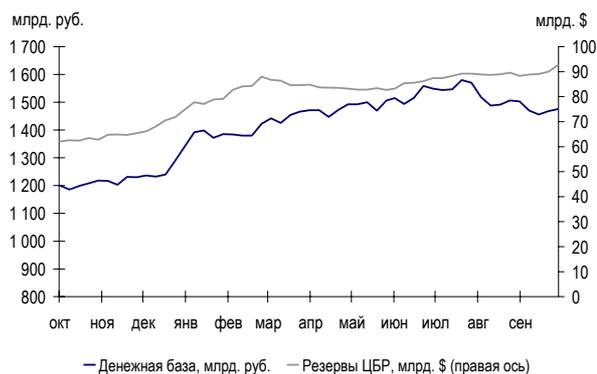


Источник: Блумберг

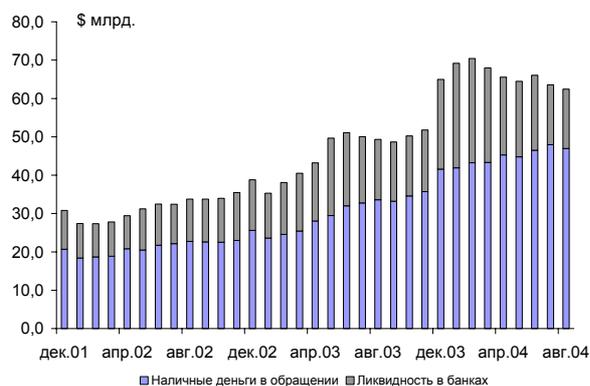
Илл. 22. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев


Источник: ЦБР

- ЦБР сохранил курс рубля неизменным на уровне 29,2 руб./\$ путём скупки излишков валюты
- Резервы в сентябре достигли нового пика \$94 млрд при внешних заимствованиях банками \$2-3 млрд.

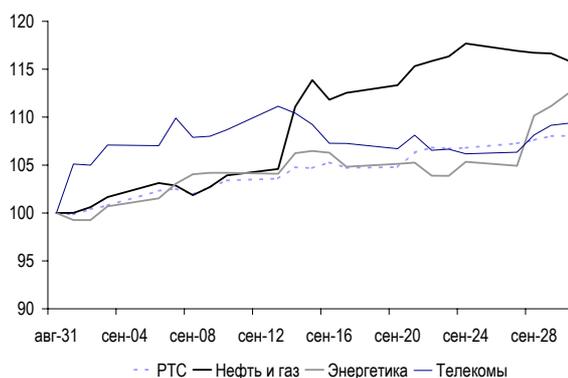
Илл. 23. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев


Источник: ЦБР

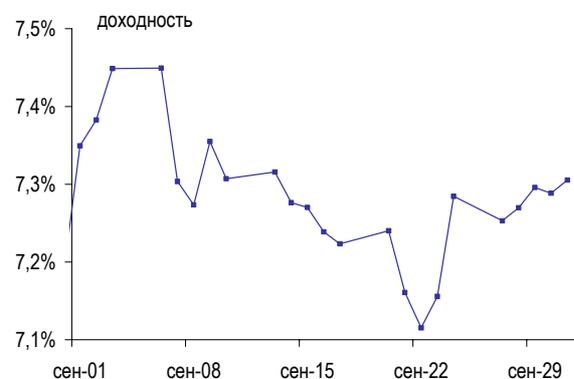
Илл. 24. Динамика денежной базы


Источник: ЦБР

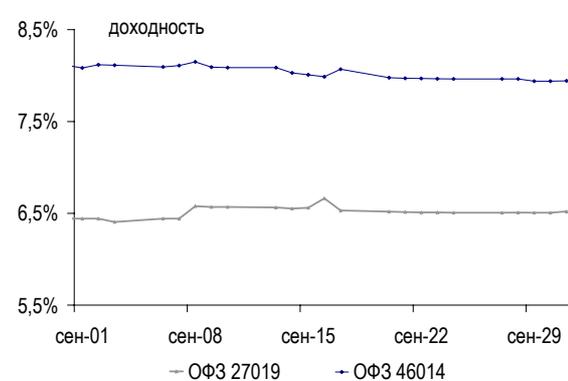
- Хотя конечный спрос не страдает от нехватки ликвидности, банки ощущают негативный эффект
- Газпром и Роснефть привели нефтегазовый сектор к новым уровням цен

Илл. 25. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 26. Динамика Евро-30, с начала месяца


Источник: Рейтер

Илл. 27. Динамика ОФЗ 27025–46014, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Давление покупателей в сентябре было сильнее, а ставка ФРС 25 б.п. была проигнорирована
- Интерес к ОФЗ в сентябре оживился, так как ликвидность осталась сконцентрированной в длинных амортизируемых выпусках

**Экономика и политика**

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

Путин реформирует политическую систему

В сентябре в целях борьбы с терроризмом президент Путин объявил о грядущих изменениях политической системы. Во-первых, кандидата на пост губернатора будет предлагать президент, а затем утверждать местное законодательное собрание. Во-вторых, выборы в Думу будут проводиться по партийным спискам (в настоящее время около половины мест занимают одномандатники). Предлагаемые изменения будут внесены на утверждение парламента до конца года.

Контроль за регионами должен заложить основу президентских выборов 2008 г.

Предлагаемые изменения предполагают еще большее усиление контроля со стороны федерального центра за региональными элитами, но, по видимому, не принесут большой пользы в борьбе с терроризмом. В то же время последние инициативы могут рассматриваться как реакция на некоторое снижение рейтинга Путина и его стремление обеспечить преемственность власти в меняющихся условиях. Если указанные выше предложения будут реализованы в 2005 г. — а вероятность этого теперь крайне высока — большинство губернаторов еще до проведения президентских выборов 2008 г. уже будут заменены на людей, лояльных Кремлю. Такие же изменения ожидают Думу, половину депутатов которой составляют представители регионов. Выборы по одномандатным округам позволили некоторым правоориентированным партиям провести в Думу своих представителей, хотя и СПС и Яблоко не смогли преодолеть 5%-ный «порог» на выборах в Думу в декабре 2003 г. На следующих парламентских выборах (2007 г.) «порог» будет еще выше — 7%, и шансы либеральных партий будут крайне невелики.

Основная проблема в том, что в случае назначения губернаторов из Центра произойдет перераспределение собственности на региональном уровне

Экономические последствия инициатив президента пока оценить трудно. С одной стороны, вновь назначенные губернаторы будут стараться проводить курс федерального центра на удвоение ВВП. В этом случае экономическая политика в регионах стала бы более последовательной, в частности в отношении малого и среднего бизнеса. С другой стороны, новый механизм назначения губернаторов в принципе может создать дополнительные возможности для выхода московских компаний в регионы за счет ослабления влияния региональных элит. Тогда отток капитала из страны может усилиться.

Главное, что иностранный бизнес не теряет интереса к России, победа Сопосо — еще одно доказательство этого

Однако ослабление политической поддержки внутри страны сполна компенсируется ростом интереса иностранцев к российским активам. Сопосо вышла победителем на аукционе по продаже 7,6% акций ЛУКойла. Та же тенденция обозначилась и в банковском секторе — GE приобрел Дельта-Банк, а BNP Paribas — банк «Русский Стандарт». В целом создается впечатление, что политические изменения не лишают привлекательности российский рынок — и это очень хороший знак.

Мы прогнозируем рост инфляции в 2004 и 2005 гг.

В сентябре мы скорректировали прогноз по двум макроэкономическим показателям — темпам инфляции и обменному курсу. По нашим оценкам, по итогам 2004 г. инфляция может вырасти максимум до 11% (в январе-августе этот показатель составил 7,6%, а Индекс цен производителей достиг 20%). Судя по всему, в 2005 г. рост инфляции продолжится (по нашим прогнозам, до 13%). В этом смысле важную роль играет монетизация социальных субсидий.

Рубль укрепляется на фоне крупных заимствований на зарубежных финансовых рынках

Обменный курс. В сентябре (впервые с февраля месяца) приток капитала в Россию превысил его отток. Улучшение ситуации связано, прежде всего, с внешними заимствованиями компаний. Российские банки привлекли за рубежом порядка \$2-3 млрд в целях решения проблемы с ликвидностью. Более быстрый, чем ожидалось, рост резервов ЦБ заставил нас скорректировать прогноз по обменному курсу рубля в сторону его повышения.

Илл. 28. Российская экономика: Основные макроэкономические индикаторы

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004П	2005П
ВВП, млрд \$	268	196	260	306	345	414	543	641
год-к-году, %	-4,9	5,4	8,3	5,1	4,7	7,3	7,2	6,7
Пром. производство, % год-к-году	-6,2	11	11,9	5,2	3,7	7,3	7,1	6,1
Инвестиции в основной капитал, %, год-к-году	-12	5,3	17,7	8,5	2,6	12,4	10,0	13
Счет текущих операций, млрд \$	1	20,8	46,3	34,8	31,7	39	38	27
Торговый баланс, млрд \$	17,1	35,8	60,7	49,6	45,3	60,5	58	49
Рубли/\$1, на конец года	20,7	27,1	28,1	30,1	31,8	29,5	29,5	30,9
Обменный курс, изменение, %, год-к-году	245	31	3,7	7,1	5,7	-7,3	0	3,0
ИПЦ, изменение, %, год-к-году	84,5	36,5	20,2	18,6	15	12	11	11
Резервы ЦБ, млрд \$	12,2	12,5	28	36,6	47,7	76,9	90	100
Внешний долг, млрд \$	148	145	144	135	122	119	110	99
% от ВВП	54,8	77,5	57,4	43,5	34,4	28,7	20,3	15,4
Цена нефти — Brent \$ за баррель	13,1	18,2	28,9	24,7	25,2	28,8	33	31
— Urals \$ за баррель	11,9	17,3	26,5	22,9	23	27,2	31	29

Источники: Госкомстат, ЦБ РФ, оценка Альфа-Банка

Илл. 29. Основные события

Дата	Событие
6 сентября	Уровень инфляции в РФ в августе составил 0,4%, за 8 месяцев 2004 г — 7,6%. Уровень инфляции, зарегистрированный в августе, является чрезвычайно высоким для этого периода года, когда в силу сезонных факторов происходит заметное снижение цен на продукты питания и темп роста цен, как правило, является отрицательным. Основным фактором роста цен, на наш взгляд, является увеличение социальных расходов в первой половине текущего года (в частности, повышение зарплат в бюджетной сфере). Об этом свидетельствует положительный прирост цен на продукты питания в августе. Таким образом, для достижения заложенного в бюджет показателя по инфляции на уровне 10% в оставшееся до конца года время темп роста цен не должен превышать 0,5% ежемесячно. Однако это выглядит маловероятным, учитывая традиционное ускорение инфляции в IV квартале. Исходя из вышесказанного, мы ожидаем, что показатель инфляции по итогам 2004 г сложится на уровне 11%.
9 сентября	Китай отменил антидемпинговые пошлины на импорт холоднокатаной стали из нескольких стран, в том числе России, Южной Кореи и Тайваня. По заявлению Министерства коммерции, это решение было сделано по результатам обзора китайского рынка стали. Это, в свою очередь, заставило правительство отменить пошлины, введенные в январе (на пять лет). Пошлины составляли 18% для ММК, 9% для Северстали и 7% для НЛМК. По нашей оценке, доля Китая в российском экспорте стали составляет примерно 25% и поэтому китайский рынок остаётся важным фактором роста для российских стальных компаний.
13 сентября	Политическая система России будет коренным образом реформирована. Владимир Путин заявил о том, что политическая система России будет коренным образом реформирована. Об этом он сообщил в ходе расширенного заседания правительства с участием региональных лидеров 13 сентября. По словам Владимира Путина, губернаторы теперь будут избираться законодательными собраниями регионов по представлению президента, а Дума полностью перейдет на партийные списки. Кроме того, президент объявил о создании Особой федеральной комиссии по Северному Кавказу, возглавит которую — по совместительству став полпредом президента в Южном округе — идеолог административной реформы Дмитрий Козак.
23 сентября	Рост ВВП во втором полугодии 2004 г ожидается на уровне 6,5% — замминистра экономического развития А. Шаронов. В первом полугодии 2004 г рост ВВП составил 7,4%. Таким образом, правительство ожидает замедления темпов экономического развития. Замедление темпов роста ВВП свидетельствует о том, что России не удалось воспользоваться благоприятными условиями для ускорения роста экономики. Несмотря на 40%-ное увеличение нефтяных цен с начала года, рост экономики по итогам 8 месяцев составил 7,3% по сравнению с 7,5% в I квартале 2004 г. Зафиксированный в январе-августе уровень экономического роста соответствует показателю за аналогичный период 2003 г, несмотря на значительно улучшившуюся внешнеэкономическую конъюнктуру. В предыдущие годы рост цены на нефть на 1 \$/баррель способствовал увеличению ВВП на 0,4%. Исходя из этого расчета, рост ВВП в текущем году должен был составить порядка 9,3%.

Источник: оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей

Нефть и газ

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

В сентябре произошли значительные события для каждой компании «большой тройцы» — Газпрома, ЛУКОЙла и Юкоса

Юкос: «Возможно, это не те баррели...»

«Дело» Юкоса приняло неожиданный оборот, когда компания опубликовала внушительные данные о размере ресурсной базы. Юкос сообщил, что в результате многолетнего исследования, извлекаемые ресурсы основного производственного актива — Юганскнефтегаза — были оценены в 94 млрд. баррелей. Несмотря на то, что в сообщении не приведена какая-то конкретная цифра оценки ресурсов до проведения данного исследования, увеличение относительно доказанных, вероятных и возможных запасов было примерно пятикратным. Наиболее циничной реакцией было предположение о том, что компания, возможно, привела данные не в тех единицах измерения. Интересный, но сомнительный довод. Хотелось бы предупредить инвесторов о том, чтобы они не проглядели лес за деревьями. Конечно же, у Юкоса есть масса поводов для того, чтобы в нынешней ситуации завесить размер запасов. Однако здесь поднята проблема, имеющая более глобальное значение для отрасли, нежели, чем для отдельно взятой компании. Не имеет ли место систематическое занижение российских нефтяных запасов? Ответ: возможно. А потому, можете на свой собственный страх и риск проигнорировать заявление Юкоса.

Даже если бы оценка была проведена без участия известных зарубежных консультантов (а это не так!), у циников был бы повод говорить о том, что время и тема выбраны не случайно и что это лишний показывает, что компания находится на грани отчаяния. Однако удивительная «переоценка» компанией своих запасов может иметь далеко идущие последствия для всей российской нефтяной отрасли. Положительный ответ на вопрос о том, не являются ли российские запасы систематически недооцененными, является ключевым для обоснования «очередной» волны роста котировок акций нефтяных компаний, усиления интереса зарубежных стратегических инвесторов и роли России как долгосрочного глобального стратегического игрока. И в самом деле, вопрос о реальном размере российских запасов и сейчас — по прошествии 13 лет после распада СССР — остается без ответа.

Нельзя забывать, что отрасль (как российская, так и зарубежная) не всегда могла распознать потенциальные возможности, скрытые в недрах Западной Сибири. Еще каких-то пять лет назад эксперты уверенно заявляли, что Западная Сибирь в лучшем случае сможет поддерживать добычу на существующем уровне, а в худшем — стоит на пороге упадка. Теперь, по прошествии времени, очевидно, что эти оценки, мягко говоря, «не попали в цель».

ЛУКОЙл: Союз с Сопосо сулит райские кущи?

