

Март: Большие надежды

9 марта 2005 г.

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Экономическая политика: виден ли выход из тупика?

- За последние шесть недель котировки российских акций заметно выросли по сравнению с ценовыми уровнями конца 2004 г. С начала года индекс РТС вырос на 14,2% (развивающиеся рынки – на 7,3%, мировой рынок акций в целом – на 0,7%). Рост объясняется влиянием ряда факторов: в декабре урегулирован вопрос с доначислением налогов Вымпелкому; возобновился процесс объединения Газпрома и Роснефти, который приведет к ликвидации ограничений для резидентов на операции с акциями газовой монополии; Правительство определило приоритетные, с точки зрения капложений, отрасли; макроэкономические показатели продолжают улучшаться (с начала года средняя экспортная цена сорта Urals превысила \$40 за баррель по сравнению с \$29 в аналогичном периоде прошлого года). В итоге страна имеет рекордный профицит бюджета и внушительный стабфонд.
- В настоящее время большинство российских акций торгуются на уровне их справедливой стоимости (рассчитанной методом DCF), соответствующей 710 пунктам по индексу РТС. В то же время ряд бумаг, в т.ч. Газпром, операторы мобильной связи, по-прежнему имеют значительный потенциал роста (см. рекомендации по портфелю). С учетом наличия значительного объема свободных денежных средств у российских трейдеров, а также усиливающегося притока средств со стороны зарубежных фондов, инвестирующих в акции развивающихся рынков, можно прогнозировать продолжение повышательного тренда по индексу РТС в марте.
- Наиболее динамичный рост с начала года демонстрируют три отрасли (из акций компаний этих отраслей сформирован наш Стратегический портфель): нефтяные компании «второго эшелона» (объединение активов), металлургия (улучшение финансовых показателей) и региональные компании связи (в расчете на приватизацию Связьинвеста).
- Все отчетливее проявляются признаки разногласий между группой министров-реформаторов во главе с Грефом и аппаратом Правительства, поддерживаемого Фрадковым. Все попытки договориться о принципах экономической политики на 2005 г. пока ни к чему не привели. Есть надежда, что конец спору между членами Правительства положит президент Путин (в апреле он выступит с ежегодным посланием к Федеральному Собранию).
- В последнее время за рубежом Россию все чаще критикуют за ошибки во внутренней политике. Может затормозиться и вступление в ВТО (может быть отложено до 2006 г.), которое многие уже считали делом решенным. Проблемы со вступлением в ВТО, в свою очередь, могут привести к сокращению прямых иностранных инвестиций, составивших в 2004 г. 1,6% ВВП (\$9,4 млрд).

Портфельные рекомендации*

Газпром (внутренние)	Потенциал роста до справедливой стоимости - 49%; после проигрыша Юкоса в суде г. Хьюстон возрастает вероятность отмены ограничений для нерезидентов на операции с акциями газовой монополии
Норильский Никель	Потенциал роста - 30% (повышение прогноза по ценам на металлы)
Голден Телеком	Потенциал роста - 26% (прогнозируются хорошие финансовые показатели)
Вымпелком	По сравнению с МТС более дешевая акция; динамично растущая отрасль
ЛУКОЙЛ	Относительно менее рискованная нефтяная акция (сильный поддерживающий фактор – скупка акций, осуществляемая ConocoPhillips)
Сбербанк	Акция-индикатор ситуации в финансовом секторе
Металлургические компании «второго эшелона»	Акции по-прежнему торгуются со значительным дисконтом относительно бумаг аналогичных зарубежных компаний

Примечание: * срок инвестиций - 3-6 месяцев

Последние публикации

Кто же победил? Роснефть? – Вряд ли..... <i>Мэтью Томас и Анна Бутенко</i>	Март 2
Индекс АВ-ICI 2004: рынок не разделяет оптимизма <i>Наталья Орлова</i>	Февраль 21
Акции МРК: Не поддаваться ажиотажу <i>Андрей Богданов и Светлана Суханова</i>	Февраль 24
Новые идеи в третьем эшелоне компаний связи: Башинформ связь и Казань ГТС <i>Андрей Богданов и Светлана Суханова</i>	Февраль 18
Комментарии о встрече с руководством «ВолгаТелеком» <i>Андрей Богданов и Светлана Суханова</i>	Февраль 16
<i>Если Вас заинтересовала какая-либо из данных публикаций, пожалуйста, дайте нам знать, и мы вышлем Вам ее незамедлительно</i>	

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:**

Стратегия.....	3
Последние опросы общественного мнения	3
Общественные ожидания	5
Популярность Путина.....	7
Варианты дальнейшего развития событий	8
Тема: Экономическая политика: виден ли выход из тупика?	10
Разногласия в Кабинете стали явными	10
Вступление в ВТО может быть затруднено.....	11
В 2004 г. ПИИ в Россию пришли из Нидерландов и с Кипра	11
Динамика и оценка акций	13
Графики.....	17
Экономика и политика.....	19
Новости компаний и отраслей.....	20
Нефть и газ	20
Энергетика	27
Телекомы	28
К покупке акций МРК надо относиться осторожно.....	28
Металлургия.....	35
Машиностроение	40
Пищевая промышленность и розничная торговля	41
Банковский сектор	44
Рынок облигаций	45
Индекс РТС: технический потенциал роста – 16%.....	48



Стратегия

Кристофер Уифер, (7095) 103-7322

Резкое падение доверия общества к правительству

Есть опасения, что тенденция приведет к росту политической нестабильности и подорвет успехи экономики

Сегодня проблема — в том, что прогресс экономики породил рост общественных ожиданий, которые удовлетворить правительству становится все труднее

Политическая целесообразность может перевесить экономический расчет

Снижение популярности властей в результате социальных реформ носит временный характер

Недавние опросы общественного мнения показали снижение народной поддержки президента Путина и резкое падение доверия общества к правительству.

Инвесторы опасаются, что при сохранении этой тенденции разногласия в верхних эшелонах правительства (по таким вопросам, как стратегия реформ и слияние Газпрома и Роснефти) могут усугубиться. Хотя это, в принципе, могло бы заставить правительство вернуться на курс реформ, такой вариант маловероятен, учитывая опросы общественного мнения, показывающие, что подавляющее большинство населения выступает против стремительных экономических и социальных перемен. Кроме того, это могло бы привести к политической нестабильности, что было бы чревато печальными последствиями — как для правительства, так и для инвесторов. Эти опасения (т.е. потери *политической стабильности* в условиях, когда под вопросом и *экономическая предсказуемость*) — одна из причин, по которым международные портфельные инвесторы продолжают сводить к минимуму долю российских ценных бумаг и не хотят платить за них справедливую цену, какую платят за их аналоги на мировых развивающихся рынках. Едва ли это положение изменится до тех пор, пока не уменьшатся политические (и все иные) опасения.

Инвесторы с подозрением относятся к итогам опросов общественного мнения, так как их респонденты склонны быстро переключать вину за любые проблемы на министров и бюрократов, тем самым оставляя возможность для восстановления личной популярности Путина. Хотя правительство сохраняет веру в то, что оно способно «откупиться» от уличных протестов за счет средств из стабилизационного фонда и пересмотра (в сторону повышения) предполагаемых в бюджете цен на нефть, переломить тренд снижения общественного доверия к властям ему будет нелегко. Реальная проблема в том, что экономические успехи последних пяти лет вызвали значительный подъем общественных надежд на то, что темп позитивных изменений (например, в отношении роста доходов и социальных благ) будет сохранен. Сложность в том, что нынешняя «точка отсчета» гораздо выше, чем она была пять лет назад, и прогресс от этой точки неизбежно будет более трудным.

Вместе с тем, в силу ряда политических приоритетов, правительство может попытаться удовлетворить среднесрочные ожидания общества, пойдя на компромисс в вопросах дальнейшего оздоровления экономики. Если Кабинет этого не сделает, и снижение общественной поддержки продолжится, то аргументы *Силовиков* в пользу радикальных ответных мер могут показаться Путину неопровержимыми. Эта угроза — важный фактор, который определит инвестиционную атмосферу на ближайшие годы.

Последние опросы общественного мнения

В последнее время опубликованы итоги опросов общественного мнения, показавшие рост народного разочарования в политике правительства, снижение доверия к Кабинету и падение рейтинга популярности Путина. Очевидная причина этой тенденции — реакция общества на «халтурно» проведенную конверсию механизмов социальной поддержки из режима льгот на монетарную основу. Если бы это была единственная причина, то можно было бы ожидать, что наблюдаемое снижение популярности властей и общественного доверия к ним носит временный характер.

Степень общественного недоверия к правительству постепенно нарастает

Между тем, отмеченная негативная тенденция была очевидна задолго до монетизации льгот и объясняется тем фактом, что в последние пять лет происходило накопление общественных ожиданий, особенно социальных и экономических надежд нарождающегося среднего класса. На фоне тщетных попыток правительства удовлетворить эти растущие ожидания мера общественного разочарования неизбежно возрастает. Возможно, правительство «откупится» от протеста улиц за счет стабилизационного фонда и пересмотра (в сторону повышения) заложенных в бюджете цен на нефть. Однако это едва ли поможет решить проблему, ибо смягчить ситуацию в других сферах будет гораздо труднее.

В марте общественные протесты могут усилиться

Уличные протесты могут усилиться в марте, когда коммунальные тарифы вырастут, а терпение народа истощится. Возможно, протесты совпадут с дальнейшим падением веры общества в способность правительства удовлетворить его ожидания. Это не лучший фон для роста курса акций, особенно если опасения (в отношении хода налоговых расследований и пересмотра Счетной палатой итогов приватизации) не будут развеяны. Это подтверждает наш вывод о том, что котировки акций, скорее всего, не вырвутся из сравнительно узкого ценового коридора до тех пор, пока Путин не предпримет решительных мер в целях восстановления доверия общества.

Путин в роли Президента уже второй срок, но правительство действует так, словно оно только что сформировано

Путин исполняет обязанности президента уже второй срок. Хотя обычно в таком положении президенты меньше озабочены своей популярностью, Путин персонифицирует структуру власти, характерную для первого срока правления. То есть структуру, стремящуюся обеспечить выбор преемника (или механизм преемственности), который гарантировал бы сохранение политического влияния после выборов 2008 г. По мере того, как близится окончание второго срока (и если опросы общественного мнения покажут дальнейшее падение доверия к Путину или к политике правительства), есть опасность, что внутри Кабинета будут нарастать требования перемен. Эти требования влекут за собой риск политической нестабильности и дезориентации правительства, что может еще больше подорвать инвестиционный климат на ближайшие несколько лет.

Путин может еще вернуться к начальной программе реформ, но это маловероятно

Здесь есть две стороны – хорошая и плохая. С одной стороны, Путин может решиться на поддержку либеральных экономистов и вернуться к изначальной программе реформ. С другой стороны есть опасность, что влияние во властных структурах получают «ястребы», которые возьмут агрессивный тон по отношению к политической оппозиции, средствам массовой информации, а также к экономическим субъектам. На данном этапе ни один из сценариев не представляется достаточно вероятным.

Вероятно, правительство сосредоточит свои усилия на спектре стратегических отраслей

Более вероятен вариант, когда Путин и его советники из «ближнего круга» в правительстве станут проводить свою – пересмотренную – стратегию роста экономики, в надежде на то, что им удастся соблюсти заявленные темпы увеличения ВВП, удержать доходы бюджета на высоком уровне и (как было в последние пять лет) «сбросить» необходимый объем ликвидности и сохранить уровень публичного доверия, достаточный для того, чтобы доходы общества продолжали расти. Представляется, что эта пересмотренная стратегия, признаки которой постепенно нарастают, позволит правительству сосредоточить стимулы роста в узком спектре отраслей (показывающих позитивную динамику или тех, где Россия имеет стратегическое преимущество), над которыми государство может осуществлять серьезный контроль либо посредством режима жесткого регулирования, либо через владение крупнейшей компанией в каждой из намеченных отраслей.