Несмотря на то, что приобретение компанией СопосоPhillips 7,59% акций ЛУКОЙла не стало неожиданностью, нас приятно порадовало подтверждение американской компанией намерения довести долю в ЛУКОЙле до 20% в течение четырех лет (до 10% к концу 2004 г.). Что важнее, нас обрадовали планы создания СП в Тимано-Печерской нефтеносной провинции, а также совместной заявки на разработку месторождений в Ираке и взаимнообмена технологиями и управленческими кадрами. Это партнер-

В результате многолетних исследований, извлекаемые ресурсы Юганскнефтегаза были оценены в 94 млрд баррелей

Перспективы Западной Сибири в прошлом недооценивались

Хотя сделка не стала неожиданностью, она все же вызвала вздох облегчения



В худшем случае она нейтральна, а скорее — предвестница добрых новостей

ство обещает гораздо больше, чем ситуация середины 90-х годов, когда Arco пассивно владела 6%-ным пакетом акций (позднее «сброшенных» компанией BP).

Прежде, чем выгоды от сделки станут осязаемы, она должна «дозреть». На сегодня мы рассматриваем ее скорее как предвестницу дальнейших хороших новостей, в худшем случае — как подтверждение текущих стоимостных оценок. Наша текущая оценка справедливой стоимости ЛУКойла составляет \$31,20. При средневзвешенной стоимости капитала в 11,5% это предполагает 12-месячную расчетную цену около \$35 за акцию. ЛУКойл — классический случай, когда инвесторам рекомендуется ДЕРЖАТЬ акции, а индексным фондам рекомендуются нейтральная позиция или позиция с весом незначительно превышающим его присутствие в индексе. Весьма вероятно, что нас ожидает рост котировок, но оценить потенциал пока сложно. Тем не менее, надо подчеркнуть, что данная сделка, вкуче с успехами компании в реструктуризации и снижении расходов (очевидных из итогов деятельности компании в 1-м кв. 2004 г., а теперь и во 2-м кв. 2004 г.) создала благоприятные условия для опережения котировок акций компании акций конкурентов (даже если наша основная стоимостная оценка не изменится). Тем, кто (исходя из «свершившегося факта») склонен спешно продавать акции, мы этого делать не советуем. ЛУКойл не представляется дешевой компанией, но ее стратегические перспективы благоприятны, как никогда раньше.

Газпром получит Роснефть и снимет ограничения для иностранцев

Вхождение Роснефти в состав Газпрома открывает дорогу для отмены «двойного» рынка акций

В середине сентября Президент Путин заявил о своей поддержке унификации структуры акционеров Газпрома и, таким образом снятия ограничений на владение иностранцами акций Газпрома. В частности, он одобрил планы государства по получению прямого контрольного участия в Газпроме в обмен на акции государства в Роснефти, которая станет 100%-ной дочерней компанией Газпрома. Это решение можно считать одним из самых существенных событий в истории российского фондового рынка.

Миллер заявил, что объединение с Роснефтью должно завершиться до конца этого года

Со слов Председателя Правления Газпрома Алексея Миллера стало известно, что процесс объединения с Роснефтью должен быть завершен до конца текущего года, так что Газпром начнет новый 2005 год с новой дочерней компаний в своей структуре. В обмен на это государство станет владельцем 50% + 1 акции газового монополиста. С учетом того, что пакет в 38,37% уже непосредственно принадлежит государству, а еще 1,05% оно владеет через принадлежащую ему на 100% Росгазификацию, это означает, что государство должно дополнительно получить 10,6% от принадлежащих Газпрому дочерних компаний. Объем добычи укрупненного Газпрома составит 7,3% от общего объема нефтедобычи в России и 87,3% от общего объема добычи газа. Увеличение объема добычи газа за счет Роснефти — это капля в море для масштабов Газпрома, но не стоит забывать, что Роснефть является второй по величине компанией по добыче газа среди нефтяных компаний.

Тем не менее, пока нет четких ответов на многие вопросы, например:

1. Когда и как будут сниматься ограничения?
2. Что еще уготовило государство для Газпрома? Юганскнефтегаз? Будет ли компания приобретать еще какие-либо активы?

Конфликты между амбициозными руководителями могут привести к проволочкам в либерализации рынка акций Газпрома

В ближайшее время инвесторам следует сосредоточить внимание на этих вопросах и следить за ходом поглощения Роснефти Газпромом. Возможные затруднения и конфликты между амбициозными руководителями могут привести к проволочкам в либерализации рынка акций Газпрома. Если же процесс поглощения будет идти более-менее спокойно, ликвидацию «двойного» рынка акций можно ожидать уже в начале 2005 г.



Мы понижаем рекомендацию по Транснефти до ПРОДАВАТЬ: потенциал снижения относительно нашей расчетной цены (\$700 за акцию) составляет 22%

Другие акции

Сейчас, когда рынок наблюдает за движением «голубых фишек» и ищет подступы к бумагам «второго эшелона», мы обращаем внимание на одного из представителей последних. **Мы рекомендуем ПРОДАВАТЬ акции Транснефти.** Привлекательность данной бумаги во многом зависит от размера выплачиваемых дивидендов — и мы полагаем, что инвесторов ждет разочарование. Последней отчет компании по РСБУ подтверждает предостережения руководства компании конца прошлого года, когда они предупреждали о вероятном снижении дивидендных выплат. Напомним, тогда руководство предупреждало, что в этом году чистая прибыль остающаяся на балансе головной компании может существенно снизиться за счет ее перераспределения на балансы дочерних предприятий. Один из членов совета директоров даже сказал, что чистая прибыль может составить лишь одну треть от уровня прошлого года. Поскольку дивиденды по «префам» привязаны к прибыли материнской компании, размер выплат в действительности зависит лишь от того, какую часть прибыли менеджмент решит оставить у холдинговой компании, а какую распределить между «дочками».

Кое-кто посчитал это предостережение всего лишь уловкой руководства, решившего таким образом скрыть свои истинные намерения. У нас нет информации, подтверждающей такую позицию. Более того, складывается впечатление, что эта позиция ошибочна. В частности, результаты по МСФО и РСБУ все больше расходятся. Так, например, несмотря на 30%-ный рост консолидированных показателей группы по МСФО по итогам 6 мес. 2004 г. (год-к-году), по РСБУ за тот же период результаты на те же 30% ниже. Особую тревогу вызывают результаты за последний отчетный период — 2Кв04. Компания показала чистую прибыль по РСБУ в размере лишь \$5 млн, что составляет всего 2% консолидированного показателя по МСФО. По итогам 1-ого полугодия 2004 г. чистая прибыль по РСБУ составила лишь 18% аналогичного показателя по РСБУ (в аналогичном периоде прошлого года — 41%).

Если исходить из этих цифр, дивиденды по итогам года могут составить лишь \$16,9 на акцию, т.е. менее половины размера дивиденда, выплаченного в прошлом году, таким образом, дивидендная доходность может составить лишь 1,9%. Но даже если предположить, что во 2-м полугодии текущего года показатели по РСБУ существенно улучшатся и что компания выплатит дивиденды на уровне прошлого года (\$35,3 за акцию) — для этого, нужно отметить, чистая прибыль во 2-м полугодии должна будет вырасти более чем в 3 раза — то и тогда дивидендная доходность относительно текущей биржевой цены акции составит лишь 3,9%. На наш взгляд, дивидендная доходность на таком уровне не достаточна для того, чтобы компенсировать риски, с которыми сопряжены инвестиции в такую неликвидную бумагу.

Газпром

Илл. 30. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	26 719	31 979	34 304	33 724
EBITDA, млн. \$	10 625	13 593	15 597	14 162
Чистая прибыль, млн. \$	5 186	6 814	8 412	7 564
P/E	11,4	8,7	7,0	7,8
EV/EBITDA	6,7	5,2	4,6	5,0
Капитализация, млн. \$	59 190			
EV, млн. \$	70 977			
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
- Возможность снятия ограничения торговли акциями в ближайшее время

Угрозы

- Расследование серых схем владения акциями компании
- Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 32. Основные события

Дата	Событие
14 сентября	Путин поддержал объединение рынка акций Газпрома и снятие ограничений для нерезидентов на владение акциями компании. Механизм достижения этой цели будет увеличение доли участия государства в капитале Газпрома до контрольного путем обмена госпакета в Роснефти на акции Газпрома в его дочерних предприятиях. Этот план, предложенный правительством, Путин одобрил. В таком случае Роснефть становится 100%-ной дочкой Газпрома. По словам председателя правления Газпрома Алексея Миллера, сделка должна быть завершена до конца этого года. Т.о., Газпром начнёт новый год в совершенно новом качестве. Размер пакета, который получит государство, позволит ему напрямую контролировать 50% + 1 акцию газового монополиста (с учетом уже существующего госпакета в размере 38,37% и 1,05% акций компании, которыми государство владеет через 100%-ное госпредприятие Росгазификация). Следовательно, к государству перейдут еще 10,6% акций Газпрома находящихся сейчас на балансе «дочек» монополиста.
16 сентября	Греф предлагает всё-таки отменить ограничение на участие иностранцев в капитале Газпрома. Президент Путин дал понять, что ограничение на участие иностранцев в капитале Газпрома будет снято. Министр промышленности и энергетики Виктор Христенко сказал, что ограничение возможно, сохранится. Министр экономического развития и торговли Герман Греф подчеркнул, что цель либерализации рынка акций Газпрома — снять любые ограничения на торговлю ими, в том числе и на предельную долю иностранцев в капитале. Что это было? К сожалению, у Грефа меньше влияния, чем хотелось бы инвесторам, так что его комментарии не могут быть приняты как окончательные. Мы полагаем, что противоречивые заявления со стороны правительства поддерживают мнение, что эти вопросы не обсуждались и не были согласованы в деталях. Однако, понятно, что сохранение потолка в 20% для доли иностранцев в капитале при наличии доли правительства более 50% и долей акций в свободном обращении 30%, кажется не имеющим особого смысла — только если наличие «блокирующего меньшинства» не считается нежелательным. Тем не менее, как только присоединение Роснефти будет завершено (по словам Миллера, это должно произойти до конца года), мы полагаем, что ограничение будет признано ненужным и будет отменено. Сохранение этого ограничения не принесёт какой-либо особой выгоды правительству.
20 сентября	Газпром выпустил результаты по МСФО за 1Кв04, которые оказались приятным дополнением к новостям прошлой недели. В целом результаты превосходили наши ожидания, и даже в большей степени ожидания рынка. Выручка выросла на 21,8% г-к-г (+19,7% кв-к-кв) до \$8.936 млрд., в основном за счет 20% увеличения внутренних тарифов на газ и росту доли экспорта. Данная цифра превысила наш прогноз на 2,5% за счет несколько больших, чем мы ожидали объемов экспорта, а также превышение наших ожиданий по статье «другие доходы». Компания также не разочаровала по показателям затрат. В целом операционные затраты за минусом амортизации остались фактически неизменными по сравнению с предыдущим кварталом и даже слегка ниже нашего прогноза (на 1,1%). Компания существенно сократила статью «резервы», которая ранее вызывала достаточно много критики, практически сведя ее «на нет». В то же время затраты на оплату труда компании остаются объектом повышенного внимания — в 1Кв04 данная статья снизилась лишь несущественно (на 2,2%) после существенного роста в 4Кв04. Таким образом, EBITDA Газпрома превысила наши ожидания на 7,5% (превысив средние ожидания на 10%) и выросла на 16,7% год-к-году до \$3,917 млрд. Чистая прибыль выросла на 30,5% г-к-г до \$2,307 млрд., превысив наш прогноз на 24%, чему помогли неоперационные доходы, более низкие, чем ожидалось, процентные платежи и эффективная ставка налога на прибыль.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 33. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	22 299	27 052	26 613	18 651
EBITDA, млн. \$	4 196	5 105	5 042	4 872
Чистая прибыль, млн. \$	3 701	3 075	3 010	2 890
P/E	6,9	8,3	8,5	8,8
EV/EBITDA	6,8	5,6	5,6	5,8
Капитализация, млн. \$	25 468			
EV, млн. \$	28 434			
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. 34. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 35. Основные события

Дата	Событие
3 сентября	ЛУКОЙЛ возможно продаст подразделение по бурению ЛУКОЙЛ-Бурение компании Eurasia Drilling Company посредством прямой продажи. Eurasia Drilling является зарегистрированной на Каймановых островах компанией, в состав акционеров которой входят бывшие топ-менеджеры Halliburton, а также Генеральный директор ПетроАльянса (сервисная компания, оперирующая в России). ЛУКОЙЛ изначально хотел продать подразделение через открытый тендер. Тем не менее, по информации источников в компании, на которые ссылаются Ведомости, Eurasia Drilling была единственной компанией, подавшей заявку на аукцион, и это означает, что результаты аукциона должны быть признаны недействительными. По условиям аукциона, стартовая цена была определена в \$68,5 млн, а также покупатель должен будет погасить долги подразделения ЛУКОЙЛу в размере более \$60 млн., и еще в течение 5 лет инвестировать в развитие компании \$75 млн. Кроме того, новый покупатель также должен будет подписать контракт с ЛУКОЙЛОМ, по которому цена услуг ЛУКОЙЛу будет зафиксирована на нынешнем уровне на следующие пять лет; и, наконец, покупателю придется передать 10% акций ЛУКОЙЛ-Бурения менеджменту компании
14 сентября	Президент ЛУКОЙЛА Вагит Алекперов на пресс-конференции, проводимой в Перми, сообщил о том, что СопосоPhillips не будет увеличивать пакет до блокирующего в случае успеха в покупке 7,6% в компании через приватизационный аукцион. На рынке уже несколько месяцев ходят слухи о том, что СопосоPhillips хотела бы докупить акции ЛУКОЙЛА до блокирующего, или до 20%, в то время как менеджмент ЛУКОЙЛА неизменно отрицает свое желание продать акции компании одной из крупнейших мировых нефтяных компаний. Кажется невозможным, чтобы Сопосо была заинтересована в инвестиции в Россию почти на \$2 млрд взамен на всего лишь миноритарный пакет в российской нефтяной компании. Так что если они в самом деле не заинтересованы в увеличении пакета, то должно быть некое другое соглашение относительно совместного предприятия с ЛУКОЙЛОМ, от которого выиграла бы западная компания.
27 сентября	Результаты ЛУКОЙЛА оказались заметно ниже консенсуса, однако, в целом совпали с нашими ожиданиями. В целом мы рассматриваем результаты как стабильные, в то время как консенсус выглядит неоправданно завышенным. ЛУКОЙЛ продемонстрировал значительный рост выручки кв-кв, которая увеличилась на 22% до \$8027 млрд. Объемы покупок нефти и нефтепродуктов у третьих сторон возросли на 13% и 21% соответственно по сравнению с 1Кв04. Способности компании по контролированию затрат нас не разочаровали. В целом себестоимость (без учета стоимости покупок для перепродажи) оказалась всего на 2,9% выше наших оценок, достигнув \$4136 млн (+12% кв-кв). Следует обратить внимание на то, что компания продемонстрировала лучшие чем ожидалось цифры по позициям, которые менеджмент может контролировать: операционные расходы и коммерческие и управленческие затраты оказались заметно ниже наших оценок. Последняя позиция заслуживает отдельного упоминания так как данные затраты снизились на 4,2% кв-кв несмотря на укрепление реального курса рубля. Затраты, превысившие наши ожидания, относятся к категории затрат, которые не могут контролироваться менеджментом: в частности расходы на транспортировку выросли на 13% кв-кв, акцизы и экспортные тарифы выросли на 27% кв-кв. В результате EBITDA выросла на 25% кв-кв до \$1656 млн и превысила наши оценки на 5,6%. Рост операционной прибыли был в какой то мере нивелирован более высокими, чем ожидалось, прочими расходами, а также достаточно высокой эффективной ставкой налогообложения — 31,6% против регулярной в размере 24%, и 27,3% в 1Кв04. Таким образом, чистая прибыль составила только \$877 млн, что на 7,1% выше кв-кв и на 3,6% ниже нашей оценки. В целом рентабельность компании осталась без изменений. EBITDA и операционная рентабельность на поквартальной основе слегка улучшились на 50 б.п. и 100 б.п. до 20,6% и 17,3% соответственно, в то время как рентабельность до налогообложения и чистая рентабельность умеренно снизились до 15,8% и 10,9%. Показатели на баррель по сравнению с предыдущим кварталом укрепились, EBITDA выросла на 24% до \$11,1/барр и чистая прибыль выросла на 6% до \$5,90/барр. Стоит упомянуть также тот факт, что денежный поток от операционной деятельности почти удвоился на поквартальной основе во 2Кв04 до \$951 млн. В целом результаты не принесли каких-либо негативных сюрпризов и соответствовали нашим ожиданиям.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 36. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	7 017	8 546	8 760	8 156
ЕБИТДА, млн. \$	2 337	2 732	2 746	2 450
Чистая прибыль, млн. \$	2 278	1 927	1 791	1 411
P/E	6,9	8,2	8,8	11,2
EV/ЕБИТДА	7,3	6,3	6,2	7,0
Капитализация, млн. \$	15 789			
EV, млн. \$	17 145			
Добыча, млн. бнэ	238			
Запасы, млн. бнэ	4 779			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 37. 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. 38. Основные события

Дата	Событие
8 сентября	Сибнефть опубликовала предварительные результаты за 1П04 по US GAAP, не объявив о них заранее. Полная публикация результатов ожидается несколько позднее в этом месяце. В целом цифры соответствуют нашим ожиданиям. По нашим оценкам выручка компании выросла на 22% до \$4196 млн (на 1,7% выше нашего прогноза). Показанная цифра \$4014 млн должна быть скорректирована путём добавления акцизов, которые компания раньше включала в этот показатель. Рост выручки был вызван увеличением добычи на 11% и укреплением цены на нефть (экспортные цены выросли на 14% год-к-году). ЕБИТДА выросла на 37% год-к-году до \$1504 млн, что выше, чем мы ожидали, на 9,2%. Чистая прибыль снизилась на 2% год-к-году до \$975 млн. (цифра прошлого года скорректирована на разовый эффект от продажи ОНАКО/Оренбургнефти) — эта цифра согласуется с ожидаемой нами. Снижение год-к-году, наиболее вероятно, было вызвано значительным ростом эффективной ставки налога на прибыль, которая в прошлом году составляла всего 4,8% против регулярной ставки налога в 24%. Стоит заметить, что денежный поток от операционной деятельности в 1П04 был на удивление низок и составил \$593 млн (падение на 35% относительно уровня 1 полугодия прошлого года), однако не видя полного отчета сложно судить о причинах этого падения. Капитальные вложения компании также сократились на 21% — по нашему мнению это наиболее вероятно стало эффектом неудавшегося слияния с Юкосом, которое, скорее всего, заставило компанию пересмотреть инвестиционные планы. Среди положительных изменений, можно отметить, что компания смогла снизить чистый долг относительно конца предыдущего года на 8,6% до \$1357 млн. В целом, мы считаем что, данные результаты нейтральны для акции.
9 сентября	Арбитражный суд Чукотки удовлетворил апелляцию аффилированной компании Millhouse, Nimegian Trading Ltd, и постановил аннулировать транзакцию, в результате которой Юкос обменял 26,01% своих акций на 72% Сибнефти. В действительности часть этой транзакции уже была отменена ранее постановлением Московского суда, который предписал аннулировать эмиссию новых акций Юкоса, что в результате отменило обмен 57,5% акций Сибнефти на 17,2% Юкоса. Новое решение вступит в силу через месяц, после чего у Юкоса останется только 20% акций Сибнефти, которые он приобрёл, заплатив \$3 млрд. Хотя Юкос может, и, скорее всего, будет подавать апелляцию на это решение Чукотского суда, мы считаем, что шансы на успех довольно низки. Эта новость очевидно негативна для Юкоса: имея миноритарный пакет в Сибнефти, его шансы на возврат \$3 млрд, уплаченных за пакет, значительно сокращаются. В то же время, учитывая последние фиаско Юкоса в судах, мы полагаем, что эта победа Millhouse не стала сюрпризом. Рынок наиболее вероятно уже учитывал в ценах удаление пакета Сибнефти — поэтому, хотя новость негативна по сути, влияние, по нашему мнению, на котировки Юкоса будет ограниченным. В то же время для Сибнефти продолжение разделения с её неудачным партнёром — позитивная новость.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 39. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	8 872	11 525	11 245	10 831
EBITDA, млн. \$	2 901	3 575	3 212	3 471
Чистая прибыль, млн. \$	1 768	2 148	1 805	1 906
P/E	14,9	13,2	15,7	14,9
EV/EBITDA	4,8	3,9	4,3	4,0
Капитализация, млн. \$	29 721			
EV*, млн. \$	13 833			
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

Илл. 40. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05) Почти 80% выручки в валюте
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> Освоение новых запасов нефти в Восточной Сибири Модернизация НПЗ Кинеша к 2008 г. (\$800 млн.)
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> 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. 41. Основные события

Дата	Событие
28 сентября	Заместитель генерального директора Сургутнефтегаза Сергей Фёдоров сказал, что компания планирует добыть 59,5 млн. т сырой нефти в этом году и планирует довести эту величину до 63 млн. т (+5,9%) в 2005 г. Эти прогнозы согласуются с нашими ожиданиями 59,4 млн. т и 62,4 млн. т на 2004-05 гг. Вдобавок, Фёдоров сказал, что компания планирует добавить 2,2 млн. барр. новых запасов нефти за ближайшие три года, путём участия в приближающихся тендерах по новым месторождениям в Ямало-Ненецком АО. Последний опубликованный размер доказанных запасов компании составляет 6,6 млрд. барр., тогда как запасы по категориям доказанные, возможные и вероятные достигают 14,5 млрд. барр., таким образом это будет представлять достаточно заметное увеличение (хотя Фёдоров не уточнял о какой категории резервов идет речь). Расширение резервной базы Сургутнефтегаза и вложение огромной накопленной суммы свободных денежных средств (которая составляет более \$5,2 млрд.) является тем катализатором, которого ждет рынок.

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 42. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	4 950	6 013	5 676	5 178
EBITDA, млн. \$	920	1 014	926	791
Чистая прибыль, млн. \$	504	519	411	315
P/E	6,8	6,6	8,3	10,8
EV/EBITDA	4,7	4,3	4,7	5,5
Капитализация, млн. \$	3 523			
EV, млн. \$	4 347			
Добыча, млн. бнэ	185			
Запасы, млн. бнэ	6 211			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 43. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Загружает до 25% мощностей Московского НПЗ Интенсивное внедрение усовершенствований и новых технологий
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Зависимость от правительства Татарстана (31.1% голосующих акций) Неразвитые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке) Выработанные на 90% запасы ведут к более высоким издержкам на добычу
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Строительство современного НПЗ к 2008 г. (\$820 млн.) Разработка запасов в новых регионах Введение дифференцированного налога на добычу может понизить налоговую нагрузку
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Существенный объем долга (\$1,3 млрд) Возможность введения банка качества нефти

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 44. Основные события

Дата	Событие
28 сентября	Совет директоров Татнефти предложил выплатить дивиденды за девять месяцев 2004 г. Предложенный размер дивидендов — 0,67 руб. (\$0,023) на обыкновенную акцию и 1 руб. (\$0,034) на привилегированную. Это первый раз, когда компания будет выплачивать промежуточный дивиденд. Внеочередное собрание акционеров проголосует по этому поводу 6 ноября, дата составления списка акционеров установлена на 1 октября. Предлагается осуществить выплату в период между 15 ноября 2004 г. и 1 марта 2005 г. При текущем уровне цен дивидендная доходность составляет по обыкновенным акциям 1,5% и 4,5% по привилегированным. На основе нашего прогноза чистой прибыли компании за весь год, выплата за девять месяцев соответствует коэффициенту распределения 10,6%. Пропорциональная выплата за оставшуюся часть года могла бы повысить уровень выплаты до 14%. Менеджмент компании ранее дал понять, что он будет пытаться повысить долю распределяемых денег с 5-10% до 20-25% и движение в этом направлении определено позитивно.

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 45. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	11 373	15 674	19 679	19 587
EBITDA, млн. \$	3 942	5 442	6 248	5 548
Чистая прибыль, млн. \$	3 058	4 474	4 438	3 823
P/E	1,7	1,4	1,5	1,8
EV/EBITDA	3,4	2,6	1,0	1,1
Капитализация, млн. \$	8 970			
EV, млн. \$	16 970			
Добыча, млн. бнэ	605			
Запасы, млн. бнэ	16 725			
Количество акций, млн.	2 237			

Прим.: * Результаты Сибнефти включены с 2003П

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 46. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Крупнейший производитель нефти в России Высокая прибыльность Диверсифицированные активы на всей территории РФ
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Следствие в отношении высшего менеджмента и основных акционеров 42,1% акций компании арестованы
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Разрешение конфликта с властями
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Риск распродажи активов, чтобы покрыть налоговые требования Риск перерывов в производстве и затруднений в операционной деятельности

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 47. Основные события

Дата	Событие
2 сентября	Счета дочерних компаний Юкоса арестованы в свете уголовного обвинения на \$2,6 млрд. Пресс-служба Юкоса сообщила о том, что компании предъявлены новые обвинения. По заявлению компании, Басманный суд Москвы удовлетворил ходатайство Генпрокуратуры и наложил «накопительный» арест на счета дочерних компаний Юкоса на сумму \$2,6 млрд (76 млрд. руб.). Данный арест вступил в силу 31 августа. Ходатайство прокуратуры появилось вследствие уголовного дела, возбужденного против сотрудницы Юкоса — Ирины Голубь — 30 августа. Характер обвинений очень близок к претензиям по налогам МНС, предъявленных Юкосу. Они покрывают период 2000-2001, в течение которого дочерние компании обвиняются в уклонении от уплаты налогов посредством использования российских оффшорных зон. Так как дело является уголовным, обвинения были предъявлены гражданскому лицу, так как уголовное дело не может быть открыто против юридического лица. Юкос заявил о том, что блокировка счетов дочерних компаний полностью парализует операционную деятельность компании и приведет к остановке производств
3 сентября	Министерство по налогам и сборам (МНС) представило Юкосу повторный акт налоговой проверки за 2001 г. Теперь величина налоговых претензий к компании выросла до \$4,1 млрд. (119,9 млрд. руб.). Изначально акт проверки был предъявлен компании 1 июля и на тот момент в нём была указана сумма \$3,4 млрд. (98 млрд. руб.). После получения требований к уплате, Юкос послал в МНС возражения. После их рассмотрения, МНС увеличило требования на \$750 млн. Это увеличение стало результатом более высоких начисленных штрафов, так как у МНС есть право удвоить их, если компания уже привлекалась за подобное правонарушение ранее. По логике процесса по налогам за 2000 г. МНС теперь подаст апелляцию в Арбитражный суд, чтобы взыскать эту сумму с компании. МНС намерено передать это дело в суд на этой неделе. В прошлый раз процесс судебного рассмотрения претензии МНС занял примерно два с половиной месяца — с момента подачи иска в суд и до вступления решения суда в силу. Однако так как первое дело фактически создало прецедент, очень вероятно, что в этот раз процесс рассмотрения будет более скоротечен. На данный момент общий размер налоговых претензий, предъявленных компании, составляет \$5,5 млрд. (за вычетом \$2 млрд. уже уплаченных компанией на 1 сентября).
6 сентября	Юкос откроет новые банковские счета для дочерних компаний для финансирования операционной деятельности. Юкос написал открытое письмо Юрию Тютюннику, следователю Генпрокуратуры, в котором сообщил о намерениях компании открыть новые банковские счета дочерним компаниям для финансирования ежедневных операций. Юрий Тютюнник является инициатором расследования, которое привело к распоряжению суда от 31 августа о наложении накопительного ареста на счета дочерних предприятий Юкоса на сумму в \$2,6 млрд. По заявлению компании, фактически данный арест привел бы к полной парализации операций, что и привело к необходимости открытия новых счетов. По заявлению компании на эти счета будет поступит часть денежных средств, зарабатываемых Юкосом, для покрытия платежей по налогам, зарплатам и прочим необходимым операционным расходам.



Илл. 48. Основные события (продолжение)