Этот прагматичный подход не потребует большой поддержки со стороны бюрократии

Это – более прагматичный подход, который не потребует такой же большой поддержки со стороны бюрократии, какая была бы необходима при программе широких реформ. Такой подход обеспечил бы разумную поддержку инвестиционным программам в ближайшие 12-18 месяцев и



позволил бы инвесторам лучше оценить риски для каждой отрасли и компании. Разумеется, проблема - в том, что сценарий сильно зависит от сохранения высоких цен на сырье (или от наличия в стабилизационном фонде средств, достаточных, чтобы в случае резкого падения цен компенсировать финансовый ущерб).

Общественные ожидания

В стране регулярно публикуются итоги нескольких опросов общественного мнения

В России есть ряд известных организаций по изучению общественного мнения. Каждая обладает своей методикой и ежемесячно публикует итоги опросов. Тот факт, что все они публикуют похожие, в структурном отношении, данные («пользующиеся максимальным доверием» и «самые популярные» политики, «степень доверия к правительству» и т.д.) вносит путаницу в оценку реальных тенденций общественного мнения. Дело в том, что комментаторы порой сравнивают несопоставимые результаты.

Рейтинг личной популярности Путина по-прежнему высок (69%)

Ниже следует краткое изложение того, о чем пишут ведущие агентства по изучению общественного мнения:

Путин остается в России политиком, пользующимся ее максимальным доверием

- Одна из организаций показала, что рейтинг личной популярности Путина еще довольно высок (69%), хотя и ниже уровня, отмеченного в декабре (72%). Там же сказано, что за прошедший год рейтинг личной популярности Путина колебался в зависимости от событий (например, Беслан), но обычно быстро восстанавливался, так как народ винил во всем бюрократов. В то же время другое агентство зафиксировало рейтинг Путина на уровне 65% и отметило неуклонное его снижение по сравнению с уровнем, зафиксированным после выборов (84%).

Большинство народа считает работу правительства неэффективной

- Путин остается в РФ политиком, пользующимся максимальным доверием населения (32%), опережая всех соперников на большой процент (ближайший конкурент имеет рейтинг 11%). Процент тех, кто доверяет Путину больше, чем любому другому политику, оказался гораздо ниже итогов такого же опроса, проведенного во время мартовских выборов (46%), но это скорее отражает тот факт, что год назад на политическом поле было меньше ярких фигур, чем сегодня. В последние месяцы рейтинг доверия к Путину не снизился, несмотря на протесты улицы против монетизации льгот.

Большинство народа полагает, что Россия движется в неверном направлении

- Видно резкое падение доверия общества к правительственным структурам, включая государственную бюрократию. Большинство населения (66%) считает, что работа правительства неэффективна, а 44% думают, что Кабинет не сможет изменить ситуацию (более оптимистичны в этом вопросе лишь 16%).

«Правительственная» партия в Думе все еще лидирует по рейтингу популярности

- Сегодня большинство населения (49% против меньшинства в 38%) полагает, что в том, что касается социального, экономического и политического развития, Россия движется в неверном направлении (пропорция, противоположная итогам опроса за прошлый год). При этом 67% считают, что политическая ситуация в России напряженная или потенциально взрывоопасная. Лишь 18% опрошенных сочли свое материальное положение «хорошим», 54% считают его «терпимым», а 24% заявили, что больше терпеть они не могут.

Озабоченность среднего класса возрастает

- База общественной поддержки партии «Единая Россия» (37%) более или менее аналогична той, что отмечена по итогам выборов в декабре 2003 г.

- По мере того, как в структуре населения растет доля среднего класса, основная сфера озабоченности сдвигается в сторону проблем наркомании, преступности и терроризма.

Интересный сдвиг отмечен в сфере общественных ожиданий и страхов. Сразу после мартовских выборов опрос ВЦИОМ'а (респонденты имели

От «национальных» и «великодержавных» приоритетов...

возможность выбрать более чем один ответ) показал, что основными предметами озабоченности были следующие:

- 58% респондентов хотели, чтобы Россия вернула себе статус великой державы;
- 48% хотели более справедливого распределения доходов;
- 45% хотели более твердого соблюдения законов;
- 43% хотели прекращения войны в Чечне;
- 41% хотели справедливого воздаяния за приватизацию 1990-х гг.

...к приоритетам «качества жизни»

Опрос, проведенный агентством «РОМИР Мониторинг» в конце декабря, показал, что эти приоритеты изменились следующим образом:

- 54% обеспокоены проблемой роста наркомании;
- 50% обеспокоены высоким уровнем преступности;
- 49% обеспокоены растущим числом террористических актов в стране;
- 37% обеспокоены проблемой бедности;
- 23% обеспокоены состоянием окружающей среды;
- 17% обеспокоены низким уровнем медицинского обслуживания;
- 15% обеспокоены «войной» (понятие не конкретизировано);
- 9% боятся голода, 8% обеспокоены наличием ядерного оружия, 5% озабочены вопросами религии.

Приоритеты разных социальных групп изменились, причем по-разному

Интересный, хотя и предсказуемый, аспект опроса состоит в том, что респонденты с высоким уровнем доходов более озабочены проблемой роста наркомании (62%) и терроризма (53%). Те, кто относят себя к среднему классу, более всего озабочены преступностью (53%), а люди с низкими доходами больше опасаются бедности (49%).

К 2015 г. «средний класс» в стране вырастет до 60%

Министерство экономического развития и торговли опубликовало отчет, где говорится, что к 2015 г. доля среднего класса в населении России должна вырасти с нынешних 20% до 60%. В отчете сказано, что сегодня все предпосылки для этого есть, хотя там же говорится, что прогресс в этом зависит от эффективности осуществления плана широких реформ. Если прогресс развития экономики сохранится, то – по предположениям министерства – показатель ВВП на душу населения к 2015 г. достигнет \$18000 (по сравнению с нынешними \$4900).

Правительству нужна стратегия, способная привлечь «средний класс» на его сторону

Даже если план реформ будет осуществлен медленнее или с отсрочкой (как сейчас ожидается), то тенденция к увеличению доли «среднего класса» в населении очевидна, так что опасения/ожидания именно этой группы составят предмет основной «заботы» правительства накануне выборов 2008 г.

Экономические реформы не входят в список основных приоритетов общества

Продвижение экономических реформ не входит в тройку основных приоритетов населения. Опрос, проведенный ВЦИОМ'ом в январе, показал: 38% респондентов полагают, что социальные и экономические реформы носят «антинародный» характер, а 57% хотели бы их более медленного осуществления. Другой опрос, проведенный «Аналитическим центром Левады» показал, что 37% респондентов одобряют реформы, но считают, что их следует проводить гораздо медленнее, и лишь 13% выступают за ускоренное их проведение.

Отсюда — прагматика в подходе к мерам по сохранению темпов роста экономики

Путин породил у общества большие надежды на неуклонный рост уровня жизни и величины доходов. Поскольку его личный рейтинг популярности будет определяться, главным образом, именно этим фактором, Путину придется прилагать усилия в этом направлении и впредь. Отсюда – необходимость выбирать достижимые ориентиры роста, не беря на себя

риск проведения начального плана широких реформ. Проблема, как всегда, не в том, что Россия не получает достаточного дохода, а в том, что доход распределяется неравномерно, когда ничтожный процент населения владеет непропорционально большой частью национального богатства.

Разрыв в доходе самой богатой/самой бедной групп населения равен 15 – больше, чем тот, который приводит к росту политической нестабильности

Два года назад Министерство экономики провело анализ, показавший, что 44 семьи и/или финансово-промышленных группы владеют (или же контролируют) свыше 80% ВВП страны. Между тем в России свыше 25 млн. человек (18% населения) живет ниже официальной черты бедности. При этом в стране официально существуют 39 миллиардеров. Разрыв в доходах самой богатой и самой бедной частей населения составляет 15 раз. Обычно социологи говорят, что разрыв в 10 раз (и более) в течение нескольких лет подряд приводит к росту политической нестабильности и, в конечном счете, к политическим переменам.

Ожидания населения в отношении роста его доходов все еще выше, чем их реальный уровень

В конце прошлого года Левада центр провел опрос на тему о том, каковы ожидания населения в отношении роста доходов и уровня жизни. Опрос показал, что жители Москвы считают необходимым для поддержания желаемого уровня жизни иметь доход в \$480 в месяц на человека, тогда как по всей России эта цифра составила \$315. Москвичи заявили, что реальный прожиточный минимум в городе составляет \$235 в месяц, и что семью следует считать бедной, если ее доход не превышает \$124 в месяц на человека. Для России в целом соответствующие цифры были \$146 и \$78 в месяц.

По последним данным, представленным Федеральной статистической службой, 25 млн. человек в стране все еще имеют доход ниже \$78 в месяц, т.е. ниже прожиточного минимума. Это на 5 млн. человек меньше, чем год назад. Среднемесячная зарплата в России на конец декабря составляла 8 736 руб. (\$310), что на 18% выше, чем в декабре 2003 г. (что, в свою очередь, на 28,4% выше, чем в декабре 2002 г.). На конец 2004 г. безработица составила 7,6% от числа работоспособного населения, по сравнению с 8,7% годом ранее. Впрочем, причиной сокращения безработицы был рост занятости в структурах федеральной, региональной и местной администрации, и в гораздо меньшей мере – рост числа рабочих мест на производстве.

Правительство продолжает использовать высокие нефтяные доходы не столько для того, чтобы решать структурные проблемы, сколько для того, чтобы «откупаться» от них.

Популярность Путина

Уровень поддержки Путина все еще высок, но вера в способность выполнить данные им обещания снижается

Вывод таков: личный рейтинг популярности Путина остается высоким, но ряд опросов общественного мнения показывает, что страна еще доверяет Путину, но народная вера в него как лидера, способного достичь заявленных целей и улучшить жизнь людей, слабеет. Возможно, это – не более чем тенденция, наблюдаемая обычно во второй срок президентства в любой стране (где президент старается достичь главных целей своей политики в ущерб собственной популярности). Возможно также, что это – естественная реакция на трагедию в Беслане, а также на халтурно проведенную монетизацию льгот.

Как правило, основная ответственность перекладывается на других

В марте, на момент переизбрания, рейтинг популярности Путина составлял 79%. Последний опрос общественного мнения (проведенный в октябре Аналитическим центром профессора Левады) показал, что этот рейтинг еще достаточно высок (72%), хотя сразу после трагедии в Беслане он опускался до 67%. По-видимому, люди чаще обвиняют в этих событиях не президента, а спецслужбы. В конце января обзор, проведенный Левадой, показал снижение рейтинга до 69%. Опять-таки, эта тенденция соответствует реакции народа на негативные события в

Число политиков, пользующихся доверием народа, постепенно растет, но поддержка Путина при этом снижается

стране. Предполагается, что если в период после рыночных протестов Путин будет действовать «должным образом», то народ снова обвинит во всех бедах других, а рейтинг популярности Путина восстановится. Впрочем, для этого решение проблемы и устранения ее последствий должно быть осуществлено «на должном уровне».

В таблице внизу даны результаты октябрьского опроса общественного мнения, когда респондентам был задан вопрос: кому из политиков они доверяют (как людям, способным осуществлять возложенные на них обязанности). Здесь мы видим значительное снижение числа лиц, верящих в способность Путина достичь заявленных им целей (с июня сего года). Впрочем, другие опросы показывают, что люди видят главную проблему не в президенте, а в бюрократах.

Примечание: респонденты имели возможность выбрать более одного ответа, поэтому общий итог превышает 100%

Илл. 1. Десять политиков, пользующихся максимальным доверием народа

Политик	Пост	январь 2005 г.	октябрь 2004 г.	май 2004 г.
Владимир Путин	Президент	32%	37%	46%
Владимир Жириновский	Лидер ЛДПР	11%	9%	11%
Сергей Шойгу	Министр по ЧС	10%	10%	20%
Дмитрий Рогозин	Лидер партии «Родина»	7%	5%	5%
Геннадий Зюганов	Лидер КПРФ	7%	6%	5%
Юрий Лужков	Мэр Москвы	5%	6%	7%
Борис Грызлов	Лидер партии «Единая Россия»	5%	5%	9%
Валентина Матвиенко	Губернатор СПб	4%	3%	
Сергей Иванов	Министр обороны	4%	3%	
Аман Тулеев	Губернатор Кемеровской области	4%	5%	
Не верят никому		26%	29%	18%

Источник: Аналитический центр Левады

Варианты дальнейшего развития событий

У правительства нет механизма народной поддержки, чтобы двигать реформы вперед

Текущий период является для Путина вторым президентским сроком, и мы полагаем, что он - как всякий политический лидер, которому не нужно думать о переизбрании - не станет проводить популистскую линию, а постарается достичь основных целей своего президентства. При всем том Путин считается прагматиком, поэтому он едва ли станет добиваться того, что все больше кажется нереальным, т.е. быстро (в период до конца второго срока) провести широкие реформы, чтобы добиться сбалансированной структуры экономики и более справедливого распределения богатства. Для этого у него нет механизма поддержки. Это – проблема, с которой в свое время столкнулись многие лидеры развивающихся экономик (например, Малайзии и Пакистана), и которая потребовала для решения гораздо большего срока, чем предполагалось.