Дата	Событие
7 сентября	Пресс-служба Юкоса сообщила, что компании было предъявлено решение МНС изъять \$2,7 млрд по налогам за 2001 г. Эта сумма составляет часть общих претензий в \$4,1 — и является базовой суммой налога и пенями. Фактически это означает, что МНС не будет обращаться в суд, чтобы доказать что претензии юридически обоснованы. Единственная сумма, которую, тем не менее, придётся доказать в суде, это \$1,4 млрд штрафов. Таким образом, большую долю претензий по 2001 г. уже можно добавить к претензиям по 2000 г., без промежуточного шага судебных слушаний, которые могли бы затянуться на несколько месяцев. Власти, скорее всего, торопят этот процесс, чтобы собрать достаточно крупный размер претензий, чтобы оправдать продажу основного производственного подразделения Юкоса, Юганскнефтегаза, оценка которого, как ожидается, должна быть завершена к концу месяца. Так что, мы можем ожидать появления новых претензий к Юкосу по 2002-2003 гг. довольно скоро.
8 сентября	Менеджмент компании подготовил список непрофильных активов, которые они хотели бы продать, чтобы погасить часть численную задолженности по налогам. Как можно было ожидать, список содержит доли в региональных энергокомпаниях (Белгород-энерго, Томскэнерго, Кубаньэнерго и Тамбовэнерго), газовых компаниях (Арктикгаз и Уренгойл), а также недавно приобретённые сети заправок. Этот список должен быть утверждён на заседании правления на следующей неделе. По собственным оценкам компании, активы стоят \$1-1,5 млрд. После утверждения правления, компания пошлёт запрос в Минюст с просьбой снять арест с вышеуказанных активов. Желание компании собрать денежные средства, чтобы погасить задолженность вполне логично, но на данный момент шансы того, что приставы позволят осуществить продажу, близки к нулю. К настоящему моменту стало довольно ясно, что власти нацелились на основное производственное подразделение Юкоса, ЮганскНГ и не желают принимать предложения по продаже каких-либо других активов. Это было достаточно четко продемонстрировано отказом от предложения компании продать свою долю в Сибнефти. В то же время компания не подтвердила, что у неё есть намерения продать 53,6% в Mazeikiu Nafta, как было ранее заявлено на основе информации из неофициальных источников.
9 сентября	Арбитражный суд Чукотки удовлетворил апелляцию аффилированной компании Millhouse, Nimegian Trading Ltd, и постановил аннулировать транзакцию, в результате которой Юкос обменял 26,01% своих акций на 72% Сибнефти. В действительности часть этой транзакции уже была отменена ранее постановлением Московского суда, который предписал аннулировать эмиссию новых акций Юкоса, что в результате отменило обмен 57,5% акций Сибнефти на 17,2% Юкоса. Новое решение вступит в силу через месяц, после чего у Юкоса останется только 20% акций Сибнефти, которые он приобрёл, заплатив \$3 млрд. Хотя Юкос может, и, скорее всего, будет подавать апелляцию на это решение Чукотского суда, мы считаем, что шансы на успех довольно низки. Эта новость очевидно негативна для Юкоса: имея миноритарный пакет в Сибнефти, его шансы на возврат \$3 млрд, уплаченных за пакет, значительно сокращаются. В то же время, учитывая последнее фиаско Юкоса в судах, мы полагаем, что эта победа Millhouse не стала сюрпризом. Рынок наиболее вероятно уже учитывал в ценах удаление пакета Сибнефти — поэтому хотя новость негативна по сути, влияние, по нашему мнению, на котировки Юкоса будет ограниченным. В то же время для Сибнефти продолжение разделения с её неудачным партнёром — позитивная новость.
9 сентября	МПР угрожает отозвать лицензии ЮганскНГ за неуплату НДС Министерство природных ресурсов (МПР) угрожает отзывом лицензий ключевой добывающей дочерней компании Юкоса Юганскнефтегаз из-за «неуплаты налогов». Этот последний виток в истории Юкоса вышел в свет после того, как неназванный источник в министерстве информировал СМИ об этой возможности, позже данная информация была подтверждена официальными источниками. МНС проинформировало МПР о том, что Юганскнефтегаз не платит налоги, аккумулировав уже около 3,5 млрд. руб. (\$120 млн) неуплаченных налогов на добычу. По словам главы пресс-службы МПР Рината Гизатулина неуплата данных налогов является серьезным нарушением условий лицензии — достаточно серьезным для потенциального отзыва лицензии. МПР рассмотрит вопрос приостановки и возможного последующего отзыва лицензий в течение следующих двух недель. Цинизм властей не перестает удивлять — заморозить счета дочерних компаний в свете прошлых налоговых претензий и затем обвинить их в неуплате текущих налогов является достаточно изощренной тактикой. Отзыв лицензий Юганскнефтегаза ставит под угрозу непрерывность производства компании, доля которой в российской добыче нефти составляет около 12% — развитие событий, которое бы негативно повлияло на беспокойные рынки нефти.
17 сентября	Юкос объявил, что ресурсы Юганскнефтегаза почти в 5 раз больше, чем они оценивались ранее. Компания заявляет, что на основе многолетнего исследования Ачимовских нефтяных залежей и запасов Приобского месторождения суммарные извлекаемые ресурсы Юганскнефтегаза оцениваются в 93,7 млрд. баррелей против 19,4 млрд. баррелей доказанных, вероятных и возможных резервов, оценённых по методике SPE. Эта величина не подвергалась независимому аудиту запасов внешним аудитором Юкоса DeGolyer & MacNaughton. Так как это «извлекаемые ресурсы», что гораздо шире, чем «извлекаемые резервы», не понятно, какая часть этого увеличения будет отражена в величине аудированных резервов. Наиболее очевидное последствие — эта информация может быть учтена в оценке стоимости ЮганскНГ компанией Dresdner Kleinworth, которая на данный момент проводит оценку актива для возможной продажи в целях покрытия задолженности Юкоса по налогам. Вполне вероятно, что такая важная информация может также затянуть завершение оценки банком. В то же время, нельзя забывать, что угроза отзыва лицензии у ЮганскНГ всё ещё сохраняется — в этом случае стоимость компании будет сведена к стоимости инфраструктуры, вне зависимости от открытия новых запасов.
21 сентября	Пресса сообщает, что DKW оценила ЮганскНГ в \$15-17 млрд., банк отрицает информацию. «Ведомости» процитировали неназванные источники в Юкосе, а также в аппарате правительства, сообщившие, что компания Dresdner Kleinwort Wasserstein завершила оценку Юганскнефтегаза и передаст результаты оценки в Минюст в ближайшие дни. По словам источников, банк оценил актив в \$15-17 млрд., что полностью соответствует нашей и рыночной оценке справедливой стоимости подразделения. В то же время банк же утром опроверг данную информацию — и сказал, что оценка еще не завершена. С объявлением оценки появляется новый набор неизвестных. На данный момент общая сумма предъявленных требований к компании, подлежащих немедленной уплате, составляет всего \$3,7 млрд (здесь мы не учитываем \$1,4 млрд штрафов за неуплаченные налоги 2001 г., которые ещё предстоит доказать в суде, и \$2,6 млрд сумма предъявленная в виде уголовного обвинения сотруднику компании Ирине Голубь), поэтому по такой оценке оправдана продажа только 22-25% ЮганскНГ.
23 сентября	Совет директоров Юкоса рекомендовал менеджменту не инициировать процедуру добровольного банкротства и попытаться любыми средствами её избежать. Такое решение Совета неудивительно — начав процедуру добровольно, менеджмент подвергнется риску возбуждения гражданских исков или даже уголовных дел, если инициация данной процедуры будет признана преждевременной и неоправданной, граница же того, что оправдано, а что нет достаточно размыта. Также китайская компания, покупающая нефть у Юкоса, заявила о готовности профинансировать затраты компании на транспортировку по железной дороге в октябре, чтобы Юкос смог продолжить поставки. Ранее Юкос объявил, что в октябре прекратит поставки CNPC (в объёме примерно 0,4 млн. т в месяц) в связи с проблемами оплаты транспортировки, так как банковские счета остаются замороженными.

Илл. 49. Основные события (продолжение)

Дата	Событие
27 сентября	Глава Министерства природных ресурсов Юрий Трутнёв сказал, что Юганскнефтегаз получит три месяца, чтобы исправить обнаруженные нарушения условий лицензии. Ранее министерство сказало, что существует риск приостановления лицензий или даже их отзыва, так как было обнаружено, что компания не платила налог на добычу, что представляет собой серьёзное нарушение условий лицензии. К настоящему времени компания накопила 3,5 млрд. руб. (\$120 млн.) неуплаченного налога на добычу, согласно министерству. Тот факт, что накоплена такая сумма, не удивляет — примерно половина выручки Юкоса конфискуется приставами, чтобы погасить налоговую задолженность за прошлые периоды, и остающихся сумм хватает лишь на расчеты по зарплате, основным операционным издержкам и экспортным пошлинам. Заявление определённно позитивно в том смысле, что оно задержит возможность отзыва лицензии, по крайней мере, до конца декабря. Однако у министерства всегда будет возможность разыграть эту карту — так как до конца года величина задолженности по налогу на добычу, скорее всего, будет только расти, так как министерство по налогам продолжает изымать средства в погашение налогов за 2000 г., а затем перейдёт к 2001 г.

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. 50. Основные события

Дата	Событие
3 сентября	Результаты заседания совета директоров РАО «ЕЭС России» демонстрируют продолжение реструктуризации энергетики Прошло заседание совета директоров РАО «ЕЭС России», на котором было принято несколько технических, но довольно важных решений о дальнейшей реструктуризации. Во-первых, совет утвердил создание ОГК-5, первой оптовой генкомпани, в чей состав войдут Конаковская ГРЭС, Невинномысская ГРЭС, Среднеуральская ГРЭС и Рефтинская ГРЭС. ОГК-5 с общей установленной мощностью 8663 МВт. Тем не менее, окончательное решение о будущем ОГК в свете их выделения из РАО «ЕЭС России» будет принято не ранее декабря 2004 г. на заседании правительства. Далее, совет директоров утвердил создание двух Территориальных ГК: ТГК-9 (генерирующие активы Свердловэнерго и Пермьэнерго) и ТГК-14 (Бурятэнерго и Читазэнерго) по схеме аренды. Это решение поможет энергосистемам ускорить процесс создания новых генерирующих компаний и начала их работы. Мы полагаем, что ещё одно решение, принятое советом директоров, довольно важно и положительно: совет решил сохранить комитет компании по стратегии. За последние годы этот комитет, в котором были представлены все заинтересованные стороны (в том числе миноритарии), предоставлял совету директоров хорошо аргументированные мнения по жизненно важным для РАО «ЕЭС России» вопросам, включая реструктуризацию.
8 сентября	РАО «ЕЭС» планирует создать все шесть тепло-ОГК в конце 2004-начале 2005 гг. Член правления РАО «ЕЭС России» Василий Зубакин сообщил о кратко- и среднесрочных шагах и планах компании, касающихся процесса реструктуризации и других вопросов. По словам Зубакина, РАО «ЕЭС» намерено учредить все шесть тепло-ОГК в виде 100% дочерних зависимых обществ РАО при сохранении контроля со стороны государства в конце 2004-начале 2005 гг. Касаясь других вопросов по реструктуризации, Зубакин ожидает, что правительство утвердит ряд важных нормативных документов до конца года, в том числе, правила работы розничного рынка электроэнергии, а также долгожданное решение по проблеме перекрёстного субсидирования.
8 сентября	В правительство внесен проект распоряжения по созданию одной гигантской гидро-ОГК вместо четырех По словам замглавы Минэкономразвития А. Шаронова, проект распоряжения по созданию единой гидро-ОГК внесен в правительство и "есть основания полагать, что этот документ будет принят". Это первая значительная корректировка плана реформы электроэнергетики: вместо распределения гидростанций РАО «ЕЭС» в четыре компании создать единую суперкомпанию.
13 сентября	Шансы «Интер РАО ЕЭС» стать победителем в тендере на Slovenske Elektrarne уменьшаются Государственная тендерная комиссия Словакии рекомендовала признать победителем конкурса на право покупки 66% акций крупнейшей словацкой энергокомпании Slovenske Elektrarne итальянскую Enel SpA, которая предложила за госпакет самую высокую цену (840 млн. евро). В то же время в качестве первого "дублера" на право заключения договора на покупку акций SE комиссия рекомендовала чешскую энергокомпанию CEZ. По данным местной печати, CEZ предложила за пакет 691 млн. евро. "ИНТЕР РАО ЕЭС", 60% акций которого принадлежит РАО "ЕЭС России", финишировала в тендере на третьем месте, предложив за пакет 547 млн. евро. Окончательно итоги тендера будут объявлены после принятия решения по этому вопросу правительством Словакии. Slovenske Elektrarne, являющаяся основным производителем энергии в стране, в настоящее время полностью контролируется государством. В ее состав входят атомные, тепловые и гидроэлектростанции общей установленной мощностью 6,877 МВт.

Илл. 51. Основные события (продолжение)

Дата	Событие
15 сентября	<p>Миноритарии РАО «ЕЭС» могут получить 2-3 места из 11 в совете директоров пилотной ОГК — 5</p> <p>Комитет РАО «ЕЭС» по стратегии и реформированию выдвинул кандидатуры трех представителей миноритарных акционеров энергохолдинга в состав Совета директоров создаваемой ОГК-5, который будет состоять из одиннадцати членов. ОГК-5, так называемая «пилотная» ОГК, будет учреждена в ближайшие два месяца.</p> <p>Предложены кандидатуры управляющего директора Prosperity Capital Management Александра Браниса (представляет интересы портфельных инвесторов), гендиректора ЗАО «Комплексные энергетические системы» М. Слободина (компания металлургического магната Виктора Вексельберга, осуществляющая инвестиции в электроэнергетику, владеет примерно 2% акций РАО «ЕЭС») и представителя группы «ЕСН» М. Андронova (владеет более 5% акций РАО «ЕЭС»).</p>
16 сентября	<p>ГМК «Норильский никель» планирует увеличить свою долю в энергогенерирующих активах</p> <p>ГМК «Норильский никель» планирует увеличивать свою долю в энергогенерирующих активах в ходе предстоящего реформирования РАО «ЕЭС» и российского электроэнергетического сектора в целом, говорится в инвестиционном меморандуме, подготовленном ГМК к выпуску еврооблигаций.</p> <p>В 2003 г. Норникель приобрел 1,01% уставного капитала РАО ЕЭС за \$115 млн.</p>
21 сентября	<p>Генеральный директор «Конаковской ГРЭС» Анатолий Бушин назначен генеральным директором «пилотной» ОГК — 5</p> <p>Анатолий Бушин, возглавляющий ОАО «Конаковская ГРЭС» назначен генеральным директором ОГК-5 (куда войдут Конаковская ГРЭС, Невинномысская ГРЭС, Среднеуральская ГРЭС и Рефтинская ГРЭС, суммарной установленной мощностью 8663 МВт).</p> <p>Мы считаем назначение Бушина ожидаемым, учитывая его богатый опыт руководства в электроэнергетике, включая три года управления «Конаковской ГРЭС» и два года работы в должности заместителя генерального директора ОАО «Костромская ГРЭС».</p>
21 сентября	<p>Группа «ЕСН» пока не намерена увеличивать долю в РАО «ЕЭС»</p> <p>Группа компаний ЕСН не намерена увеличивать долю в уставном капитале РАО ЕЭС до принятия решения правительством РФ о способе продажи ОГК N5, заявил председатель правления группы Григорий Березкин.</p> <p>По словам Г.Березкина, группа ЕСН ожидает решения правительства РФ относительно способов продажи ОГК-5. От выбранной формы проведения аукциона будет зависеть, будет или нет группа ЕСН увеличивать свою долю в уставном капитале РАО «ЕЭС России». Группе ЕСН на сегодняшний день принадлежит 5,3 % акций РАО «ЕЭС».</p> <p>Группа ЕСН является крупнейшим после государства акционером РАО «ЕЭС России», уточнил Г.Березкин.</p>
22 сентября	<p>Интеррос намерен осуществлять инвестиции в российский электроэнергетический сектор и сотрудничать с EDF</p> <p>А. Бугров, заместитель председателя правления Интерроса и член совета директоров РАО ЕЭС, сообщил, что Интеррос планирует участвовать в предстоящих аукционах по продаже активов оптовых и территориальных генерирующих компаний и собирается заключить партнерское соглашение с французской энергетической компанией Electricite de France с целью повышения уровня управления российскими электростанциями.</p> <p>По мнению г-на Бугрова, стоимость активов российских энергетических компаний представляется довольно низкой по сравнению с международными стандартами, поэтому возможная цена на аукционах по ОГК на уровне USD100-150/кВт является, с его точки зрения, достаточно привлекательной.</p> <p>В этой связи компания, добавил он, рассматривает текущий процесс реформирования энергосектора РФ как одну из нескольких оставшихся возможностей приобретения значительных по объему промышленных активов по привлекательным оценкам стоимости.</p> <p>Признав отсутствие прямых стратегических инвесторов в российском энергетическом секторе, г-н Бугров объяснил этот факт неблагоприятным инвестиционным климатом России, политической нестабильностью и рисками, связанными с правами на собственность.</p>
23 сентября	<p>ОГК-3 оценена по \$121/кВт</p> <p>Независимый оценщик, нанятый РАО «ЕЭС России», подготовил оценку станций, которые будут включены в ОГК-3.</p> <p>Совокупный объем уставного капитала ОГК-3 (установленная мощность — 8,657 МВт) после полной консолидации долей миноритариев ГРЭС и перехода на единую акцию может достичь примерно \$1 млрд.</p> <p>Таким образом, киловатт установленной мощности был оценен примерно по \$121, что почти аналогично недавно установленной стоимости ОГК-5 (\$100/кВт), и именно такая стоимость станет минимальной стартовой ценой на аукционе.</p> <p>Напомним, что решение о будущем ОГК будет принято в конце 2004 г., в случае положительного решения, приватизация первой ОГК пройдет в 3-4 квартале 2005 г.</p> <p>ОГК-3 предполагается сформировать на базе принадлежащих энергохолдингу активов Костромской, Черепетской, Печорской, Харанорской и Гусиноозерской ГРЭС.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 52. Основные события

Дата	Событие
21 сентября	<p>Пенсионный фонд Газпрома приобрел 15,76% акций Мосэнерго</p> <p>Согласно финансовому отчету РАО «Газпром» по итогам I кв. 2004 г. по МСФО, компания продала 15,76% акций «Мосэнерго» за 402 млн. (\$0,09 за акцию, или \$170/кВт) своему пенсионному фонду — «Газфонд». Первоначально этот пакет был приобретен у ИК «Ренессанс Капитал» за 352 млн. долл. (149 долл./кВт).</p> <p>«Газпром» официально подтвердил технический характер процедуры: акции были перемещены в «Газфонд», и управление акциями «Мосэнерго» по-прежнему осуществляется «Газпромом».</p> <p>Пресс-секретарь председателя правления «Газпрома» Сергей Куприянов заявил, что «Газпром» по-прежнему рассматривает «Мосэнерго» как один из объектов своего стратегического интереса.</p> <p>Мы рассматриваем эту новость как нейтральную для «Мосэнерго», поскольку главный владелец 15,76% акций компании не изменился, и не ожидаем каких-либо изменений в политике холдинга в отношении электроэнергетических активов.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Ленэнерго

Илл. 53. Основные события

Дата	Событие
21 сентября	Финская компания Fortum Power and Heat Oy завершила сделку по увеличению доли в уставном капитале Ленэнерго до 30,7%. Теперь финскому концерну принадлежит 29,23% обыкновенных и 36,65% привилегированных акций Ленэнерго. Ранее Fortum заявил о намерении увеличить свою долю в уставном капитале Ленэнерго с 21% до 30,7%. Общий объем инвестиций Fortum в акции энергокомпании составляет теперь около 150 млн. евро.