Путину не хватает времени

В отличие, например, от Малайзии, проблема России - в том, что ее президенту не хватает времени. По Конституции он ограничен двумя сроками по 4 года, а лидеры (преуспевших в экономике) развивающихся стран обычно оставались у власти по два и более десятка лет.

Не изменить ли Конституцию?

Что может сделать Путин? На данный момент вырисовываются четыре варианта действий:

Новая федерация с Беларусью?

- Путин может поступить так, как недавно поступил Лукашенко в Беларуси, и попытаться изменить Конституцию (с тем, чтобы получить возможность править три и более сроков).
- Можно было бы претворить в жизнь давно предлагавшийся союз России и Беларуси, что привело бы к созданию новой федерации с новой конституцией и новым постом Федерального президента, который мог бы занять Путин.
- По мнению многих, Путин мог бы попытаться восстановить еще один элемент советской системы, сделав партию «Единая Россия» в



А не возглавит ли Путин «Национальную энергетическую компанию»?

Для любых изменений потребуется высокая мера общественной поддержки

большой мере доминирующей (чтобы занять пост ее председателя). Далее сценарий предусматривает, что «партия» назначит кандидата в президенты (фактически это будет, как говорят США, «хромая утка»), а на деле заправлять всем станет председатель партии (т.е. Путин).

- Четвертый вариант: Путин поступит, как обещал, и, отказавшись от формальной политической роли, займется другим делом. Таким делом, вероятно, станет место руководителя нового российского «энергетического гиганта», который формируется вокруг Газпрома (и который к президентским выборам стал бы в России аналогом саудовской Aramco).

Если Путин думает о референдуме, чтобы изменить Конституцию или создать союз с Беларусью, ему потребуется общественная поддержка. Даже если он планирует уйти из политики и передать бразды правления другому лидеру, ему - Путину – чтобы обеспечить преемственность своего курса реформ – захочется самому подобрать этого человека и обеспечить ему поддержку своей электоральной базы. В любом случае, Путину необходимо сохранять высокий уровень поддержки населения. Кроме того, она нужна ему на случай, если кто-то из *Силовиков* соблазнится возможностью использовать выборы для продвижения собственной повестки дня, которая не совпала бы с путинским видением будущего России и привела бы ее на путь Индонезии, а не Чили.

**Тема: Экономическая политика: виден ли выход из тупика?**

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

- В Кабинете есть признаки раскола между группой либеральных экономистов во главе с министром экономики Грефом и группой правительственной администрации во главе с премьер-министром Фрадковым. Итог разногласий не удовлетворяет: сформулировать экономическую политику на 2005 г. не удалось. Мы все же надеемся, что в апреле президент Путин в своем ежегодном Обращении к Федеральному Собранию положит конец конфликту, приобретающему все больший общественный резонанс.
- В последние дни за свою внутреннюю политику Россия стала объектом иностранной критики. Это может привести к отсрочке вступления России в ВТО до следующего года, хотя недавно членство ее в мировой торговой организации считалось делом решенным. Проблемы, возникшие в ходе переговоров о вступлении России в ВТО, могут отрицательно сказаться на притоке ПИИ, которые в 2004 г. достигли 1,6% ВВП (или \$9,4 млрд).

Разногласия в Кабинете стали явными

Судя по первым месяцам года кажется маловероятным, что официальные макроэкономические прогнозы сбудутся. Представляется, что либеральная часть Кабинета не желает брать на себя ответственность за несбывшиеся прогнозы ввиду ухудшения инвестиционного климата в стране. Во всяком случае, это – единственно возможное объяснение открытого конфликта между министром экономического развития и торговли Германом Грефом и премьер-министром Михаилом Фрадковым. То, как идет подготовка бюджета следующего года, заставляет предположить, что у правительства нет ясного плана на 2005 г. и с выработкой плана на следующий год у него возникнут трудности.

Одной из причин разногласий внутри Кабинета стало то, что экономическая политика подверглась общественной критике. Из общей суммы расходов на монетизацию льгот (\$12 млрд) примерно 20% составляет наличность в обращении. Не удивительно, что прогнозируемая Грефом на январь-февраль инфляция в размере 3,7% составит почти половину расчетной годовой инфляции. Иными словами, вскоре далекий от реализма официальный ориентир инфляции (8%) станет еще одним поводом для публичных атак на Правительство.

Озабоченность Кабинета вызывает также и сбор налогов. Классификация налоговых поступлений показывает, что их прошлогодний рост достигнут, главным образом, благодаря сбору налога на прибыль, тогда как в 2004 г. поступления из других источников (как процент от ВВП) не увеличивались. Между тем налоговые претензии за прошлые периоды достигли почти \$10 млрд, или около 2% ВВП. Это означает, что экономика сама по себе не дает бюджетного профицита в 4,2% ВВП, и что беспрецедентный финансовый профицит прошлого года достигнут за счет сбора налогов за другие периоды.

Очевидно, «дело Юкоса» подорвало шансы на дальнейшее снижение налогового бремени. Предложение правительства снизить ставку НДС с нынешних 18% до 13-16% вызвало критику со стороны Грефа, который усматривает в этом угрозу доходам бюджета. Разумеется, подобная мера обойдется бюджету примерно в \$10-15 млрд и едва ли будет

Либеральная часть Кабинета не берет ответственность за провал экономических прогнозов на себя

Учитывая, что за январь-февраль инфляция составила 3,7%, официальная цифра инфляции в 8% представляется нереалистичной

Сегодня озабоченность Кабинета вызывает сбор налогов

Кабинет не способен договориться о снижении налогов на 2006 г.

скомпенсирована улучшением налоговых сборов. Это значит, что дополнительное ослабление налогового бремени потребует в дальнейшем усилить нажим на налогоплательщиков, а также продолжить расследования в отношении прошлых налоговых недоимок. Таким образом, если Фрадков будет настаивать на снижении НДС без параллельного сокращения полномочий налоговых властей, то это станет тревожным развитием событий.

В обращении к Федеральному собранию Путин должен будет сформулировать экономическую стратегию

Отсутствие ясной экономической стратегии подтверждает факт, что нынешнее техническое правительство не способно выработать или осуществить план реформ. Экономическая стратегия России едва ли будет сформулирована Грефом или Фрадковым. Тем большую важность приобретает в этой связи обращение президента Путина к Федеральному собранию, поскольку в нем должна быть раскрыта текущая ситуация и указано направление экономической политики на следующий год.

Вступление в ВТО может быть затруднено

Внутриэкономическое положение постепенно определяется, однако внешнеполитическая ситуация еще не ясна

Если во внутренней политике можно ожидать появления ясных ориентиров (в обращении Путина к Федеральному собранию), то события на внешнеполитическом фронте – менее обнадеживающие. Несколько месяцев назад мы были уверены в том, что увидим Россию в ВТО уже в этом году, но недавние события заставили усомниться в этом сценарии.

Переговоры о вступлении России в ВТО не вызвали глубоких изменений в экономике страны

Вступление России в ВТО уместнее считать политическим соглашением, чем итогом глубоких изменений в экономике. Предоставление ей статуса страны с рыночной экономикой (три года назад) и изменение норм внутриэкономического регулирования (под нажимом со стороны ВТО) были, по сути, незначительными событиями. Россия смогла достичь компромиссов по ключевым направлениям переговоров, включая такие сферы, как газ и электроэнергетика, взамен получив отсрочку в отношении роста тарифов. В других сферах, таких как финансы, проникновение иностранных экономических субъектов происходит ускоренным темпом, и едва ли ВТО смягчит здесь свою позицию.

Вступление в ВТО теперь менее вероятно, хотя раньше оно казалось близким

В то же время вступление России в ВТО важно с политической точки зрения, так как страна, начиная с 2006 г., получает по ротации председательские функции в G-8 и, таким образом, становится «главой» ВТО. Между тем «дело Юкоса» во многом подорвало имидж России в глазах мирового сообщества, которое теперь берет под сомнение ее статус в G-8, а также будущее вступление в ВТО. Два главных члена ВТО – США и Китай – еще не заключили с Россией двусторонних соглашений, и могут по политическим причинам отложить их подписание.

Для финансовых рынков членство России в ВТО - фактор не принципиальный, но важный для ПИИ

Для финансовых рынков членство России в ВТО и ее статус в G-8 – факторы не принципиальные, но они важны с точки зрения долгосрочных макроэкономических перспектив страны. Развитие событий в этой сфере станет ключевым фактором, определяющим приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ).

В 2004 г. приток ПИИ остался на уровне 2003 г. (1,6% ВВП)

В 2004 г. ПИИ в Россию пришли из Нидерландов и с Кипра

Приток ПИИ в 2004 г. составил \$9,4 млрд, на 39% больше, чем в 2003 г. (\$6,8 млрд). Тем не менее, ПИИ все еще составляют скромную долю в общем притоке иностранных финансовых средств (\$40,5 млрд). Россия все еще более привлекательна для кредитов, чем для ПИИ. В 2004 г. их приток остался на уровне предыдущего года (1,6% ВВП).

Иностранные капиталовложения в России носят краткосрочный характер; «репатриированные капиталы» составили \$25 млрд

Отметим, что в 2004 г. в Россию было инвестировано \$41 млрд, из которых \$25 млрд составили «репатриированные капиталы». Крупнейшую их долю привлекли: торговый сектор (\$9,7 млрд), обрабатывающая промышленность (\$5,6 млрд) и добыча полезных ископаемых (\$3,5 млрд). В 2004 г., эти отрасли продолжали привлекать максимум иностранных инвестиций, что подтверждает наш тезис о краткосрочном характере иностранных капиталовложений в России.

Илл. 2. Суммарные иностранные инвестиции и репатриация капиталов в 2004 г., \$ млрд

	Инвестиции	Репатриация
Суммарные иностранные инвестиции	40,5	24,6
Добыча сырья	9,9	3,5
Обрабатывающая промышленность	10,2	5,6
Торговля и услуги	13	9,7
Транспорт и связь	2	2,8

Источник: Государственная статистическая служба

Главными странами-источниками ПИИ стали Кипр и Нидерланды

Что касается географического происхождения привлеченных инвестиций, то российские компании значительно увеличили заимствования из Люксембурга, что поставило эту страну на первую строчку списка стран-источников вложений в Россию за 2004 г. Впрочем, в сфере ПИИ первым числится Кипр (\$10 млрд), за которым следуют Нидерланды (\$8,8 млрд).

Илл. 3. Структура привлеченных инвестиций, по странам, \$ млрд

	ПИИ	Портфельные	Прочие инвестиции
Всего	36,1	1,6	44,3
Кипр	10,1	0,6	3,1
Нидерланды	8,8	0	3,1
Люксембург	0,3	0	11,6
Германия	2,6	0	6,8
Великобритания	1,6	0,1	6,9
США	4,3	0,4	1,9
Франция	0,4	0	3,4

Источник: Государственная статистическая служба

Компания Shell инвестирует в Сахалинские проекты, российские капиталы из Кипра приходят в металлургию

Разбивка инвестиций по странам происхождения много говорит нам об отраслевых финансовых потоках. Например, увеличение доли Нидерландов в 2004 г. произошло исключительно за счет инвестиций Royal Dutch/Shell в Сахалинские проекты. Что касается Кипра, то инвестиции из этой страны, видимо, отражают передвижение российского капитала. Такие средства направлялись, главным образом, в металлургию, которая пока широко открыта для российских инвесторов и отечественного капитала.

Илл. 4. Приток ПИИ в Россию в 2004 г., \$ млн

Всего ПИИ	9 420
Добыча сырья	4 080
Обрабатывающая промышленность	2 911
Финансовый сектор	356
Недвижимость	650
Прочие	1 423

Источник: Государственная статистическая служба



Динамика и оценка акций

Илл. 5. Динамика АДР, с начала месяца, на 1 марта 2005г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение за месяц %	с начала года \$	За 52 недели	
							Максимум \$	Минимум \$
Нефть и Газ								
Газпром	114A, REG S	10 в 1	1.4	36.3	4.0	2.3	39.7	26.1
ЛУКОЙЛ	Уровень 1	4 в 1	31.0	139.7	11.5	13.6	141.0	97.3
Сибнефть	Уровень 1	5 в 1	4.0	17.7	9.9	18.0	19.3	11.5
Сургутнефтегаз	Уровень 1	50 в 1	19.0	42.1	10.1	13.2	42.1	29.0
Татнефть	Уровень 2	20 в 1	25.0	35.9	12.8	23.9	37.3	21.0
Юкос	Уровень 1	4 в 1	20.0	3.0	21.6	-13.1	62.1	1.6
Энергетика								
Иркутскэнерго	Уровень 1	50 в 1	Н/Д	10.3	2.5	1.5	12.3	7.8
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6.2	58.2	-2.2	10.0	66.1	42.3
Мосэнерго	Уровень 1	100 в 1	20.0	13.5	-5.9	-10.0	25.3	6.5
РАО ЕЭС	Уровень 1	100 в 1	22.0	31.0	4.8	11.7	35.5	22.8
Телекоммуникации								
ВымпелКом	Уровень 3	1 в 1	14.0	29.5	3.4	11.5	37.5	22.5
Голден Телеком	Уровень 3	20 в 1	22.0	40.1	10.7	15.8	40.2	24.6
МТС	Н/Д	50 в 1	19.0	18.8	7.7	7.7	18.9	17.0
Система	Уровень 3	1 в 4	40.0	40.1	7.7	11.0	42.9	25.0
МГТС	Уровень 1	1 в 1	Н/Д	14.5	11.2	15.8	13.0	8.0
Волга Телеком	Уровень 1	2 в 1	8.5	8.3	23.1	38.0	6.5	4.0
Ростелеком	Уровень 2	6 в 1	19.7	12.9	17.0	17.6	15.9	10.0
Уралсвязьинформ	Уровень 1	1 в 2	Н/Д	5.9	73.1	73.1	5.3	2.5
ЮжТелеком	Уровень 1	200 в 1	Н/Д	8.2	8.8	19.2	7.7	4.6
Прочие сектора								
ГМК Норильский Никель	Уровень 1	1 в 1	17.0	66.3	13.0	20.5	84.0	43.0
ОМЗ	144A, REG S	1 в 1	16.6	3.6	-8.5	3.8	8.2	2.2
ГУМ	Уровень 1	2 в 1	32.2	4.0	10.9	27.5	3.3	1.8
Вимм-Билль-Данн	144A, REG S	1 в 1	32.0	29.7	-4.3	80.0	24.8	5.5

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 6. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 1 марта 2005

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD	YTD	Макс.	Мин.			2003	2004	2003	2004			
		%	%	\$	\$	млн. \$	млн. \$							
Нефть и Газ														
Газпром	2.996	7	13	2.996	1.797	58.3	70,933	13.7	11.0	7.9	6.7	4.450	49	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	34.35	11	16	35.0	24.55	4.9	28,221	7.6	7.0	7.2	4.6	36.19	5	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	3.52	12	14	3.78	2.33	0.4	16,689	7.3	6.5	7.7	5.5	3.12	-11	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0.828	9	13	0.833	0.605	1.2	34,634	16.7	13.0	5.8	4.2	0.77	-7	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1.77	12	23	1.860	1.065	0.3	3,982	7.6	4.6	5.2	3.3	1.62	-8	ДЕРЖАТЬ
Юкос	0.79	52	19	15.34	0.52	0.1	1,767	0.4	0.3	2.5	1.8	приостан	Н/Д	приостан
Petrobras	46.2	-5	14	49.15	31.26	14.3	48,223	7.4	6.2	4.6	4.1			
PetroChina	0.6	-5	13	0.63	0.49	53.4	105,947	12.5	8.7	6.5	4.8			
Sinorep	0.4	-6	5	0.46	0.37	33.4	44,969		14.2	8.7	7.3	5.3		
Среднее								10.8	7.8	6.1	4.7			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0.220	-4	6	0.245	0.140	0.0	1,049	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Ленэнерго	0.770	-8	-8	0.920	0.595	0.0	590	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Мосэнерго	0.128	-15	-13	0.245	0.068	0.1	3,604	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
РАО ЕЭС	0.306	5	11	0.354	0.229	4.3	12,571	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Телекомы														
МГТС	14.8	8	21	15.00	11.35	0.0	1,361	20.2	19.8	7.1	6.3	13.7	-7	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	18.3	11	0	18.9	12.6	3.5	9,835	20.8	14.3	6.0	5.3			
Tele Norte Leste	19.9	16	10	20.8	10.2	3.6	6,861		omp	omp	7.1	6.5		
Среднее								20.5	17.0	6.5	5.9			
Ростелеком	2.135	17	16	2.64	1.702	1.7	1,950	51.1	21.2	5.4	4.6	2.00	-6	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0.57	-6	-6	0.69	0.35	7.0	3,075	23.3	17.5	7.1	5.6			
Embratel	3.44	35	-3	6.37	2.17	0.0	808	Н/З	Н/З	3.2	3.0			
Среднее								37.2	19.3	5.2	4.3			
ВымпелКом	40.1	8	11	42.9	25.0	38.7	8,226	35.2	21.6	15.3	8.6	51.0	27.2	ПОКУПАТЬ
МТС	40.1	11	16	40.2	24.6	49.3	15,982	30.9	16.5	13.0	7.7	43.0	7	ПОКУПАТЬ
Система	18.8	8	8	19	17	49.3	9,047	23.4	17.2	6.0	3.9			
Stet Hellas	20.610	16	8	24.260	14.140		1,778	16.9	13.7	6.3	5.4			
Mobinil	46.9	9	42	47.9	17.6	0.0	4,685	42.2	42.6	20.0	17.2			
Голден Телеком	29.5	3	12	37.5	22.5	2.6	1,069	19.3	11.7	8.9	5.8	37.0	26	ПОКУПАТЬ
Netia	1.7	3	0	1.9	1.4	2.2	550	omp	239.1	10.3	9.1			
Среднее								42.2	28.1	13.2	17.2			
Металлургия														
Норильский Никель	64.5	13	21	81.1	45.9	2.2	13,797	16.0	8.2	6.8	4.6	84.0	30	ПОКУПАТЬ
Amplats	36.5	0	-27	64.8	35.0	1205.9	7,938	23.0	20.4	11.5	9.9			
Inco	37.5	2	-14	32.8	32.6	30.3	7,036	68.7	12.6	18.7	5.8			
Implats	86.5	1	-13	71.75	2,788.3	2,788.3	5,761	9.6	11.1	6.7	7.7			
Среднее								33.8	14.7	15.1	7.8			
Северсталь	10.2	33	36	207.50	7.5	0.6	5,618	9.5	4.2	5.1	2.2	13.0	28	ПОКУПАТЬ
China Steel	1.1	0	31	1.16	0.8	51.2	10,932	9.7	7.2	6.2	5.3			
POSCO	186.4	0	20	188.8	122.4	44.3	16,253	8.7	5.0	4.3	3.2			
Среднее								9.2	6.1	5.2	4.3			
Продукты														
Балтика	17.9	5	8	18.0	11.8	0.0	2,097	17.0	14.5	10.0	8.9	18.9	6	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	22.5	4	18	11.9	0.2	0.2	625	25.9	17.8	7.2	5.3	9.4	-58	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	16.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	741.4	20.7	35.1	16.9	18.6	16.7	-0.9	ДЕРЖАТЬ
Grupo Modelo-C	3.1	13	11	3.1	2.4	1.8	9,965	19.8	17.6	7.6	6.9			
GUINNESS Malasya	1.4	2	6	1.5	1.2	0.1	433	19.8	17.6	7.6	6.9			
Среднее								19.8	17.6	7.6	6.9			
Торговля														
ГУМ	1.90	7	6	2.05	1.25	0.0	114	9.2	8.9	4.6	4.6	2.10	11	ДЕРЖАТЬ
Аптеки	18		0	18.25	18.25	0.0	114	134.0	77.8	13.3	13.3	25.7		ПОКУПАТЬ
Robinson & Co	4.0	2	5	5.1	3.2	0.0	340	18.7	17.3	14.7	12.7			
Matahari Putra Prima	72.2	0	17	78.1	48.5	4.4	195	15.7	15.8	5.9	4.7			
Среднее								17.2	16.6	10.3	8.7			
Машиностроение														
ОМЗ	3.9	4	14	3.9	3.4	0.0	136	6.0	Н/З	5.1	5.0	5.3	38	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	29.9	4	-17	39.0	20.9	15.0	2,270	omp	omp	3.6	3.5			
Atlas Copco	40.6	0	10	41.9	34.0	67.6	10,708	18.9	19.9	9.0	8.6			
Среднее								12.4	19.9	6.3	6.0			

Примечание: н/д – нет данных, н/з – не значимо



Илл. 7. Динамика и оценка акций «второго эшелона» с начала месяца, на 1 марта 2005

Тикер Компания Тикер	Цена \$	Измене ние MTD YTD		За 52 недели Макс. Мин.		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E 2003П	EV/EBI TDA		Расчет ная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация	
		%	%	\$	\$				2004П	2003П				2004П
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	24.6	7	29	24.6	15.5	13.3	2,926	117.1	7.6	14.7	5.1	25.6	4	ДЕРЖАТЬ
Башнефть	6	17	29	6	3.68	47.3	1,134	5.2	4.1	3.9	2.2	6.0	0	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	4.74	29	22	4.7	2.3	0.5	473	11.5	4.1	8.5	4.2	4	-16	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0.333	10	8	0.39	0.300	21.5	348	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0.620	0	29	0.66	0.400	0.0	370	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	7.30	0	85	7.35	6.05	0.0	130	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0.735	4	6	0.735	0.580	4.5	446	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	15.5	0	0	15.5	13	0.1	210	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	5.2	0	0	5.35	4	0.1	188	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0.050	0	43	0.062	0.044	0.0	156	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0.125	1	4	0.127	0.090	14.6	438	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0.425	2	2	0.127	0.090	0.2	222	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0.026	0	-19	0.49	0.340	1.2	121	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Дальсвязь	1.38	9	25	1.38	1.1	43.0	172	27.4	5.7	9.7	8.3	1.16	-16	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	4.2	23	29	4.2	3.15	192.3	1,275	23.6	15.2	8.5	6.9	3.59	-15	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0.648	23	23	0.66	0.44	126.3	688	57.1	29.7	8.3	7.0	0.61	-6	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0.07	9	18	0.07	0.04	168.1	995	17.6	16.8	8.1	6.4	0.07	-3	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинформ	0.042	11	13	0.046	0.029	312.9	1,340	41.8	26.5	9.4	7.4	0.046	11	ДЕРЖАТЬ
ЦентрТелеком	0.415	1	44	0.415	0.26	35.3	815	169.6	255.2	7.8	6.6	0.33	-20	ДЕРЖАТЬ
ЮжТелеком	0.121	65	64	0.121	0.07	297.1	445	99.7	-42.5	10.4	8.7	0.051	-58	ПРОДАВАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	29.5	7	4	30.9	21.5	15.2	958	8.3	11.0	3.2	2.7	30.0	2	ДЕРЖАТЬ
Выксунский МЗ	285	19	41	285	153	11.3	536	0.3	0.3	0.6	0.5	300	8	ДЕРЖАТЬ
НТМК	1.3	20	31	1.3	0.59	178.2	1,703	26.0	4.9	9.0	3.2	1.4	8	ДЕРЖАТЬ
Мечел	253.5	-1	3	270	97	77.7	802	30.6	7.2	16.5	5.1	275	8	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	610	19	20	610	345	1,881.2	11,900	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	520	-15	ДЕРЖАТЬ
Челябинский трубный 3-д	0.4175	6	45	0.4175	0.205	35.8	197	25.6	13.1	6.8	5.1	0.45	8	ДЕРЖАТЬ
Иркут	0.6645	16	17	0.865	0.46	78.6	584	321.8	9.1	12.0	7.0	0.8	20	ПОКУПАТЬ
Калина	24.5	11	40	25	16.25	16.2	205	14.5	10.6	10.0	7.3	26.5	8	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 8. Динамика и оценка привилегированных акций с начала месяца, на 1 марта 2005