Источник: оценки Альфа-Банка

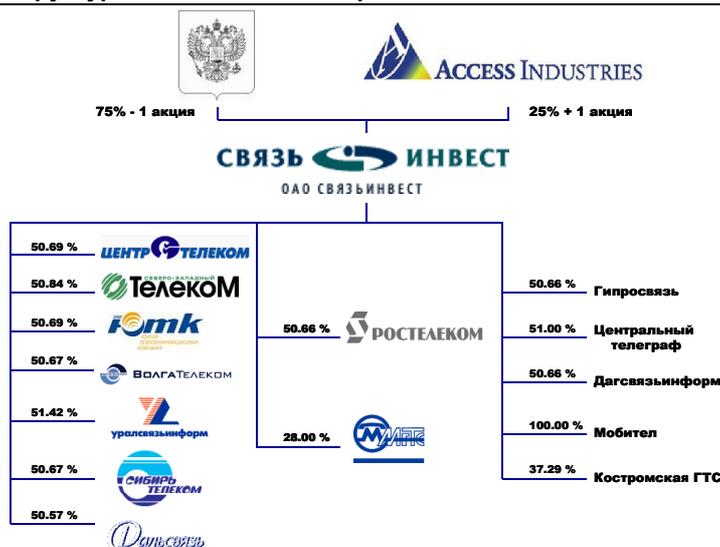
Телекомы

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

Мы ожидаем, что в 2005 г. Связьинвест будет окончательно приватизирован

В сентябре внимание аналитиков телекоммуникационного сектора было сконцентрировано на обсуждении возможности продолжения приватизации Связьинвеста (первый его пакет в 25% плюс 1 акция был продан еще в 1997 г.). Мы полагаем, что эта тема станет еще одним сильным катализатором отрасли. Правительство и президент Путин еще не утвердили эту продажу, но рынок (опираясь на высказывания ряда высокопоставленных представителей правительства) прогнозирует это событие на 2005 г.

Илл. 54. Структура Связьинвеста — права голосования



Источник: данные компании

В настоящее время рассматриваются три сценария приватизации:

- 25% минус две акции;
- 50% минус одна акция; и
- 75% минус одна акция.

Приватизация Связьинвеста «по частям» маловероятна

Есть еще один вариант — возможная приватизация холдинга «по частям». Впрочем, мы считаем, что эта идея — хотя и может быть выгодной для некоторых участников (так, например, АФК «Система» стремится увеличить свой пакет в МГТС до контрольного) — является маловероятной. Изначально в планы Связьинвеста входила задача обеспечить равномерное развитие всех МРК. В случае приватизации «по частям» произошло бы прямо противоположное: инвесторы могли бы выбрать самые «лакомые» куски, оставив другие компании недофинансированными, вы-

нужденными выживать частично за счет Резерва универсального обслуживания.

Илл. 55. Доли Связьинвеста в дочерних компаниях

	Доля обыкновенных акций %	Стоимость при текущей рыночной цене \$ млн	Стоимость при расчетной цене Альфа-Банка \$ млн
ЦентрТелеком	50,69%	229	248
СЗ Телеком	50,84%	196	206
ЮТК*	50,69%	221	221
Волга Телеком	50,67%	355	427
Уралсвязьинформ	51,42%	573	764
Сибирьтелеком	50,67%	289	396
Дальсвязь	50,56%	53	52
Ростелеком	50,67%	777	842
МГТС	28,00%	267	302
Всего		2 961	3 458

*Примечание: стоимость ЮТК основана на текущей рыночной цене, так как наша расчетная цена ЮТК в настоящий момент находится в стадии пересмотра
Источники: данные компании, Bloomberg, оценка Альфа-Банка*

В случае сценария «75% минус 1 акция» цена может оказаться выше...

Следует отметить, что новый инвестор получит контроль над холдингом лишь при сценарии «75% минус 1 акция» (если только покупателем не станет Access Industries, владеющая 25% плюс 1 акцией холдинга). Мы полагаем, что в этом случае (при приватизации «75% минус 1 акция») цена продажи может быть еще выше. Государство не только предоставит победителю аукциона гарантированный контроль над холдингом, но и может (при желании) обострить конкурентную борьбу с участием Access Industries (в случае ее готовности участвовать в приватизации), а также других заинтересованных инвесторов.

...и этот сценарий наиболее вероятен. Государство все же сможет заблокировать стратегически важные решения

Согласно заявлениям ряда государственных чиновников, правительство, вероятно, склонно продать 75% минус 1 акцию. Тем не менее, по словам министра ИТ и телекоммуникаций Леонида Реймана, правительство оставит за собой право блокировать решения, стратегически важные для него самого или для массового потребителя, путем либо введения механизма «золотой акции» (описанного в «Законе об акционерных обществах»), либо с помощью соответствующих положений устава (что эффективно работает во многих странах). Государство дало понять, что намеренно получить от приватизации (75% минус 1 акция) Связьинвеста 85 млрд. руб. (\$3 млрд). Эта сумма выше текущего рыночного уровня (см. Илл. 55) и близка к нашей оценке (\$3,5 млрд) с учетом премии за контроль (в данном случае равной примерно 15%).

Ликвидация холдинга возможна лишь при контроле частными собственниками всех 100% Связьинвеста

Возможно, новый собственник (или собственники) захочет (захотят) ликвидировать холдинг и обменять доли участия на прямое владение региональными телекомами, т.е. разделить сферы интересов между инвесторами, участвовавшими в приватизации. Об этом давно мечтал Джордж Сорос. Мы считаем этот вариант возможным лишь притом, что заинтересованные стороны будут контролировать 100% Связьинвеста, в противном случае для контроля над МРК им придется докупать акции на открытом рынке. Иными словами, конвертация 75% доли собственности в Связьинвесте в прямое владение региональными телекомами транслируется в пакет в 38% голосующих акций в среднем в каждом из них. Этот факт заставил бы новых владельцев покупать на рынке по 12% обыкновенных акций МРК (с тем, чтобы получить над ними контроль, — см. Илл. 56), что при текущих рыночных ценах соответствует сумме еще в \$430 млн.



Илл. 56. Доля акций, нужная для доведения пакета до контрольного (при ликвидации Связьинвеста)

	Доля Связьинвеста в голосующих акциях %	Сценарий «50% минус 1 акция» (конвертация)		Сценарий «75% минус 1 акция» (конвертация)		
		Пропорционально голосующий пакет в МРК %	Доля обыкновенных акций, необходимая для доведения пакета до контрольного %	Пропорционально голосующий пакет в МРК %	Доля обыкновенных акций, необходимая для доведения пакета до контрольного %	Стоимость при текущей рыночной цене \$ млн
ЦентрТелеком	50,7%	25,3%	24,7%	38,0%	12,0%	56
СЗ Телеком	50,8%	25,4%	24,6%	38,1%	11,9%	46
ЮТК	50,7%	25,3%	24,7%	38,0%	12,0%	27
ВолгаТелеком	50,7%	25,3%	24,7%	38,0%	12,0%	86
Уралсвязьинформ	51,4%	25,7%	24,3%	38,6%	11,4%	132
Сибирьтелеком	50,7%	25,3%	24,7%	38,0%	12,0%	68
Дальсвязь	50,6%	25,3%	24,7%	37,9%	12,1%	12
Всего						427

Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Если консорциум частных инвесторов (с участием Access Industries или без него) окажется собственником менее 100% акций, то, на наш взгляд, прямая конверсия права собственности — маловероятна, а управление региональными телекомами будет осуществляться по-прежнему через Связьинвест. В этом случае отношения между частными владельцами Связьинвеста по поводу раздела сфер их интересов будут определять различные «джентльменские соглашения», однако этот вопрос выходит за рамки настоящего отчета.

Попытка объединить все МРК по завершении приватизации также маловероятна

Новый владелец Связьинвеста может пожелать объединить все МРК (и, возможно, Ростелеком) в единое целое. Впрочем, такой «европейский» метод развития мы считаем менее вероятным — по следующим причинам:

- уровень развития различных МРК не одинаков;
- очень вероятно, что в сделке примет участие консорциум инвесторов, которые в дальнейшем захотят разделить приобретенный бизнес;
- возникший в результате такого объединения корпоративный монстр был бы сложен и малоэффективен в управлении.

Мы всегда говорили, что частный собственник помог бы раскрыть некий потенциал «скрытой стоимости» МРК. В нашем недавно вышедшем отчете «МРК: Приватизация высвободит 30-100% стоимостного потенциала» (1 октября) мы постарались дать количественную оценку такого потенциального роста. (Подробнее об этом см. раздел «Стоимостная оценка»). В целом, мы предположили, что частный инвестор начнет реструктуризацию в 2006 г., что приведет к увеличению нормы EBITDA на 0,5-2,0 п.п. сверх уровней, содержащихся в наших моделях, и к сокращению капитальных вложений на величину, ниже на 20% текущего уровня. В целом это увеличило бы потенциалы роста до нашей расчетной цены — с 30% (Уралсвязьинформ) до 100% (Дальсвязь).

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 57. 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	19,9	12,1	9,8	8,1
EV/EBITDA	9,3	6,0	5,0	4,2
Капитализация, млн. \$	1 105			
EV, млн. \$	1 065			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 58. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

МТС

Илл. 59. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	2 546	4 154	5 560	6 461
EBITDA, млн. \$	1 339	2 298	3 111	3 633
Чистая прибыль, млн. \$	517	1 011	1 446	1 659
P/E	28,5	14,6	10,2	8,9
EV/EBITDA	12,5	7,3	5,4	4,6
Капитализация, млн. \$	14 764			
EV, млн. \$	16 743			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 60. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Прочное финансовое положение Наибольшая (37%) доля рынка в России Лицензии покрывают практически всю территорию России (87 регионов из 89)
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Относительно небольшое количество акций в свободном обращении
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Повышение эффективности после завершения реструктуризации Включение в индекс MSCI
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Введение Резерва универсального обслуживания Падение доли рынка в Московской ЛЗ

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 61. Основные события

Дата	Событие
6 сентября	МТС стала второй в Москве (32% чистых подключений) и регионах (28%). При этом наблюдался хороший рост на Украине (307 тыс. чистых подключений) и в Беларуси, где компания в сентябре может стать лидером рынка, обогнав местного оператора GSM Велком (на данный момент у МТС доля рынка 48%).

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 62. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1 336	2 310	3 142	3 686
EBITDA, млн. \$	613	1 118	1 615	1 957
Чистая прибыль, млн. \$	234	455	749	927
P/E	33,5	17,2	10,5	8,5
EV/EBITDA	14,6	8,0	5,5	4,6
Капитализация, млн. \$	7 845			
EV, млн. \$	8 938			
Число абонентов, '000	5 155			
Кол-во акций, млн.	68			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 63. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Лидерство на московском рынке (48%) Теленор и Альфа Групп в качестве стратегических инвесторов
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Самый низкий ARPU среди трех ведущих мобильных операторов
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Выход на рынки СНГ Потенциальное слияние с Мегафоном Включение в индекс MSCI Russia
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Введение Резерва универсального обслуживания Позднее вхождение на рынок оставшихся регионов

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 64. Основные события

Дата	Событие
6 сентября	Несмотря на обычное для августа замедление, в этом году он принёс 3,1 млн. новых абонентов, что добавило 2,1 п.п. к уровню проникновения мобильной связи в стране, который теперь достиг 38,3%. У ВымпелКома был довольно хороший месяц в Москве (39% чистых подключений) и регионах (38% чистых подключений), чему помогло, среди прочего, решение проблем с номерной ёмкостью. Заметим отдельно, что ВымпелКом также объявил о закрытии ранее объявленной сделки по приобретению второго по величине оператора GSM Казахстана (Кар-Тел) за EV примерно \$425 (см. отдельную заметку), что позволит с сентября добавить более 600 тыс. абонентов.
6 сентября	ВымпелКом объявил о закрытии сделки по приобретению Кар-Тел — второго по величине казахстанского оператора GSM (около 600 тыс. абонентов) за \$425 млн. (\$350 млн. денежных средств и реформирование \$75 млн. задолженности). Население Казахстана насчитывает 14,9 млн. человек (54% городское), ВВП на человека составляет примерно \$2 тыс. (одно из самых высоких в СНГ) со средней заработной платой \$203 в месяц. Также это единственная страна в СНГ с инвестиционным рейтингом по версиям и S&P, и Moody's. Проникновение мобильной связи составляет примерно 13% на сегодня и ожидается, что оно достигнет 17% к концу 2004 г. Казахстан уже представляет собой крупнейший рынок мобильной связи в СНГ после России и Украины по абсолютному числу абонентов. Рынок мобильной связи страны — фактически дуополия GSM Казахстан (СП Fintur (51%) и Казахтелекома (49%)) и Кар-Тел. На конец 2003 г. GSM Казахстан имел рыночную долю 65,3%, а Кар-Тел — 32%, оставшиеся 2,7% принадлежали двум другим не-GSM операторам. Средний уровень ARPU в Казахстане в 2003 г. составил примерно \$16. В феврале 2004 правительство Казахстана объявило о своем намерении провести аукцион на новую лицензию GSM-1800 (стартовая цена установлена на уровне \$30 млн), который позднее был отложен на неопределенный срок. На наш взгляд, это делает инвестиции в один из лидеров рынка даже более привлекательными.
21 сентября	Компания Teleog заявила, что надеется увеличить своё участие в ВымпелКоме до 30% с 25% в настоящий момент. Так как мы не видим причин для продажи недостающих 5% вторым крупнейшим акционером компании Альфа-Телеком, мы полагаем, что компании придётся покупать бумаги на открытом рынке, что должно увеличить спрос на АДР и поднять цену. Однако Teleog не привела сроки, просто отметив, что у них «есть много времени впереди и терпение».

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 65. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	473	559	646	728
EBITDA, млн. \$	207	232	254	278
Чистая прибыль, млн. \$	70	71	76	78
P/E	16,4	16,0	15,0	14,6
EV/EBITDA	5,8	5,2	4,7	4,3
Капитализация, млн. \$	1 093			
EV, млн. \$	1 206			
Используется линий, '000	4 128			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Ростелеком

Илл. 67. 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	53,4	53,4	53,4	53,4
EV/EBITDA	5,6	4,7	5,4	5,3
Капитализация, млн. \$	1 994			
EV, млн. \$	2 143			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 66. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Контрольный пакет МТУ-Информ М.А. Смирнов — новый Генеральный директор
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Одна из самых устаревших сетей среди межрегиональных компаний связи Низкие доходы от дальней связи
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Пересмотр соглашений с Ростелекомом о расчетах за дальнюю связь Контрольный пакет в новом холдинге альтернативных операторов АФК «Система»
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Невозможность получения доли участия в альтернативных операторах, принадлежащих АФК «Система» Высокая стоимость цифровизации сети

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 68. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2006 г. Владеет магистральной сетью на всей территории России
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Бизнес не диверсифицирован Работает в конкурентной среде при наличии социальных барьеров
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Изменение системы взаиморасчетов за международную связь с региональными операторами Выход на рынок транзита трафика Европа-Азия
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Либерализация рынка дальней связи Значительное снижение тарифов на дальнюю связь одновременно с ростом затрат

Источники: оценки Альфа-Банка

**Металлургия**

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

Рынок цветных металлов был сильным в сентябре

Рынок цветных металлов был сильным в сентябре, медь и никель выросли на впечатляющие 10% и 30% м-к-м, соответственно. Мы видим этому несколько причин: исключительно низкие запасы, дефицит поставок в ряде секторов и ожидания продолжающегося (хотя и более медленными темпами) роста спроса в 2005 году.

В сентябре динамично росли акции сталелитейных компаний

Это позитивные тренды на мировом рынке цветных металлов вместе с сильным рынком металлов привели к росту Норильского Никеля на 14% м-к-м, что на 6 п.п. выше роста индекса РТС (+8% м-к-м).

Вышел отчет Норильского Никеля за 1Кв04 по МСФО

В сентябре акции металлургических компаний в основном опережали рост рынка по индексу, и акции Мечела, НТМК и Северстали возросли на помесечной основе на 25%, 23% и 16%, соответственно. Быстрее других росли акции сталелитейных компаний. В других сегментах следует отметить динамичный рост бумага Выксунского метзавода — +23%. По нашим оценкам, Мечел, НТМК, Северсталь и Норильский Никель все еще имеют значительный потенциал роста — 51%, 20%, 23% и 25% соответственно, и мы сохраняем по ним рекомендацию ПОКУПАТЬ. В то же время мы полагаем, что бумаги Выксунского метзавода исчерпали свой потенциал роста, и поэтому изменили рекомендацию с ПОКУПАТЬ на ДЕРЖАТЬ.

Список претендентов на Сухой Лог пополнился сильным конкурентом — алмазодобывающей компанией АПРОСА

В прошлом месяце Норильский Никель неожиданно выпустил отчет по МСФО за 1Кв04. Результаты очень хорошие, главным образом благодаря высоким ценам на металлы. Хочется надеяться, что теперь компания будет публиковать квартальные отчеты по МСФО регулярно. Это было бы большим плюсом с точки зрения прозрачности компании.

Прогноз по средней цене стали на 2004-2005 гг. повышен на 11-33%

Список претендентов на Сухой Лог пополнился алмазодобывающей компанией-монополистом АПРОСА. Золотодобычей занимается дочерняя компания АПРОСЫ — Алданзолото — и АПРОСА планирует в ближайшем будущем приобрести 23% акций компании Celtic Resources. АПРОСА — очень серьезный конкурент, и хотя усиливающаяся конкуренция за Сухой Лог не удивительна, она может «поднять» цену на Сухой Лог. Мы по-прежнему считаем, что наибольшие шансы на победу имеет Норильский Никель, но даже если компания потерпит неудачу, это не повлияет на нашу оценку стоимости Норильского Никеля.

Цены на мировом рынке стали остаются высокими, и мы скорректировали в сторону повышения наш прогноз по средней цене на 2004 и 2005 гг. — по холоднокатаной и горячекатаной стали, экспортируемой из СНГ, на 24% и 33% до \$560/т и \$500/т, соответственно. Кроме того, мы повысили прогноз по средней цене холоднокатаной и горячекатаной стали на 2005 г. на 11% и 19% до \$476/т и \$425/т, соответственно. В результате наша расчетная цена по акциям Северстали увеличилась на 5,5% до \$250. Компания выпустила хороший отчет за 2003 по МСФО, в целом совпавший с нашим прогнозом. Мы рекомендуем инвесторам ПОКУПАТЬ акции Северстали.

Илл. 69. Цены на сталь: Изменение в прогнозе

Мировой рынок	2004П	2004П	Изменение, новый/старый	2005П	2005П	Изменение, новый/старый
	прежний	новый		старый	новый	
	\$/т	\$/т	%	\$/т	\$/т	%
Холоднокатаная сталь, средняя экспортная цена (СНГ)	450	560	24	428	476	11
Горячекатаная сталь, средняя экспортная цена	375	500	33	356	425	19

Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

ЧТПЗ опубликовал хорошие результаты по РСБУ за 2Кв04

ЧТПЗ опубликовал хорошие результаты по РСБУ за 2Кв04 и 1П04. Напомним, что в 1Кв004 компания показала операционный убыток.

Выручка выросла на 55% год-к-году из-за роста производства на 9% год-к-году (до 426 тыс. т труб), а также из-за сильного роста цен (на 43% год-к-году). Тем не менее, несмотря на сильный рост выручки, главным образом из-за более быстрого роста цен на штрипс, операционная прибыль выросла только на 12% до \$19 млн, а операционная рентабельность снизилась с 9% в 1П03 до 6% в 1П04. Чистая прибыль выросла на 7% с \$6,9 млн в 1П03 до \$7,3 млн в 1П04.

Мы полагаем, что, несмотря на снижение рентабельности при сравнении год-к-году, результаты позитивны, так как компания существенно улучшила рентабельность на поквартальной основе. Более того, операционная рентабельность за квартал была самой высокой с 4Кв2002. Выручка выросла на 33%, а себестоимость — только на 17% кв-к-кв. В результате, операционная рентабельность составила 12% во 2Кв04 (операционный убыток компании составил \$0,6 млн в 1Кв04). Тем не менее, в 2003 году максимум операционной рентабельности за квартал (1Кв03) составил 9%, после чего этот показатель постепенно снизился до 1% в 4Кв03. Мы рассматриваем столь существенное поквартальное улучшение показателей как позитивный фактор и сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Илл. 70. Цены на металлы

	Посл. Цена	Изменение, с нач. мес.	Миним. Макс. цена за посл. 52 недели		С нач. Средняя цена, с нач. года		2004П, Альфа-Банк	Разрыв, Альфа/С нач. года
			\$	%	\$	\$		
Алюминий, \$/т	1833	10,7	1425	1863	15,4	1 681	1650	-2
Медь, \$/т	3125	10,4	1828	3170	34,8	2 791	2750	-1
Никель, \$/т	16040	30,3	10510	17750	-3,3	13 777	14000	2
Платина, \$/унция	840	-0,6	708	945	3,3	846	750	-11
Палладий, \$/унция	219	2,3	183	339	12,9	238	250	5
Золото, \$/унция	415	2,0	367	431	0,0	402	400	0

Источник: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Норильский Никель

Илл. 71. 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	15,9	8,4	10,6	12,8
EV/ЕБИТДА	6,8	4,7	5,5	6,3
Капитализация, млн. \$	13 669			
EV, млн. \$	13 326			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 72. 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. 73. Основные события

Дата	Событие
9 сентября	Норильский Никель опубликовал сильные результаты по 1Кв04 по IAS. Выручка выросла на 40% до \$1,6 млрд. Рост выручки в основном связан с ростом цен на металлы (средние цены на никель и медь в 1Кв04 были на 76% и 64% выше предыдущего квартала, соответственно). На выручку также оказала влияние консолидация Stillwater (результаты Stillwater не были включены в 1Кв03), что добавило около \$55 млн (3,5% от выручки) в 1Кв04. Эффективный контроль над затратами позволил Норильскому Никелю существенно улучшить рентабельность и EBITDA рентабельность возросла с 27% в 1Кв03 до 46% в 1Кв04. Рост операционной рентабельности успешно трансформировался в то, что чистая рентабельность выросла с 10% в 1Кв03 до 29% в 1Кв04. Результаты соответствуют нашим ожиданиям, и мы ожидаем EBITDA рентабельность на уровне 45%, и чистую рентабельность на уровне 27% для 2004.
17 сентября	Норильский никель разместил евробонды объемом \$500 млн с доходностью при размещении 7,125% с погашением 30 сентября 2009 года. Спрос на эмиссию более чем в четыре раза превысил предложение. По информации компании, поступления от эмиссии будут использованы на общекорпоративные нужды. Данный выпуск уже был учтен в нашей модели, и мы оцениваем соотношение долга к собственным средствам для компании на конец этого года на уровне 12%, что мы расцениваем как безопасный уровень. Мы полагаем, что выпуск евробондов является позитивным для компании, и так как позволяет Норильскому никелю начать строить кредитную историю на международных рынках инструментов с фиксированной доходностью
23 сентября	Дочерняя компания Алросы ИГ Алроса рассматривает возможность принять участие в аукционе по продаже месторождения Сухой Лог, запасы которого оцениваются в 33 млн. унц. Дата и условия аукциона ещё не объявлены, но мы полагаем, что аукцион пройдет в 2005 году. Хотя Алроса является очень серьезным конкурентом, мы все еще рассматриваем Норильский Никель в качестве наиболее вероятного победителя аукциона. Мы не удивлены ростом конкуренции среди крупных игроков в борьбе за этот привлекательный актив.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	3 202	6 042	5 515	5 904
EBITDA, млн. \$	1 035	1 954	1 589	1 641
Чистая прибыль, млн. \$	591	1 192	909	943
P/E	N/3	3,8	5,0	4,8
EV/EBITDA	4,4	2,3	2,9	2,8
Капитализация, млн. \$	4503			
EV, млн. \$	4563			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 75. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 76. Основные события

Дата	Событие
14 сентября	Северсталь опубликовала консолидированные финансовые результаты за 2003 по IAS. Благодаря сильным ценам на металл компания увеличила выручку на 41% год-к-году до \$3,2 млрд, что соответствовало нашим ожиданиям. Внутренние продажи возросли на 60% до \$1,85 млрд, и в результате доля внутренних продаж в выручке возросла с 51% в 2002 до 58% в 2003. В течение 2003 Северстали пришлось иметь дело с растущими затратами из-за роста цен на сырье и энергию. Кроме того, укрепление реального курса рубля (19% в 2003) негативно сказалось на финансовых данных компании. Тем не менее, Результаты Северстали оказались несколько лучше, чем мы ожидали, и EBITDA рентабельность компании выросла с 22% в 2002 до 32% в 2003, в то время как мы ожидали роста до 30%. Данные результаты на операционном уровне успешно трансформировались в то, что чистая прибыль выросла до \$590 млн в 2003 по сравнению с \$180 млн в 2002. Это привело к росту чистой рентабельности до 19% в 2003 с 8% в 2002.

Источник: оценки Альфа-Банка



Машиностроение

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

По итогам 2003 г. норма EBITDA у Иркуты оказалась на 3 п.п. ниже нашего прогноза

В сентябре было много важных событий, связанных с Иркутом

В сентябре Иркут представил отчётность за 2003 г. Выручка соответствовала нашим прогнозам, но нас несколько разочаровали данные по рентабельности.

Размер выручки \$522 млн по US GAAP не изменился по сравнению с 2002 г. (наш прогноз \$520 млн). Однако компании удалось существенно сократить производственные издержки и повысить норму валовой прибыли на 5 п.п. год-к-году (до 40%). Иркут объясняет это начавшимися поставками в Индию, где по лицензии Иркуты собирают Су-30МКИ.

Операционная рентабельность оказалась ниже прогнозируемой — 11% по сравнению с 17% в 2002 г. (мы ожидали 15%). В 2003 г. EBITDA составила \$76 млн. против ожидаемых \$93 млн из-за удвоившихся административных, общехозяйственных и коммерческих издержек (\$94 млн.) Компания объясняет этот рост повышением коммерческих затрат по начавшемуся новому контракту. Компания планировала начислять их по мере выполнения контракта (на 2003 г. было намечено \$36 млн.), однако окончательный текст контракта требует отражать всю сумму в 2003 г. Отчётность по US GAAP не показывает состав административных, общехозяйственных и коммерческих издержек, поэтому мы не можем проследить темп роста коммерческих издержек. Отчётность по МСФО показывает, что из \$94 млн. административных, общехозяйственных и коммерческих издержек \$58 млн. приходится на коммерческие. Однако в отчётности не содержится сравнительных цифр за 2002 г.

Чистая прибыль продолжила тренд снижающейся прибыльности и осталась отрицательной. В 2003 г. Иркут получил чистый убыток в размере \$14 млн. Отрицательно сказались на конечном результате и более высокие, чем мы ожидали, процентные расходы.

Начиная с 2003 г. компания будет составлять свою отчётность по МСФО. Компания полагает, что такой стандарт предоставляет более «разумное» отражение затрат на НИОКР. По МСФО фундаментальные НИОКР (не связанные с выполнением конкретного проекта) капитализируются и затем год за годом амортизируются. В отчётности за 2003 г. по МСФО затраты на НИОКР составили \$11 млн. против \$27 по US GAAP. В результате показатели рентабельности несколько улучшились (Илл. 77).

В 2003 г. компания увеличила портфель заказов на \$1 млрд (на конец 2003 г. \$4,5 млрд). Чистый долг вырос до \$570 млн. с \$543 млн. в 2002 г. Компания ведёт реструктуризацию долгового портфеля и привлекаемые заёмные средства позволяют одновременно снижать процентные расходы. В рамках этого процесса компания намерена выпустить CLN в январе 2005 г.

В октябре-ноябре 2004 г. Иркут планирует выпустить АДР

В октябре-ноябре 2004 г. Иркут при участии Bank of New York намерен запустить спонсируемую программу АДР первого уровня. Одна АДР будет содержать 30 обыкновенных акций компании. Таким образом, компания намерена повысить ликвидность своих акций. В 2005 г. планируется провести листинг АДР компании на одной из зарубежных бирж.

Компания снизила прогноз по выручке за 2004 г. с \$800 млн до \$700 млн. По оценкам Иркуты, EBITDA в текущем году составит \$140 млн.

EADS намерена приобрести 10% акций Иркуты

Представители Иркуты сообщили, что корпорация EADS обратилась в правительство России за разрешением на приобретение 10% Иркуты (допэмиссия). Однако до сих пор этот шаг заблокирован ограничением

действующего законодательства, согласно которому доля нерезидентов в капитале предприятий авиастроения не может превышать 25% минус 1 акция.

Илл. 77. Сравнение результатов Иркутта, US GAAP (2002-2003 гг.), МСФО (2003 г.)

	US GAAP				Расхождение, П/Ф %	МСФО 2003Ф \$ млн.
	2002 \$ млн.	2003Ф \$ млн.	Изменение, год-к-году %	2003П \$ млн.		
Выручка	528	522	-1	520	0	522
Себестоимость	344	315	-8	340	8	315
Валовая прибыль	185	207	12	180	-13	207
НИОКР	30	27	-11	31	17	11
Администр., общехоз. и коммерч. изд-ки	47	94	100	52	-45	94
Прочие операционные издержки	20	27	37	20	-27	27
Операционная прибыль	88	60	-32	78	30	75
Прочие расходы	79	75	-5	58	-23	75
Прибыль до налогов	9	-15	-263	20	-231	0
Налоги	17	0	-99	5	2,557	-1
Прибыль до интереса меньшинства	-8	-15	87	15	-198	1
Интерес меньшинства	0	-1	149	0	-100	1
Чистая прибыль	-8	-14	85	15	-204	0
ЕБИТДА	103	76	-26	93	22	92
<i>Нормы прибыли</i>						
<i>Н. валовой прибыли</i>	35%	40%		35%		40%
<i>Н. операционной прибыли</i>	17%	11%		15%		14%
<i>Н. прибыли до налогов</i>	2%	-3%		4%		0%
<i>Н. чистой прибыли</i>	-1%	-3%		3%		0%
<i>Н. ЕБИТДА</i>	19%	15%		18%		18%

Источники: отчёты компании, оценки Альфа-Банка

Менеджеры Иркутта возглавят РСК «МИГ»

Решение правительства по авиапрому, принятое в сентябре, выглядит двусмысленно. Президент Иркутта Алексей Федоров был назначен на пост гендиректора РСК «МИГ» — одного из крупнейших российских производителей самолетов-истребителей. Согласно официальной версии, Валерий Торянин уволен с поста гендиректора РСК из-за проблем с поставками МИГ-29К в Индию. Как сообщила 29 сентября газета «Ведомости», старший вице-президент Иркутта по экономике и финансам Сергей Цивилев назначен заместителем гендиректора РСК «МИГ».

Возможность решить проблемы РСК «МИГ» с задолженностью...

Понятно, что эти назначения призваны помочь РСК «МИГ» решить проблемы с задолженностью (по примеру Иркутта). Два ведущих менеджера Иркутта должны заложить основу новой кредитной истории РСК «МИГ».