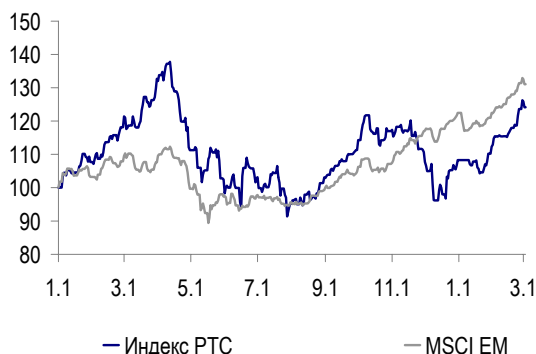
Компания	Цена Изменение			За 52 недели Макс. Мин.		ADV прив. к об. %	Дисконт	Дивиденды 2003П	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	%	%	\$	\$							
Нефть и Газ												
Транснефть прив.	955	2	7	1025	755	974.1	0	36.2	0	700	-27	ПРОДАВАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0.656	14	22	0.656	0.393	280.9	21	0.0054	0	0.49	-26	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0.850	-4	5	0.890	0.545	8.6	52	0.0335	0	0.97	14	ПОКУПАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0.281	8	18	0.3385	0.210	1.1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1.622	17	16	1.79	1.25	131.1	24	0.0000	0	1.50	-8	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

**Илл. 9. Календарь корпоративных событий**

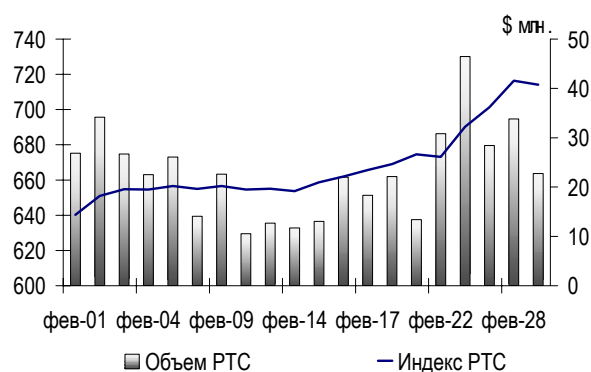
Дата	Компания / Сектор	Событие
В течение месяца	Татнефть	Отчет за 2003 г. по US GAAP
В течение месяца	ВСМО	Отчет за 2003 г. по US GAAP
В течение месяца	Алроса	Celtic Resources и ИГ «Алроса» должны подписать соглашение по Нежданинскому золоторудному месторождению
В течение месяца	Аэрофлот	Компания должна объявить результаты тендера на покупку 50 среднемагистральных самолетов
В течение месяца	Северсталь-Авто	Включение акций в листинг РТС
В течение месяца	Иркут	Объявление условий сделки с EADS
В течение месяца	Иркут	Неаудированный отчет за 1П04 по МСФО
7-8 марта	Российский рынок	Праздничные дни
11 марта	Нефть	Публикация ежемесячного прогноза Международного энергетического агентства
16 марта	Нефть	Встреча министров нефти стран-членов ОПЕК в Тегеране
16 марта	ДВМП	Аукцион по приватизации 20% акций ДВМП
18 марта	Юкос	Предварительное решение Арбитражного суда по налоговой задолженности Юкоса за 2003 г.
24 марта	Российский рынок	Вопрос о повышении тарифов в 2006 г. рассматривается на заседании правительства
31 марта	Зарубежные рынки	Погашение российских суверенных еврооблигаций на сумму DM1,25 млрд

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

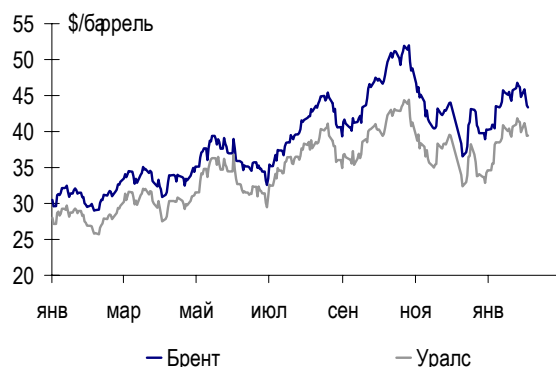
Графики
Илл. 10. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года


Источники: РТС, Рейтер

- В прошлом месяце индекс РТС коррелировал с MSCI EM Index, но по-прежнему отставал в росте
- За февраль индекс РТС вырос на 12,4%, в конце месяца после оглашения решения Хьюстонского суда обороты торгов стали быстро увеличиваться

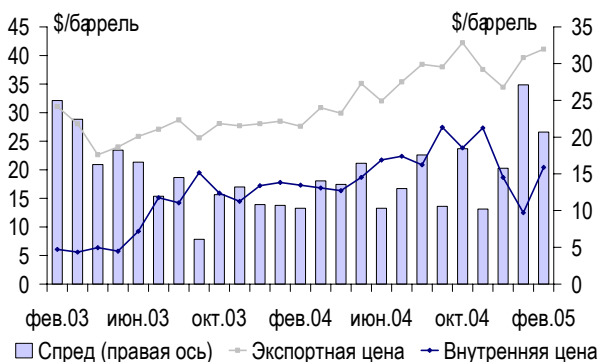
Илл. 11. Динамика РТС, с начала месяца


Источник: РТС

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


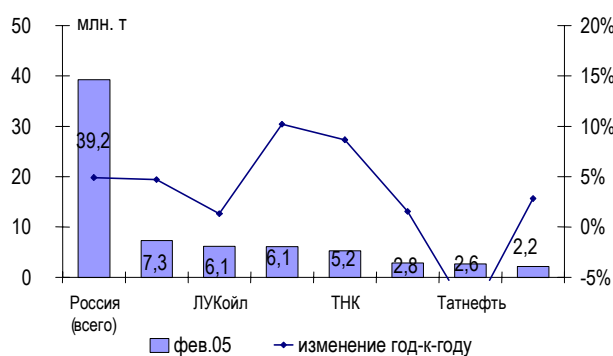
Источник: Блумберг

- Цены на нефть росли на фоне более высокого, чем ожидалось, спроса (зимой потребление обычно возрастает) и сообщений о возможном сокращении добычи странами-членами ОПЕК
- Темпы рост нефти в России замедляются: +7,9% год-к-году в сентябре по сравнению с +9,7% в январе-августе

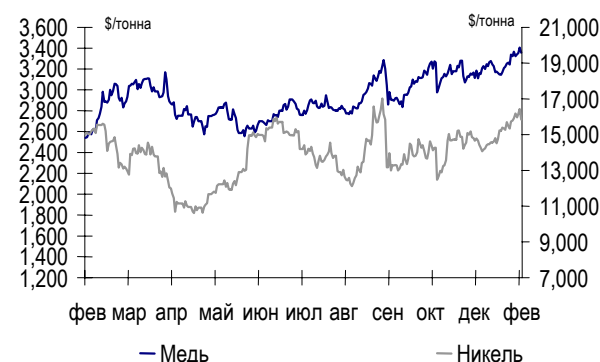
Илл. 14. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2005гг.


Источник: Министерство энергетики

- Никель и медь подорожали на 13% и 15%, соответственно, из-за роста спроса
- На внутреннем рынке нефть подорожала на 63% после снятия проблемы избыточного предложения

Илл. 13. Добыча нефти компаниями, февраль 2005


Источник: Министерство энергетики

Илл. 15. Цены на медь и никель, последние 12 мес.


Источник: Блумберг

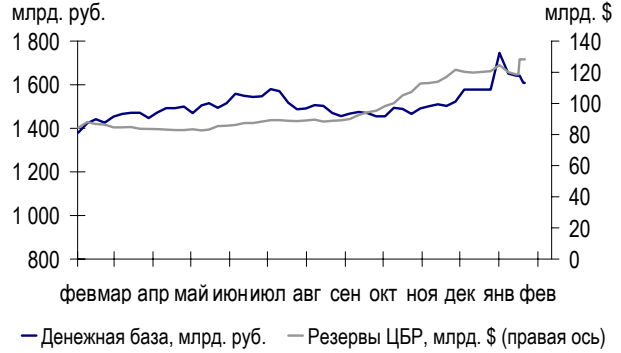
Илл. 16. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев



Источник: ЦБР

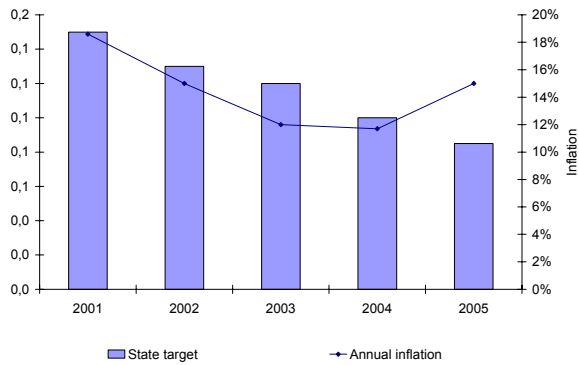
- Рубль снова дорожает, доллар - падает
- Из-за роста госрасходов на социальные нужды ускорится рост денежной базы

Илл. 17. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев



Источник: ЦБР

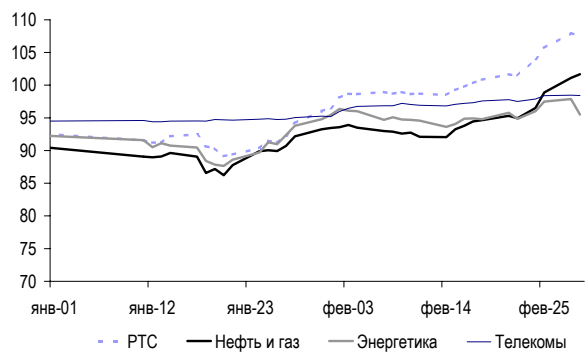
Илл. 18. Динамика денежной базы



Источник: ЦБР

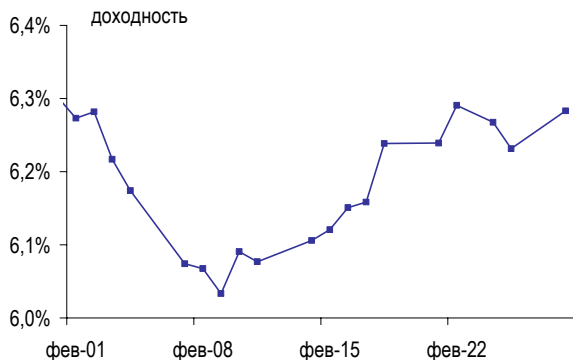
- В последние годы правительству никак не удается удержать инфляцию на заданном уровне
- Февраль был месяцем рекордного роста акций компаний связи, в частности МРК, на фоне готовящейся приватизации Связьинвеста

Илл. 19. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца



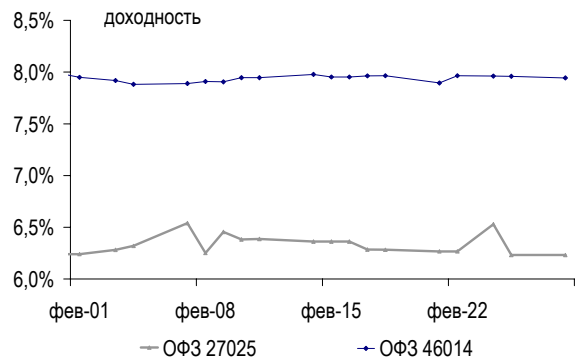
Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 20. Динамика Евро-30, с начала месяца



Источник: Рейтер

Илл. 21. Динамика ОФЗ 27025-46014, с начала месяца



Источник: Рейтер

- В феврале на фоне высокой волатильности спред между доходностью российских суверенных облигаций и казначейских обязательств США сократился на 20-35 б.п.
- На рынке ОФЗ наблюдалась стагнация, несмотря на заметное укрепление курса рубля

**Экономика и политика**

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

В Кабинете все еще не прекратились трения, где либералы строят вокруг «дела Юкоса» «противопожарную стенку»

Хотя той «перетасовки» Кабинета, которую многие ожидали в январе-феврале, не произошло, там все еще наблюдаются серьезные трения. Либеральная часть (в т.ч. вице-премьер Александр Жуков, министр финансов Алексей Кудрин и министр экономического развития и торговли Герман Греф) пытается выстроить вокруг дела Юкоса «противопожарную стенку» путем ограничения полномочий налоговых властей. Похоже, либералы не хотят брать на себя ответственность за возможное снижение экономических показателей, которое обусловлено ухудшением инвестиционного климата. Теперь они наращивают давление на премьера Михаила Фрадкова, Президентскую Администрацию и на самого президента Путина. Или же это, по крайней мере, означает «сигнал» (судя по недавним высказываниям Грефа), что в нынешних условиях ведения бизнеса удвоение ВВП - цель нереальная. Текущие противоречия в Кабинете могут породить новый клубок слухов и спекуляций о переменах в правительстве.