...но не понятно, кто будет у руля Иркутта

С другой стороны, принятое решение, во-первых, не означает, что продажи РСК «МИГ» обязательно улучшатся, а, во-вторых, приведёт к тому, что Иркутт лишится высшего руководства. Пока не ясно, смогут ли Федоров и Цивилев работать одновременно на «два фронта» и при этом избежать конфликта интересов компании. Тем не менее, наше первое впечатление: в результате кадровых назначений развитие Иркутта может замедлиться, а то и полностью прекратиться. Роль менеджмента очень важна для успешной работы любого авиастроительного предприятия, т.к. новые заказы поступают в результате долгих непростых переговоров. Положительный эффект от назначений не столь очевиден, как негативные. Изменения в ассортименте продукции РСК «МИГ», которые могут вызвать приход Федорова, в конечном счете, могут принести выгоду Иркутту (например, это может касаться учебно-тренировочного самолета).

Неопределенность в отношении создания ОАК может снизить интерес инвесторов к Иркутту

Многие считают, что недавнее назначение — первый шаг на пути создания Объединенной авиастроительной компании (ОАК). Если ОАК будет создана на базе Иркутта и РСК «МИГ», Иркутт, несомненно, выиграет за счет того, что у государства появится внятная политика в отношении производства военной авиатехники и от «возвращения» менеджеров. Однако в этом случае возникнет проблема обеспечения прав миноритарных акционеров. Неопределенность в отношении механизма создания



ОАК (РСК «МИГ» — госкомпания) может снизить интерес инвесторов к Иркуту.

Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям Иркута и расчетную цену \$0,75, но будем внимательно следить за развитием ситуации в отрасли.

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	6,9	Н/З	8,4	8,2
EV/ЕБИТДА	5,3	5,2	5,6	6,0
Капитализация, млн. \$	156			
EV, млн. \$	301			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 79. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Пищевая промышленность и розничная торговля

Александр Свинов, (7 095) 795-3745

Финансовые результаты за квартал превзошли ожидания, и акции сектора ТНП пользовались большим спросом

В сентябре большим спросом пользовались акции компаний потребительского сектора: бумаги ОАО «Аптеки 36,6», Концерна «Калина» и Вимм-Билль-Данна подорожали на 20%, 13% и 15%, соответственно. Рост котировок этих бумаг кажется закономерным в условиях нынешней тенденции роста на рынке акций, и мы полагаем, что спрос на акции указанных выше компаний не уменьшится, так как прогнозы по отрасли в целом обнадеживающие.

Хорошие прогнозы по отрасли связаны с хорошими финансовыми показателями компаний сектора, которые оказались лучше ожиданий рынка. Результаты Вимм-Билль-Данна соответствуют прогнозу, и, учитывая рекордно низкую цену акций, недавний рост вполне объясним. Калина, Сан Интербрю и Балтика показали высокие темпы роста выручки на фоне роста цен и объемов продаж, что свидетельствует о привлекательности сектора для инвестиций. Кроме того, постепенно развеиваются опасения, что банковский кризис, имевший место этим летом, приведет к сокращению потребительских расходов населения.

ВБД и Калина остаются наиболее интересными инвестициями: потенциал роста превышает риски

Мы считаем, что Вимм-Билль-Данн и Калина остаются наиболее оптимальными бумагами для инвестиций в российский потребительский сектор. Мы полагаем, что несмотря на ограниченность потенциала роста акций обеих компаний до их справедливой стоимости (Вимм-Билль-Данн +4,8%, Калина +10,5%), он выше рынка.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 80. 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	18,8	31,9	29,0	18,0
EV/ЕБИТДА	8,0	8,4	7,4	5,7
Капитализация, млн. \$	672			
EV, млн. \$	672			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 81. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Выход на новые ниши (бутилированная вода, сыр) увеличивает 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. 82. Основные события

Дата	Событие
20 сентября	Вимм-Билль-Данн рассматривает возможность покупки от 1 до 3 заводов в Пермской области (Южный Урал). Как подтверждено источниками из местных компаний, компания проводит переговоры с тремя молочными заводами. Хотя компании уже принадлежат два завода в соседней Башкирии, мы приветствуем новые покупки в Перми, так как регион является высоко привлекательным с точки зрения среднего дохода на потребителя. Тем не менее, мы обеспокоены, что конкурент компании Danone также проводит переговоры с этими заводами — что может в итоге существенно увеличить цену покупки, что было бы негативно для ВБД.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 83. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	737	829	896	940
ЕБИТДА, млн. \$	227	229	251	266
Чистая прибыль, млн. \$	123	122	137	147
P/E	13,9	14,0	12,5	11,6
EV/ЕБИТДА	7,8	7,7	7,1	6,7
Капитализация, млн. \$	1711			
EV, млн. \$	1775			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 84. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю

Илл. 85. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	612	869	989	1071
EBITDA, млн. \$	114	149	166	162
Чистая прибыль, млн. \$	24	41	56	48
P/E	16,4	9,8	7,1	8,2
EV/EBITDA	5,6	4,3	3,9	4,0
Капитализация, млн. \$	396			
EV, млн. \$	644			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 86. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

Возможности

- Новые формы упаковки и новые сорта пива увеличат долю рынка

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

КОСМЕТИКА Концерн Калина

Илл. 87. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	157	195	224	255
EBITDA, млн. \$	23	25	30	35
Чистая прибыль, млн. \$	14	16	20	23
P/E	10,9	9,5	7,8	6,6
EV/EBITDA	7,8	6,7	5,1	4,4
Капитализация, млн. \$	153			
EV, млн. \$	179			
Кол-во акций, млн.	8,4			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 88. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Высокая доля небрендованных продуктов

Возможности

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

Угрозы

- Сильная конкуренция с международными производителями

Источники: оценки Альфа-Банка

Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

ЦБ назвал имена первых 26 банков-участников системы страхования депозитов

ЦБ сделал первый шаг к созданию системы страхования вкладов: опубликован т.н. «белый» список банков, что должно несколько успокоить участников банковского рынка. 21 сентября ЦБ назвал имена первых 26 банков-участников системы страхования вкладов. В начале октября список пополнится еще 20 банками. Мы полагаем, что это важная мера призвана обезопасить клиентов государственных и иностранных банков от возможных потерь. Заявки на участие в системе получены от 1137 банков, 762 ЦБ сейчас рассматривает. Крайний срок вхождения в систему страхования вкладов — март 2005 г.

У Сбербанка образовался избыток ликвидности

Очевидно, однако, что нынешняя ситуация в банковском секторе на руку госбанкам. С января по август депозиты корпоративных клиентов в Сбербанке выросли на 40% (в одном только июле их объем увеличился примерно на \$1 млрд). Несмотря на то, что депозиты привлекательны как относительно дешевый источник финансирования, Сбербанк не в состоянии сразу же обратить привлеченные средства в кредиты. В сентябре Сбербанк выступил в качестве крупного покупателя новых облигаций ЦБ (ОБР), выпущенных на сумму \$1,2 млрд.

Сбербанк
Илл. 89. 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	8,2	6,9	7,0	7,0
Капитализация, млн. \$	8 139			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 90. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- 75%-ная монополия на рынке депозитов
- Гос.участие гарантирует доверие вкладчиков

Слабые стороны

- Рост кредитов ухудшает качество кредитного портфеля
- Филиальная сеть в 1329 отделений слишком дорогостоящая
- Гос.участие отбивает интерес менеджеров повышать капитализацию

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Рынок облигаций

Валентина Крылова, (7 095) 795-3742

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

В сентябре на рынке российских еврооблигаций преобладал восходящий тренд, что позволило компаниям разместить еврооблигации на сумму около \$1,7 млрд

В сентябре на российском внешнедолговом рынке преобладал восходящий тренд, по итогам месяца котировки длинных суверенных выпусков выросли на 0,4-1%. Увеличение предложения еврооблигаций в связи с террористическими актами в Беслане и Москве было вызвано психологическими факторами и носило краткосрочный характер. Впоследствии рост цен возобновился, что полностью компенсировало снижение котировок, произошедшее в первой декаде месяца. Активные покупки российских еврооблигаций были вызваны следующими факторами:

- 1. Продолжающееся падение доходностей КО США.** В прошлом месяце на рынке сложился консенсус, что ФРС не будет агрессивно повышать ключевую ставку в целях обеспечения устойчивого экономического роста. Последний пересмотр базовой ставки в сторону повышения на 25 б.п. 21 сентября был ожидаем инвесторами и не повлиял на долговые рынки.
- 2. Рост нефтяных котировок.** Более высокие цены на нефть являются благоприятным фактором для макроэкономического развития РФ и приводят к ускорению темпов накопления стабилизационного фонда. Кроме того, ралли на нефтяном рынке ставит под сомнение ускорение темпов экономического роста в США, и, как следствие, является аргументом в пользу сдержанного повышения ставки ФРС.
- 3. Планы правительства РФ по обсуждению механизма монетизации или досрочного погашения части долга страны Парижскому клубу.** Разработка схемы монетизации позволит России контролировать дополнительные размещения еврооблигаций, выпускаемых наиболее крупными кредиторами РФ в рамках Парижского клуба. С учетом того, что Германия уже создала подобный прецедент, инвесторы положительно среагировали на начало переговоров, итоги которых могут предоставить РФ возможность предотвратить наращивание объема рыночного долга. Появление неофициальной информации о том, что Италия (второй крупнейший кредитор России, задолженность перед которой составляет около \$5,7 млрд) не намерена последовать примеру Германии также поддержало цены российских еврооблигаций.
- 4. Ралли на рынке акций в результате объявления о приобретении Роснефти Газпромом.** Эта новость привела к активизации сделок в корпоративном сегменте рынка еврооблигаций, в то время как выпуски Газпрома прибавили в цене 1-4%.

Приняв во внимание вышеописанные факторы, ряд компаний решил воспользоваться благоприятной рыночной конъюнктурой и выйти на международный долговой рынок путем размещения еврооблигаций и привлечения синдицированных кредитов на общую сумму в \$3 млрд.

Илл. 91. Корпоративные заимствования на международных рынках в сентябре 2004*

Выпуск	Дата выпуска	Сумма выпуска, \$ млн	Срок погашения, лет	Доходностью к погашению при размещении, %
МДМ-Банк	10/09/04	200	2	9,375
Банк Москвы	14/09/04	250	5	8,000
Банк «Российский Стандарт»	16/09/04	300	3	7,800
Норильский никель	19/09/04	500	5	7,125
АвтоВаз (CLN)	20/09/04	150	1	11,750
Альфа-Банк (MTN)	23/09/04	175	1,5	8,375
Евразхолдинг (дополнительный выпуск)	27/09/04	150	5	10,875

Источник: пресс-релизы компаний

* не включает выпуск еврооблигаций Москвы на сумму в €374 млн и синдицированные кредиты.

**Волатильность
долговых рынков
возрастет в октябре
в преддверии
президентских
выборов в США**

Российский долговой рынок останется в октябре высокочувствительным к динамике КО США. Любой официальный комментарий относительно перспектив развития американской экономики будет определять динамику цен казначейских обязательств и российских еврооблигаций до очередной встречи ФРС США 10 ноября. Приближающиеся в США президентские выборы и публикация результатов предвыборных опросов повысят волатильность долговых рынков. Кроме того, увеличение предложения еврооблигаций частично насытит спрос на бумаги развивающихся стран, что также может замедлить рост цен.

Илл. 92. Основные события

Дата	Событие
1 сентября	Террористические акты в России оказали давление на Российский долг, однако продажи облигаций не были подкреплены объемами торгов. Инвесторы не стремились наращивать короткие позиции в условиях благоприятных макроэкономических показателей РФ.
2 сентября	Европейский Центробанк оставил базовую ставку без изменений на уровне 2%. Это решение ожидалось рынком и, как следствие, не повлияло на котировки еврооблигаций.
3 сентября	В августе в экономике США было создано 144 тыс. новых рабочих мест. Данные за июль были пересмотрены в сторону повышения с 32 тыс. до 73 тыс. Такая динамика разочаровала инвесторов и привела к фиксации прибыли на долговых рынках.
8 сентября	Beige Book ФРС США и доклад Гринспена о состоянии экономики пред Бюджетным комитетом Палаты представителей оказали положительное влияние на долговой рынок. Председатель ФРС проявил меньше оптимизма в отношении американской экономики, что вызвало повышение цен КО США. Он также еще раз подчеркнул, что темпы инфляции пока остаются умеренными.
12 сентября	МДМ-Банк разместил 2-летние еврооблигации на сумму в \$200 млн с доходностью к погашению в 9,375% годовых.
14 сентября	Новость о том, что Газпром предполагает приобрести 100% компании Роснефть в обмен на передачу пакета акций государству, вызвала рост цен еврооблигаций, прежде всего выпусков самого Газпрома.
14 сентября	Банк Москвы разместил 5-летние еврооблигации на \$250 млн с доходностью к погашению в 8% годовых.
16 сентября	Банк «Российский Стандарт» разместил 3-летние еврооблигации на \$300 млн с доходностью к погашению в 7,8% годовых.
17 сентября	Переговоры между Министром финансов Кудриным и представителями Парижского клуба, в ходе которых обсуждалась разработка методологии по секьюритизации задолженности Парижскому Клубу. Появление такого механизма даст РФ возможность активно участвовать в управлении долгом перед Парижским Клубом и контролировать его монетизацию странами-кредиторами, входящими в Парижский Клуб.
17 сентября	Норильский Никель успешно разместил 5-летние еврооблигации на \$500 млн с доходностью к погашению в 7,125% годовых.
21 сентября	Комитет по открытому рынку ФРС США повысил ставку на 25 б.п. до 1,75%, что соответствовало ожиданиям инвесторов. Последующий комментарий представителей ФРС был нейтральным и не оказал влияния на долговые рынки.
23 сентября	Альфа-Банк разместил 1,5-летние MTN на сумму в \$175 млн с доходностью к погашению в 8,375% годовых.
26 сентября	Московское правительство разместило 7-летние еврооблигации на сумму в €374 млн с доходностью к погашению в 6,45% годовых. Спрос со стороны инвесторов превысил заявленный объем и достиг €1 млрд.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 93. Динамика валютных облигаций на 30 июня 2004г.