Теперь принятие России в ВТО может быть отложено на период после 2005 г.

Положение России на мировой арене также далеко не самое удобное. Встреча Путина и Буша не стала началом диалога между странами и оказалась, в целом, бессодержательной. Хотя исключение России из G-8, на наш взгляд, весьма маловероятно, политические проблемы отразятся на ходе переговоров о ее вступлении в ВТО. Прежде мы полагали, что Россия вступит в ВТО уже в этом году, преимущественно по политическим причинам, поскольку - начиная с 2006 г. - Россия по ротации становится «председателем» группы G-8. Теперь мы полагаем, что сдвиг в восприятии России миром заставит США и Китай, двух основных членов ВТО (которые еще не заключили двусторонние соглашения с Россией), настаивать на более жестких условиях приема. Это, в свою очередь, может отсрочить ее членство в ВТО, по меньшей мере, до следующего года.

Новости компаний и отраслей

Нефть и газ

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

Альфа-Банк и подконтрольные ему структуры имеют финансовые интересы в ТНК-ВР, Сиданко и Оноко и принимают заказы на сделки с ценными бумагами указанных выше компаний только в том случае, если такие сделки осуществляются не по инициативе Альфа-банка и подконтрольных ему структур.

Подковерная борьба за Роснефть и Юганскнефтегаз получила широкую огласку

2 марта предправления Газпрома Алексей Миллер объявил о том, что процесс объединения Роснефти и Газпрома состоится, но без участия Юганскнефтегаза. Не будь содержание заявления Миллера столь явно противоречащим пресс-релизу Роснефти от 3 марта, можно было бы говорить о том, что государство вышло на финишную прямую на пути к снятию ограничений на операции нерезидентов с акциями газовой монополии. С разъяснениями сочли необходимым выступить сразу несколько высокопоставленных чиновников – глава Минпромэнерго Виктор Христенко, руководитель Федерального агентства по управлению федеральным имуществом Валерий Назаров, министр экономического развития и торговли Герман Греф, его заместитель Андрей Шаронов. Разнобой в комментариях чиновников подтверждает: решения по схеме сделки и ее срокам пока нет. Подковерная борьба за Роснефть и Юганскнефтегаз получила широкую огласку.

Так состоится ли объединение Газпрома и Роснефти? Мы продолжаем считать, что слияние наиболее вероятный вариант развития событий. Логика объединения двух госкомпаний (в целях увеличения госдоли в капитале газовой монополии до контрольной) никто под сомнение не ставит. Если слияние Газпрома и Роснефти будет продолжаться, то, что будет с Юганскнефтегазом? С нашей точки зрения, более вероятен сценарий вхождения Юганскнефтегаза в объединенную структуру Газпрома-Роснефти. Дело в том, что, дав Юганскнефтегазу самостоятельность, государство рискует усилить вмешательство различных групп влияния в ход событий. Вот несколько соображений по этому поводу.

Во-первых, есть ли Путину смысл соглашаться с вариантом, предполагающим создание двух государственных суперкомпаний? Все последние годы государство пытается держать Газпром под контролем, помня о 90-х гг., когда монополист совсем «отбил себя от рук». Возникает вопрос: есть ли смысл создавать второго нефтегазового «гиганта» и тем самым затруднять контроль за этой важнейшей отраслью российской экономики.

Во-вторых, с нашей точки зрения, аргумент «Путину выгодно иметь несколько центров власти», не выдерживает критики: получается, что государству выгодна фрагментация. Правительство же явно взяло курс на консолидацию. Влиятельные группы в российском ТЭКе – это именно то, с чем государство борется последние два года.

В-третьих, если говорить конкретно о статусе Сечина в иерархии нынешней власти, то ему ничто не мешает претендовать на руководство единой государственной нефтегазовой суперкомпанией (зачем контролировать одну из двух раздробленных компаний, когда можно управлять одной суперкомпанией)? Не будем забывать, что основным активом является все-таки Газпром, а не Юганскнефтегаз (даже если последний докупит дополнительные нефтяные активы).

Каким должен быть механизм вхождения Юганскнефтегаза в состав Газпрома? На этот больной вопрос, по-видимому, ответа пока нет. Вопрос этот возник сразу после проведения аукциона. На тот момент рынок довольствовался заявлениями чиновников о том, что со временем такой механизм, не ставящий под сомнение процесс слияния Газпрома с Роснефтью, будет найден. Опять же не будем забывать, что накануне аукциона инвесторы не сомневались в способности Газпрома найти \$9 млрд для покупки Юганскнефтегаза. Следует также иметь в виду, что в 2005 г. показатель EBITDA у газовой монополии составит по оценкам \$17-18 млрд (Юганскнефтегаз достался Роснефти всего за \$9,4 млрд), так что Газпром вполне сможет расплатиться «живыми» деньгами.

Другие нефтяные акции

**Изменены
рекомендации: по
Лукойлу – на ДЕРЖАТЬ,
по Сургутнефтегазу -
ПРОДАВАТЬ**

Динамика цен на акции других российских нефтегазовых компаний, повлекла за собой изменение нами некоторых из рекомендаций. Во-первых, **мы понизили рекомендацию по акциям ЛУКОЙЛА до ДЕРЖАТЬ**, поскольку их биржевые котировки сильно приблизились к нашей расчетной цене (\$36,1). **Снижена рекомендация до ПРОДАВАТЬ и по «префам» Сургутнефтегаза**: мы полагаем, что наблюдавшийся в последнее время рост цен на эту бумагу, относительно обыкновенных акций компании, вызван скорее смутными надеждами инвесторов на лучшее, нежели чем обоснованными фундаментальными причинами. Признавая, что бумаги Сургутнефтегаза в целом являются интригующим тактическим выбором на следующие несколько месяцев (учитывая, что компания является вероятным кандидатом на получение ряда «бесхозных» нефтяных активов), мы все же считаем, что привилегированные акции этой компании довольно рискованны.

Газпром

Илл. 22. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	26 719	33 013	38 909	37 950
ЕБИТДА, млн. \$	10 625	12 535	17 024	13 923
Чистая прибыль, млн. \$	5 186	6 426	8 028	6 017
P/E	13,7	11,0	8,8	11,8
EV/ЕБИТДА	7,9	6,7	4,9	6,0
Капитализация, млн. \$	70 933			
EV, млн. \$	83 633			
Добыча, млрд. куб. см	3 342			
Запасы, млрд. куб. м	107 480			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 23. 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. 24. Основные события

Дата	Событие
1 февраля	Государственная нефтяная суперкомпания: на базе Газпрома или на базе Роснефти? Руководитель Федерального агентства по энергетике Сергей Оганесян высказал «личную точку зрения» на то, кому в конечном счете должен достаться Юганскнефтегаз. Оганесян считает, что бывший юкосовский актив должен остаться у Роснефти. Что же касается необходимости довести долю госучастия в Газпроме до контрольного пакета, то, по мнению Оганесяна, сделать это можно выделив газовой монополии миноритарный пакет акций Роснефти (владеющей Юганскнефтегазом). В случае реализации такого варианта Газпром остается монополией газовой, а монополия нефтяная создается на базе Роснефти.
3 февраля	Герман Греф: решение о слиянии Газпрома и Роснефти будет принято до конца февраля. Министр экономического развития и торговли Герман Греф заявил, что вопрос о слиянии Газпрома и Роснефти будет решен до конца февраля. Греф отметил, что государство по-прежнему намерено получить прямой контроль над газовой монополией и осуществить либерализацию рынка ее акций. Тем временем долги Юкоса продолжают расти (несмотря на все усилия компании сократить их). Роснефть, купившая Юганскнефтегаз, обремененный налоговой задолженностью более чем на \$5 млрд, заявляет теперь, что не намерена погашать долги дочки Юкоса. Вместо этого Роснефть намерена «повесить» эти налоговые претензии на акционеров Юкоса, которые «плохо управляли» Юганскнефтегазом.
4 февраля	Газпром опубликует финансовые результаты за 3Кв04 по МСФО на этой неделе. Газпром пообещал выпустить отчет за 3Кв04 по МСФО до 11 февраля. Мы прогнозируем 24%-ный (год-к-году) рост выручки в 3Кв04 (до \$7,13 млрд): цены на газ как на внутреннем, так и на внешнем рынках выросли, объемы поставок увеличились. С другой стороны, по сравнению со 2Кв04 выручка, по-видимому, несколько снизится из-за сокращения объема добычи в отчетном квартале. По нашим оценкам, показатель ЕБИТДА снизится на 3,1% до \$2,31 млрд кв-к-кв, а чистая прибыль увеличится на 8,8% до \$900 млн.
7 февраля	Газпром готовит изменения в своей дивидендной политике. Зампреда правления Газпрома Андрея Круглова заявил относительно подготавливаемых менеджментом изменений в дивидендной политике газовой монополии. Круглов не уточнил, о каких именно изменениях идет речь, сказав лишь, что «в методике выплаты дивидендов будет учтен рост рыночной капитализации Газпрома». Действующая система расчета дивидендов формально уже привязана к рыночной капитализации компании – согласно ей дивиденды должны выплачиваются из расчета 2% капитализации компании. Однако одновременно действует ограничение, согласно которому, дивидендные выплаты не должны превышать 10% чистой прибыли. В результате в предыдущие годы фактическая дивидендная доходность компании не превышала 1,2-1,6%.
11 февраля	Газпром ожидает, что СП для разработки Штокмановского месторождения будет сформировано к середине 2005 Заместитель главы правления Газпрома Александр Рязанов сказал, что компания планирует выбрать партнеров для освоения крупного шельфового месторождения газа Штокмановское к середине 2005 года. Рязанов полагает, что компания может подписать соглашение о разделе продукции с правительством по месторождению к концу 2005-1Кв2006, после чего может начаться реализация проекта. По оценкам Штокмановское месторождение содержит около 3,2 трл.куб.м. запасов газа и 31 млн т газового конденсата. Как ожидается, на первой стадии с месторождения будет добываться 30 млрд.куб.м в год, из которых 22-24 будут использоваться для производства СПГ в объемах 15 млн тонн, которые будут экспортироваться в США.
16 февраля	Газпром полностью разместил 4-ый выпуск облигаций объемом 5 млрд. руб. под доходность к погашению 8,39% годовых Спрос на аукционе составил 10,3 млрд руб., более чем в два раза превысив объем эмиссии. По словам организаторов займа, значительная доля заявок была выставлена иностранными инвесторами. Ставка купона на весь срок обращения выпуска была установлена в ходе конкурса в размере 8,22% годовых. Срок обращения выпуска – 5 лет с полугодовой выплатой купонного дохода. Организаторы займа: Ренессанс Капитал" и Росбанк. В синдикат по размещению облигаций также вошли в качестве со-организаторов – ИК "Горизонт" и ОФГ, в качестве со-андеррайтеров – банк "Союз", Веб-инвест Банк, НОМОС-банк, Райффайзенбанк Австрия и АБН АМРО Банк.
21 февраля	Отчет Газпрома за 3Кв04 по МСФО оказался несколько лучше прогнозов из-за погашения долга украинским партнером; чистая прибыль (\$1,64 млрд) в 2 раза превысила показатель 2Кв04 Отчет Газпрома за 3Кв04 по МСФО оказался лучше и консенсус-прогноза аналитиков и наших более оптимистических