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению	Текущая доходность	Дюрация	Спред к безрисковой ставке
			%	%	%	кол-во лет	бп
Еврооблигации							
Евро-05	7/24/05	104.25	-0,54	3,3	8,39	0,78	122,25
Евро-07	6/26/07	112.75	-0,83	4,9	8,87	2,41	221,25
Евро-10	3/31/10	108.81	-0,40	5,4	7,58	3,14	250,36
Евро-18	7/24/18	129.00	-1,15	7,6	8,53	8,06	349,52
Евро-28	6/24/28	152.25	0,37	7,9	8,37	10,03	354,67
Евро-30	3/31/30	96.25	0,39	7,3	5,19	8,61	312,65
Облигации Минфина							
Минфин 5	5/14/08	90.50	0,56	6,0	3,31	3,42	302,29
Минфин 6	5/14/06	97.88	0,51	4,4	3,07	1,58	194,57
Минфин 7	5/14/11	79.38	1,44	7,0	3,78	5,93	336,64
Минфин 8	11/14/07	94.00	1,08	5,5	3,19	2,50	277,18
Aries							
Aries 2007	10/25/07	102.75	-0,24	Н/Д	5,30	Н/Д	Н/Д
Aries 2009	10/25/09	105.63	-0,94	6,4	7,34	4,11	324,45
Aries 2014	10/25/14	112.25	0,39	7,8	8,55	6,62	403,28
Муниципальные облигации							
Москва-04	10/25/04	100.28	-0,54	4,7	10,22	0,05	0,00
Москва-06	4/28/06	109.25	-0,41	4,6	10,02	1,47	221,85
Ниж. Новгород	4/3/05	100.00	0,00	8,8	8,75	0,12	703,59
Банковский сектор							
Альфа-Банк	11/19/05	103.00	-1,25	7,9	10,44	1,05	566,24
Внешторгбанк-05	4/28/05	100.51	0,25	Н/Д	3,84	Н/Д	Н/Д
Внешторгбанк-07	7/30/07	101.69	1,12	Н/Д	4,68	Н/Д	Н/Д
Внешторгбанк-08	12/11/08	101.25	-0,14	6,5	6,79	3,63	346,97
Газпромбанк-05	10/4/05	105.50	0,18	4,0	9,24	0,99	172,55
Газпромбанк-08	10/30/08	100.26	0,68	7,2	7,23	3,49	416,31
Зенит	6/12/06	100.65	0,00	8,8	9,19	1,56	636,52
МДМ-Банк	12/16/05	102.25	-0,40	8,7	10,51	1,12	644,95
НИКойл	3/19/07	97.00	0,00	10,4	9,28	2,24	772,59
НОМОС-банк	2/13/07	98.75	0,51	9,7	9,24	2,14	705,76
Петрокоммерц	2/9/07	99.11	-0,24	9,4	9,08	2,13	675,99
Русский стандарт-05	5/28/05	102.38	-0,12	7,1	10,74	0,62	510,24
Русский стандарт-07	4/14/07	101.96	-0,02	7,9	8,58	2,23	519,46
Сбербанк	10/24/06	99.45	0,22	Н/Д	2,89	Н/Д	Н/Д
Уралсиб	7/6/06	100.26	0,68	8,7	8,85	1,63	621,96
Нефтегазовый сектор							
Газпром-07	4/25/07	108.70	0,22	5,4	8,39	2,26	274,08
Газпром-09	10/21/09	115.30	0,03	6,9	9,11	3,96	370,12
Газпром-10	9/27/10	104.89	0,57	6,8	7,44	5,01	340,29
Газпром-13	3/1/13	110.90	1,89	7,8	8,68	6,04	416,41
Газпром-20	2/1/20	101.25	0,94	7,0	7,11	5,94	332,77
Газпром-34	4/28/34	106.52	3,26	8,0	8,10	11,13	361,80
Роснефть	11/20/06	115.00	0,66	5,2	11,09	1,86	261,40
Сибнефть-07	2/13/07	107.10	0,33	8,1	10,74	2,11	546,20
Сибнефть-09	1/15/09	106.08	1,18	9,0	10,13	3,49	598,81
ТНК	11/6/07	112.71	1,00	6,4	9,76	2,62	362,24
Телекоммуникационный сектор							
АФК Система-08	4/14/08	103.74	0,06	9,0	9,88	2,92	614,99
АФК Система-11	1/28/11	99.48	0,57	9,0	8,92	4,88	555,53
ВымпелКом-05	4/26/05	103.25	-0,75	4,5	10,12	0,53	248,12
ВымпелКом-09	6/16/09	106.00	1,21	8,4	9,43	3,78	531,75
МТС-04	12/21/04	101.20	-0,59	5,0	10,82	0,21	331,74
МТС-08	1/30/08	106.30	0,15	7,6	9,17	2,88	473,23
МТС-10	10/14/10	100.58	1,24	8,3	8,33	4,67	486,98
Металлургический сектор							
Евразхолдинг-06	9/25/06	100.85	0,35	8,4	8,80	1,85	582,22
Евразхолдинг-09	8/3/09	101.96	1,21	10,3	10,67	3,82	722,47
ММК-05	2/18/05	101.85	-0,39	4,6	9,82	0,37	247,09
ММК-08	10/21/08	99.41	0,66	8,2	8,05	3,41	518,81
Северсталь-09	2/24/09	97.75	1,30	9,3	8,82	3,70	617,94
Северсталь-14	4/19/14	95.45	3,75	10,0	9,69	6,18	630,52
Другие							
Алроса	5/6/08	99.63	0,23	8,2	8,16	3,08	536,24
Вимм-Билль-Данн	5/21/08	96.58	1,34	9,6	8,80	3,09	674,96

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

Индекс РТС: формируя «правое плечо» или «двойную вершину»?

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

Илл. 94. Индекс РТС — основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда	Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1-30 сентября			
			Краткосрочный	Долгосрочный						
РТС	ДЕРЖАТЬ	689	Бычий	Byчий	R4 887,66	138.2% FiboE	S1 620,29	200-дневная МА	OP	582,93
	ЛОНГ			Ускоряется	R3 801,97	Линия сопротивления	S2 601,66	6-месячная МА	HI	637,37
	ЦЕЛЬ	718			R2 785,52	Исторический максимум	S3 571,66	Максимум октября 97	LO	581,29
					R1 718,68	75.0% FiboR	S4 543,25	Линия тренда	CL	631,65

Источник: оценка Альфа-Банка

- Долгосрочный тренд на РТС снова стал бычьим и ускоряется вверх, что указывает на возможность тестирования исторического максимума 785,52 и даже на вероятность прорыва выше этого уровня сопротивления, что может открыть дорогу к нашей новой долгосрочной технической цели 1080.
- В краткосрочном плане начало технической коррекции на РТС можно ожидать от уровня 689-718, которая теоретически может привести к формированию «правого плеча» в потенциальной модели перелома тенденции «голова и плечи».
- Однако на среднесрочном горизонте, индекс РТС имеет хорошие шансы вернуться к своему историческому максимуму, но только прорыв выше 802 может вызвать сильное ралли к диапазону значений 998-1078.
- Мы повысили нашу рекомендацию по РТС с ПРОДАВАТЬ (ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ) до ДЕРЖАТЬ с предварительной технической целью 718; наш рекомендуемый УРОВЕНЬ ЗАЩИТНОЙ ОСТАНОВКИ — 650.

Илл. 95. Индекс РТС — Технические месячные характеристики, по состоянию на 7 октября 2004 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

Классический технический анализ

В краткосрочном плане, начало технической коррекции в сторону понижения вероятно от уровня 689-718

В августе индекс РТС (см. Илл. 95) прорвал понижающуюся 6-месячную скользящую среднюю и закрылся выше нашего предыдущего расчетного уровня 620, равного 38,2%-ной коррекции Фибоначчи на движение вниз от исторического максимума (785,52) минимума августа 2004 г. (518,15). Как мы и ожидали, прорыв сквозь это сильное сопротивление освободил



путь к следующей области сопротивления, лежащей между отметками 651 и 683. И действительно, уже 7 октября 2004 г. индекс РТС закрылся выше 61,8%-ной коррекции Фибоначчи (683), открывая дорогу к новому умеренному сопротивлению 718. В результате чего 6-месячная скользящая средняя сформировала свой локальный минимум и начала двигаться вверх в тандеме с 24-месячной скользящей средней.

В то же время, индекс РТС выглядит сильно «перекупленным» в краткосрочном плане. Поэтому мы допускаем начало технической коррекции в сторону понижения от уровня 689-718, которая теоретически может привести к формированию «правого плеча» в потенциальной модели перелома тенденции «голова и плечи» в соответствии с нашим пессимистическим сценарием.

Индекс РТС может вернуться к 785-800 на волне ускоряющейся долгосрочной тенденции и сформировать модель «двойная вершина»

Долгосрочный тренд на РТС снова стал восходящим и ускоряется вверх. Поэтому мы полагаем, что после краткосрочной технической коррекции в сторону понижения или консолидации индекс РТС может вернуться к своему историческому максимуму 785,52 и затем попытаться протестировать мощное сопротивление на отметке 802. Однако только прорыв выше этого уровня может вызвать мощное ралли к нашей новой долгосрочной технической цели 1080 в соответствии с нашим оптимистическим сценарием. Наш третий, умеренно-оптимистический сценарий включает в себя формирование крупной модели перелома тенденции «двойная вершина».

Краткосрочный тренд и циклы

Краткосрочный тренд на РТС все еще бычий

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 96 все еще прогрессирует вместе с тремя линиями, а именно: быстрой ATL, медленной адаптивной скользящей средней (АМА) и быстрой АМА. Это значит, что на РТС все еще сохраняется господствующая восходящая тенденция. Более того, растущая медленная ATL демонстрирует положительное ускорение. Такое ускорение часто предшествует формированию модели перелома тенденции, особенно если оно случается на фоне увеличения волатильности краткосрочного составного волнового цикла. Однако при этом очень трудно точно спрогнозировать ценовой уровень, от которого следует ожидать начала коррекции.

Быстрая адаптивная линия тренда (ATL) на Илл. 96 снова «отскочила» от обеих медленной ATL и быстрой АМА и в настоящее время растет в тандеме с остальными техническими индикаторами. В то же самое время, разрыв между текущим значением быстрой ATL и всеми остальными кривыми уже слишком велик, что означает сильно перекупленный рынок и может послужить триггером для начала понижательной коррекции.

Медленный момент направлен почти горизонтально

Медленный момент в средней части Илл. 96 продолжает быть направленным почти горизонтально в области положительных значений, что подтверждает присутствие устойчивого бычьего тренда на рынке. Быстрый дважды возобновил рост от принципиально важного нулевого уровня и продолжает повышаться. В то же время, быстрый момент уже демонстрирует некоторое замедление своего роста, что указывает на приближение локального максимума и должно быть расценено как медвежья предпосылка. Этот медвежий знак наряду с приближением к сильным уровням сопротивления может привести к грядущей технической коррекции в сторону понижения.

Илл. 96. Индекс РТС — Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 7 октября 2004 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Краткосрочный CWC растет на фоне увеличения своей собственной волатильности

После прохождения своей локальной впадины вблизи нулевой отметки, краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 96 возобновил рост и быстро достиг сильно перекупленной области выше уровня «плюс два сигма», что сопровождается мощным ростом его собственной волатильности. Это значит, что состояние неустойчивого равновесия на рынке качнулось в сторону повышения. Мы допускали такой исход в нашем еженедельном техническом фокусе от 27 сентября 2004 г.

Долгосрочный тренд на РТС стал бычьим и ускоряется вверх

Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд на РТС стал восходящим, так как медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 97 в настоящее время движется вверх и пересекает медленную адаптивную линию тренда (АМА) снизу вверх. Напомним, что в соответствии с нашим собственным определением долгосрочный тренд должен считаться восходящим после пересечения медленной ATL и медленной АМА. Более того, медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 97 ускоряется вверх. Вместе с тем, и быстрая ATL и быстрая АМА растут в тандеме с медленной ATL, что подтверждает наличие модели глобального разворота долгосрочной тенденции в сторону повышения на РТС. Другой сильный бычий знак — это то, что быстрая АМА миновала свое локальное дно и достигла медленной АМА. С позиции классического технического анализа кроссинг этих линий снизу вверх — это сигнал для долгосрочных покупок.

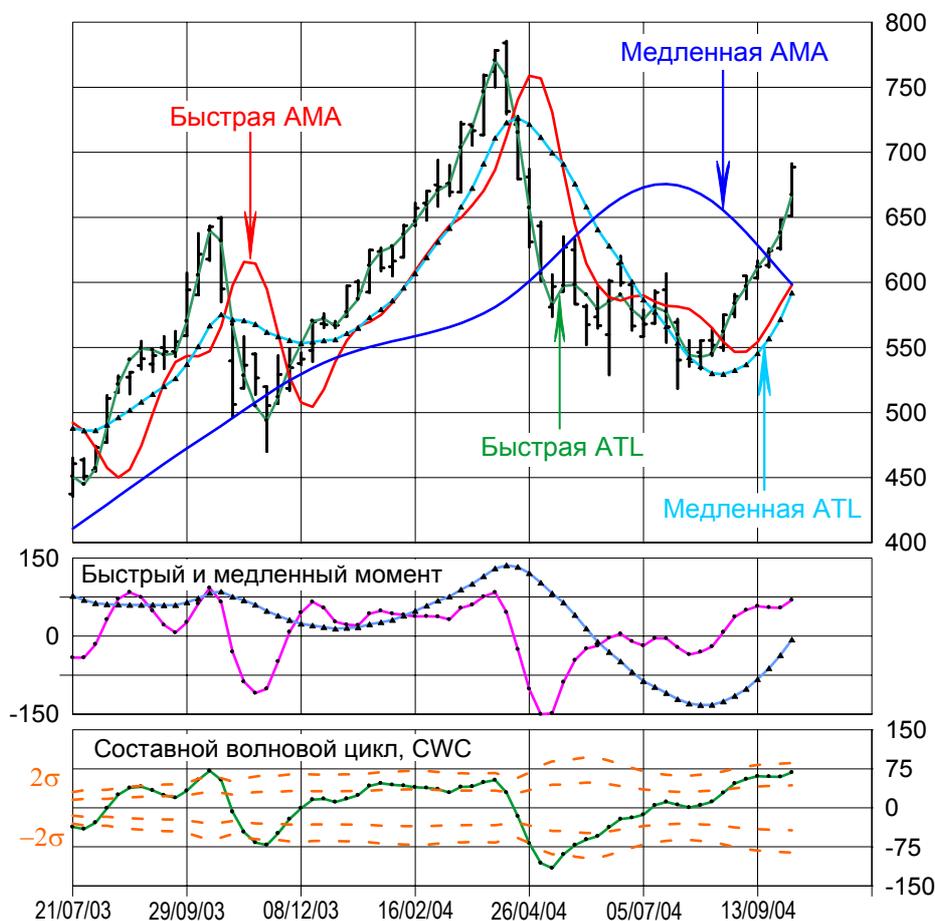
Индикатор медленного момента достиг нулевого уровня

Долгосрочный CWC прогрессирует в умеренно перекупленной области

Пройдя свой локальный минимум на негативной территории, индикатор медленного момента в средней части Илл. 97 возобновил рост и продолжает ускоряться вверх. На этой неделе он достиг нулевого уровня, что также подтверждает установление новой долгосрочной восходящей тенденции. В то же время, и быстрый момент возобновил фазу роста после непродолжительной консолидации, что указывает на огромный потенциал роста на РТС.

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) продолжил фазу роста в тандеме с линией медленного момента. Однако мы считаем, что потенциал роста индекса РТС за счет долгосрочного CWC достаточно ограничен, так как он уже находится выше уровня «сигма», в то время как потенциал роста благодаря трендовой компоненте (медленной ATL) остается очень большим.

Илл. 97. Индекс РТС — Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 7 октября 2004 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Уровни поддержки и сопротивления

Сильное сопротивление на РТС расположено между 718 и 785

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС даны на Илл. 94 и Илл. 95. Сильная область сопротивления сейчас расположены между отметками 718 и 785. Основное сопротивление — 802. Основная поддержка — 543. Другой сильный уровень поддержки 620 определен текущим значением 200-дневной скользящей средней.

**Потенциал роста и падения**

Учитывая состояние рынка, мы делаем следующие выводы:

Долгосрочный тренд на РТС стал бычьим и ускоряется, что понижает шансы успешного завершения модели «голова и плечи»

На РТС вероятно формирование крупной модели «двойная вершина» вблизи уровня 785-800

1. Недельные графики на Илл. 97 указывают на то, что долгосрочная тенденция на РТС, определяемая нами по динамике и направлению медленной адаптивной линии тренда (ATL), стала восходящей и ускоряется вверх, в то время как краткосрочный тренд остается устойчиво растущим. Это указывает на возможность тестирования исторического максимума 785,52 и даже на вероятность прорыва выше этого уровня сопротивления, что может открыть дорогу к нашей новой долгосрочной технической цели 1080.
2. В краткосрочном плане, начало технической коррекции на РТС можно ожидать от уровня 689-718, которая теоретически может привести к формированию «правого плеча» в потенциальной модели перелома тенденции «голова и плечи».
3. Однако на среднесрочном горизонте, индекс РТС имеет хорошие шансы вернуться к своему историческому максимуму, но только прорыв выше 802 может вызвать сильное ралли к диапазону значений 998-1078. Наш умеренно-оптимистический сценарий включает в себя формирование крупной модели перелома тенденции «двойная вершина».
4. Мы повысили нашу рекомендацию по РТС с ПРОДАВАТЬ (ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ) до ДЕРЖАТЬ с предварительной технической целью 718; наш рекомендуемый УРОВЕНЬ ЗАЩИТНОЙ ОСТАНОВКИ — 650.

Эта страница специально оставлена пустой

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
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.