	ожиданий. В 3Кв04 компания получила в размере \$7,262 млрд, что на 26% больше чем в 3Кв03 (наш прогноз про этому показателю превышен на 2%, расхождение с консенсус-прогнозом более заметное). Рост выручки является следствием более высоких цен на европейском рынке газа, повышения тарифов на газ в России и некоторого увеличения объема поставок. Показатель прибыли до начисления процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА) вырос по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 47% и на 21% кв-к-кв (до \$2,9 млрд), превысив наш расчетный показатель на 25%.
22 февраля	Совет директоров "Газпрома" одобрил привлечение займа объемом до 1 млрд. евро Срок обращения еврооблигаций составит не менее 3 лет. К работе по выпуску в качестве лид-менеджеров размещения привлечены ABN AMRO bank и CSFB. Размещение запланировано на 1 полугодие 2005 г.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 25. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	22 299	32 577	31 150	20 331
ЕБИТДА, млн. \$	4 196	6 627	5 985	4 832
Чистая прибыль, млн. \$	3 701	4 034	3 781	2 942
P/E	7,6	7,0	7,5	9,6
EV/ЕБИТДА	7,2	4,6	5,0	6,3
Капитализация, млн. \$	28 221			
EV, млн. \$	30 222			
Добыча, млн. бнэ	618			
Запасы, млн. бнэ	20 056			
Количество акций, млн.*	822			

Прим.: * не включает 25 млн. акций резерва

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 26. 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 капи-тальных 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. 27. Основные события

Дата	Событие
14 февраля	ЛУКОЙЛ рапортует о росте добычи на 7,4% в 2004; намерен войти на розничный рынок Финляндии ЛУКОЙЛ опубликовал операционные результаты за 2004. Компания нарастила добычу нефти на 7,4% год-к-году до 86,2 млн тонн (1.73 млн.б.с.). В этом году компания наметила достаточно консервативный прогноз роста добычи нефти на уровне 4%, наш прогноз несколько более оптимистичен. Производство газа выросло на 14,% до 6.5 млрд.куб.см. В этом году компания также намеревается существенно нарастить производство газа за счет ввода Находкинского месторождения в Ямало-Ненецком автономном округе. Объемы компании по переработке возросли на 4,3% в 2004 до 40,9 млн тонн. Отдельной новостью, вчера было заявлено о том, что ЛУКОЙЛ намерен войти на рынок нефтепродуктов Финляндии.
16 февраля	ЛУКОЙЛ выходит из проекта Зых-Говсаны в Азербайджане ЛУКОЙЛ принял решение выйти из проекта Зых-Говсаны в Азербайджане (компания участвует в нем на паритетных началах с SOCAR). Зых-Говсаны – нешельфовое месторождение нефти с высокой степенью выработанности запасов, оцениваемых в 146 млн. бар. ЛУКОЙЛ уже давно рассматривал возможность выхода из проекта: большие затраты на экологическую реабилитацию территории (ориентировочно \$100 млн) делают разработку месторождения недостаточно рентабельной для компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть
Илл. 28. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	7 017	9 270	8 714	8 059
ЕБИТДА, млн. \$	2 337	3 305	2 614	2 186
Чистая прибыль, млн. \$	2 278	2 551	1 875	1 424
P/E	7,3	6,5	8,9	11,7
EV/ЕБИТДА	7,7	5,5	6,9	8,3
Капитализация, млн. \$	16 689			
EV, млн. \$	18 046			
Добыча, млн. бнэ	238			
Запасы, млн. бнэ	4 779			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 29. 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. 30. Основные события

Дата	Событие
9 февраля	Сибнефть (ДЕРЖАТЬ, \$3,12) опубликовала производственные показатели за 2004 г.; объем добычи увеличился на 11% до 0,9 млн. баррелей в сутки (с учетом доли в Славнефти) Сибнефть опубликовала производственные показатели за 2004 г. Добыча нефти увеличилась на 8,2% до 34,04 млн т (0,69 млн. баррелей в сутки). Добыча росла намного медленнее, чем планировалось. С учетом нефти, добытой Славнефтью (на паритетных началах принадлежит Сибнефти и ТНК-ВР) объем добычи увеличился на 11,2% год-к-году (до 45,04 млн т, или 0,90 млн. баррелей в сутки). Как и в прошлом году, на экспорт поставлено чуть менее 40% всей добытой нефти. Объем переработки снизился на 2,2% до 17,6 млн т. Снизился (на 4,2%) и экспорт нефтепродуктов.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 31. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	8 904	12 788	12 150	11 557
ЕБИТДА, млн. \$	2 933	4 035	3 399	3 296
Чистая прибыль, млн. \$	1 792	2 488	1 914	1 714
P/E	16,7	13,0	16,9	18,9
EV/ЕБИТДА	5,8	4,2	5,0	5,2
Капитализация, млн. \$	34 634			
EV*, млн. \$	17 072			
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. 32. 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, находящимся в резерве Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Источники: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 33. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	4 950	6 813	6 010	5 583
ЕБИТДА, млн. \$	920	1 455	1 080	1 006
Чистая прибыль, млн. \$	509	846	534	469
P/E	7,6	4,6	7,2	8,2
EV/ЕБИТДА	5,2	3,3	4,4	4,8
Капитализация, млн. \$	3 982			
EV, млн. \$	4 805			
Добыча, млн. бнэ	185			
Запасы, млн. бнэ	6 211			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 34. 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

Юкос
Илл. 35. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	15 674	21 839	20 986	19 735
ЕБИТДА, млн. \$	5 442	7 469	6 037	5 517
Чистая прибыль, млн. \$	4 474	5 345	4 256	3 849
P/E	0,4	0,3	0,4	0,5
EV/ЕБИТДА	2,5	1,8	2,2	2,4
Капитализация, млн. \$	1 767			
EV, млн. \$	13 399			
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. 36. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Следствие в отношении высшего менеджмента и основных акционеров
- 42,1% акций компании арестованы

Возможности

- Разрешение конфликта с властями

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 37. Основные события

Дата	Событие
11 февраля	Ситуация вокруг предстоящего заседания Хьюстонского суда накаляется Ситуация вокруг предстоящего заседания Хьюстонского суда накаляется. Юкос предъявил иск к Роснефти, Газпрому, Байкалфинасгруп и Газпромнефти о возмещении ущерба на сумму \$20 млрд, причиненного компании вследствие «экспроприации» у нее Юганскнефтегаза. Кроме того, в соответствии с условиями рассмотрения дел о добровольном банкротстве Юкос представил судье суда г.Хьюстон план реструктуризации компании и попросил ее заставить российские власти представить в зарубежный третейский суд доказательства правомерности взыскания с Юкоса многомиллиардной налоговой задолженности. Юкос просит рассмотреть представленный им план реорганизации на заседании суда 24 февраля.
16 февраля	В суде г.Хьюстон продолжатся слушания по делу о добровольном банкротстве Юкоса; официальный вердикт суда, возможно, появится не раньше начала следующей недели В суде г.Хьюстон начались слушания по делу о добровольном банкротстве компании Юкос. Суд должен решить, входит ли данное дело в сферу его компетенции. Слушания начались выступлением адвокатов Deutsche Bank, утверждавших, что Юкос ввел суд в заблуждение о степени своего присутствия в США, чтобы убедить американского судью вмешаться в разбирательство. Сегодня же после выступления свидетелей со стороны Deutsche Bank слово будет предоставлено представителям Юкоса
17 февраля	Суд г.Хьюстона отложил решение о юрисдикции по делу Юкоса По завершении второго дня слушаний дела о добровольном банкротстве Юкоса в суде г.Хьюстон судья Летиция Кларк сообщила сторонам, что решение будет принято, вероятно, на следующей неделе. «Я полагаю, что решение будет вынесено довольно быстро, но, по-видимому, не раньше вторника», сказала судья.
24 февраля	Суд г. Хьюстон отказался рассматривать ходатайство Юкоса о банкротстве Суд г. Хьюстон отклонил ходатайство Юкоса о банкротстве, мотивировав свое решение тем, что данное дело не относится к его юрисдикции. В своем заключении судья Летиция Кларк отметила, что дело подлежит рассмотрению в инстанции, которая предусматривает участие российских властей и кредиторов Юкоса. Итак, отчаянные попытки Юкоса успеть инициировать судебное разбирательство в американском суде накануне проведения аукциона по Юганскнефтегазу (19 декабря) завершились безрезультатно. Адвокаты Юкоса, скорее всего, будут апеллировать к другим судам за пределами России, но вчерашнее постановление Хьюстонского суда создало прецедент, который, с нашей точки зрения, снижает вероятность принятия благоприятного для Юкоса решения и в других инстанциях и, соответственно, юридические риски для российских компаний-ответчиков.
25 февраля	Юкос подает апелляцию на решение Хьюстонского суда.... В прошлую пятницу Юкос подал апелляцию на решение Хьюстонского суда, отказавшегося рассматривать ходатайство компании о банкротстве из-за несоответствия юрисдикции. Согласно сообщениям в ряде российских СМИ судья Летиция Кларк согласилась с рядом аргументов, представленных Юкосом, но не стала продолжать рассмотрение дела на том основании, что не может обеспечить участия в нем российских властей, которые отказываются признавать любую форму юрисдикции американского суда. Естественно, Юкос может попытаться счастья в других судах за пределами России, но вероятность принятия принципиально иного решения представляется нам незначительной.

Энергетика

Виталий Зархин, (7 095) 788-0320
Роман Филькин, (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. 38. Основные события

Дата	Событие
8 февраля	РАО ЕЭС изменяет алгоритм расчета дивидендов в дочерних компаниях Согласно заявлению финансового директора РАО ЕЭС Дмитрия Журбы, Правление компании одобрило новую методологию расчета дивидендов в дочерних компаниях. Новый алгоритм расчета будет касаться АО-энерго, ФЭС, а также компаний выделяемых в процессе реструктуризации АО-энерго. Изменения призваны выровнять дивидендную нагрузку на дочерние компании, имеющие привилегированные акции в уставном капитале, с компаниями, капитал которых формируют только обыкновенные акции.
15 февраля	СУЭК предложит две кандидатуры в совет директоров РАО ЕЭС СУЭК (МДМ) собирается выдвинуть Сергея Попова (члена совета директоров СУЭК) и Владимира Рашевского (генерального директора) в кандидаты на пост директора РАО ЕЭС. Рашевский является действующим членом совета директоров РАО ЕЭС, а Попов был в нем в 2003-2004. По сообщениям СМИ СУЭК владеет около 6% пакета РАО ЕЭС.
24 февраля	Газпром не намерен продавать свои пакеты в РАО ЕЭС или Мосэнерго По заявлению заместителя председателя правления Газпрома Андрея Круглова, компания не намерена продавать свои пакеты в РАО ЕЭС или Мосэнерго, в которых Газпрому принадлежит около 10% и 25,01%, соответственно. Круглов также подтвердил намерение Газпрома создать "Глобальную энергетическую компанию", базируемую на различных энергетических активах, включая энергогенерирующие активы.
25 февраля	Состоялось заседание Совета директоров РАО ЕЭС; одобренные вопросы свидетельствует о продолжении процесса реформирования В пятницу состоялось очередное заседание Совет директоров РАО ЕЭС. С нашей точки зрения, все одобренные вопросы носят технический характер, но, тем не менее, позитивны для акций РАО ЕЭС, поскольку свидетельствуют о продолжении процесса реформирования компании. Основными одобренными вопросами стали: Совет директоров одобрил проекты создания трех территориальных генерирующих компаний (ТГК-2, ТГК-4 и ТГК-6), и таким образом на сегодняшний день одобрены проекты создания для 10 из 14 ТГК, в том числе по всем ТГК Европейской части России. Совет директоров РАО ЕЭС также одобрил проекты реформирования Калмэнерго и Курганэнерго.
28 февраля	Миноритарии назовут своих кандидатов в Совет директоров РАО ЕЭС В то время как Правительство утвердило список своих кандидатов в начале февраля, другие акционеры РАО ЕЭС пока официально не назвали своих представителей. По сообщениям информационных агентств, Газпром (владеет 10-11% в РАО ЕЭС) предложил семь кандидатов, включая двух портфельных инвесторов (Дэвид Херн и Сеппо Ремес). СУЭК, владеющая 6-7% пакетом, выдвинула трех кандидатов, включая Генерального директора КЭС Михаила Слободина (КЭС владеет порядка 2-3% в РАО ЕЭС). Также, Национальная Резервная Корпорация (НРК), владеющая 3% пакетом в РАО ЕЭС, предложила восемь кандидатов, в том числе менеджеров РАО ЕЭС, портфельных инвесторов и представителей других ФПГ, а также Валентина Завадникова (член Совета Федерации).

Ленэнерго

Илл. 39. Основные события

Дата	Событие
17 февраля	Чистая прибыль Ленэнерго по РСБУ выросла в 2004 году на 320% до \$30 млн Согласно официальному пресс-релизу компании, чистая прибыль по РСБУ выросла по итогам 2004 года на 320% и составила \$30 млн. против \$7.1 млн в 2003 году. Это значение на 44% выше ранее ожидаемого прогноза в \$20.8 млн, сделанного генеральным директором Ленэнерго Андреем Лихачевым в начале февраля. Показатель EBIT в 2004 году вырос на 187% до \$51.8 млн. (\$18 млн. в 2003 году), в то время как EBITDA увеличился на 7% до \$118 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка

Телекомы

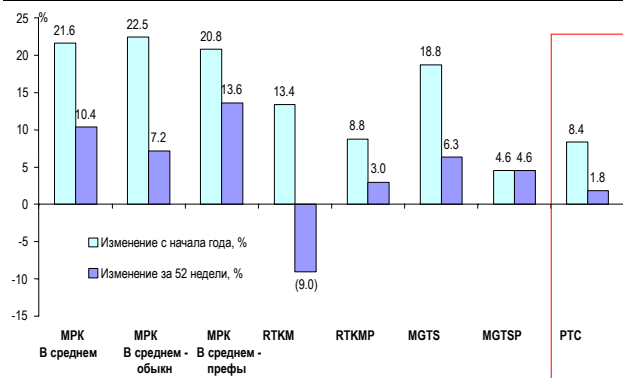
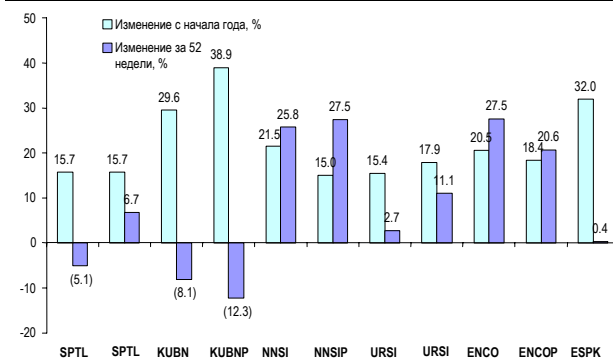
Андрей Богданов, (7 095) 795-3613,
Светлана Суханова, (7 095) 795-3742

Альфа-групп имеет финансовые интересы в Вымпелком Коммьюникейшнз. Оценки аналитиков отражают их личную точку зрения и не зависят ни от цен акций анализируемых компаний, ни от инвестиционных сделок, осуществляемых Альфа-групп в интересах Вымпелком Коммьюникейшнз.

- Недавнее ралли в акциях МРК (+22% с начала года), в результате которого котировки превысили уровень справедливой стоимости, заставляет задуматься о целесообразности покупки этих бумаг по текущим ценам
- От начала реструктуризации МРК и до момента появления первых ощутимых результатов в виде роста эффективности может пройти более двух лет
- После недавних массовых демонстраций против монетизации социальных пособий региональным телекомам вряд ли позволят повысить тарифы в течение 2005 г.
- В ближайшем будущем надеяться на существенный рост рентабельности не приходится (расходы на внедрение новых автоматизированных систем управления и биллинга, «плохие» долги, расходы на персонал)
- Сохраняется риск действий со стороны органов регулирования, в т.ч. доначисление налоговых платежей
- В случае «горизонтальной» либерализации рынка дальней связи стоимость обычно переносится от МРК к операторам транзитной связи
- Российские МРК сильнее обременены заемными средствами, чем аналогичные зарубежные компании (в 2004 г. средний для МРК коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА 2,5), но их акции торгуются с премией к бумагам зарубежных компаний связи

К покупке акций МРК надо относиться осторожно

Недавнее ралли в акциях МРК заставляет задуматься о целесообразности покупки этих бумаг по текущим ценам. С начала года акции МРК выросли на 22%, превысив уровень их справедливой стоимости (индекс РТС с начала года поднялся лишь на 8%).

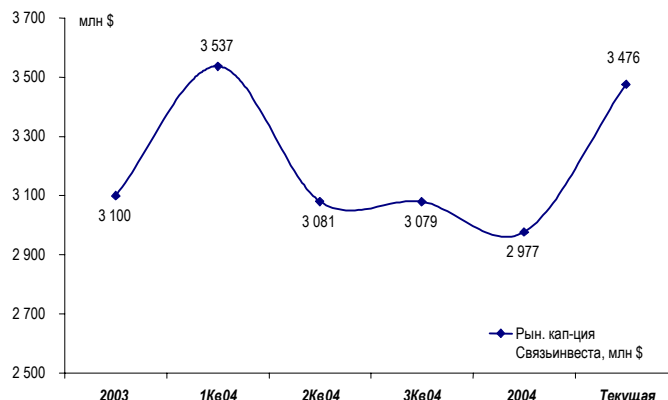
Илл. 40. Динамика акций МРК

Илл. 41. Динамика акций МРК


Примечание: за исключением акций ЦентрТелекома (обыкновенных и привилегированных), которые в 2005 г. еще не торговались

Источник: Bloomberg

Рыночная капитализация Связьинвеста близка к историческому максимуму (\$3,5 млрд)

Рыночная капитализация Связьинвеста близка к историческому максимуму (\$3,5 млрд) даже без учета возможного роста акций ЦентрТелекома, биржевая торговля которыми приостановлена в ожидании регистрации проспекта эмиссии (увеличение номинальной стоимости акций).

Илл. 42. Изменение рыночной капитализации Связьинвеста


Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Рыночная капитализация Связьинвеста близка к историческому максимуму (\$3,5 млрд)

Наша рекомендация инвесторам в этой ситуации – не горячиться и очень внимательно подходить к выбору бумаг для покупки.

Мы полагаем, что в данный момент покупать не следует, поскольку:

- покупка акции любой МРК по текущей цене больше походит на покупку опциона, исполнение которого, во-первых, отнесено на неопределенный срок в будущем и, во-вторых, который, возможно, не будет исполнен вообще. Мы считаем, что рынок переоценивает темпы реформирования холдинга. Новому собственнику может понадобиться значительно больше времени (год или два) для повышения производственной эффективности той или иной МРК. Хороший пример - Ростелеком, широкомасштабная реорганизация которого продолжалась с 2000 по 2001 гг.

На повышение эффективности МРК уйдет как минимум два года

В 2005 г. МРК вряд ли стоит надеяться на повышение тарифов

- маловероятно, что после недавних массовых демонстраций против монетизации социальных пособий региональным телекомом позволят повысить тарифы в течение 2005 г. (в нашей модели заложено 15-20%-ное повышение тарифов на местную связь в

текущем году). С другой стороны, повышение тарифов крайне необходимо МРК для финансирования капвложений, без которых не обойтись. Другие источники роста стоимости еще более призрачны: Связьинвест надеется получить контроль над 10% российского рынка мобильной связи, но мы считаем, что в настоящее время более реалистична цифра 6%.

Возможности для повышения эффективности ограничены

- региональные телекомы не могут в одночасье повысить производственную эффективность. Предварительный отчет ВолгиТелеком по МСФО указывает на наличие негативных тенденций: норма EBITDA снизилась на 1,5 п.п. до 30,5% в основном из-за увеличения суммы «плохих» долгов и расходов на персонал. Более того, в ближайшие два года операционные издержки и капвложения будут расти у всех МРК (внедрение системы ERP фирмы Oracle и биллинговой системы Amdocs).

Остается риск действий со стороны органов регулирования, в т.ч. налоговые претензии

- региональным телекомпам могут предъявить налоговые претензии: «младшую» из сестер (Дальсвязь) сильно наказали за «технические» нарушения налогового законодательства. Мы ожидаем поддержку МРК со стороны телеком-регулятора, но полностью сбрасывать со счетов риски нельзя.

В случае «горизонтальной» либерализации рынка дальней связи МРК лишатся части своей выручки

- условия и сроки либерализации рынка дальней связи, а также ее последствия остаются неясными (в частности, не понятно, как будет распределяться выручка между участниками рынка). По некоторым заявлениям Минфинформсвязи, либерализация рынка будет осуществляться по «горизонтальному» принципу, т.е. абонентам разрешат выбирать провайдера услуг дальней связи. При таком раскладе в выигрыше будут операторы транзитной связи, в проигрыше – провайдеры доступа к «последней миле», т.е. МРК. На данном этапе слишком рано делать прогнозы относительно того, в каком именно соотношении будет распределяться стоимость.

Акции МРК торгуются на уровне аналогичных зарубежных компаний, но при этом уступают им по основным экономическим показателям

Мы полагаем, что недавнее высказывание президента АФК «Система» Владимира Евтушенкова о том, что Связьинвест может стоить \$3-4 млрд, также носит ориентировочный характер, поскольку на данный момент не ясно, когда и каким образом эта стоимость может быть сформирована.

Российские МРК по-прежнему сильнее обременены заемными средствами, чем аналогичные зарубежные компании (в 2004 г. средний для МРК коэффициент Чистый долг/EBITDA составил 2,5) и менее эффективны (прогноз по норме EBITDA на 2005 г. 27% у МРК и 42% у зарубежных компаний). Мы полагаем, что с учетом сказанного выше следует признать, что стоимостные коэффициенты, с которыми в настоящее время торгуются акции МРК, а именно, на уровне бумаг аналогичных компаний в зоне EMEA (расчетный на 2005 г. коэффициент EV/EBITDA 5,6), неоправданно высокие.



Илл 43. Сравнительная оценка стоимости МРК

	EV			EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E			Норма EBITDA			Рост выручки, %
	млн \$	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П-06П		
Россия																
ЦентрТелеком	1 169	1,4	1,3	1,2	5,4	4,7	4,2	165	ng	23	26	27	28	10,5		
С.-Зап. Телеком	787	1,6	1,3	1,2	6,6	5,0	4,1	26	15	11	25	26	29	17,4		
ЮТК	1 149	2,1	1,8	1,7	8,1	6,6	5,5	ng	ng	88	26	28	31	11,2		
ВолгаТелеком	1 417	2,2	1,9	1,7	6,3	5,3	4,5	13	11	9	34	35	38	11,9		
Уралсвязьинформ	2 012	2,3	2,0	1,8	8,0	6,2	5,0	24	15	10	28	32	36	12,8		
Сибирьтелеком	1 206	1,7	1,5	1,4	6,0	5,1	4,4	15	9	6	28	29	31	11,0		
Дальсвязь	303	1,1	1,0	0,9	8,1	6,0	4,4	5	20	9	14	16	20	12,2		
Средний показатель*		1,8	1,5	1,4	6,9	5,6	4,6	16	14	22	26	27	30	12,4		
ЕМЕА																
Cesky Telecom	8 125	3,4	3,4	3,2	7,2	7,4	7,1	31	26	20	47	46	46	1,8		
Matav	6 459	2,1	2,0	2,0	5,1	5,1	5,0	18	15	14	40	40	41	0,4		
TPSA	14 071	2,6	2,5	2,6	6,0	5,9	6,1	19	17	18	43	43	42	0,4		
Vezeq	3 843	2,1	2,0	2,0	5,2	5,2	4,9	29	25	20	41	39	40	3,0		
Telkom SA	11 981	1,7	1,7	1,6	4,3	4,3	4,2	11	11	10	39	39	39	2,2		
Средний показатель		2,4	2,3	2,3	5,6	5,6	5,5	22	19	16	42	42	42	1,6		
Премия (дисконт) у российских компаний относительно среднего показателя по ЕМЕА		-25%	-35%	-39%	25%	0%	-16%	-24%	-24%	35%						
Латинская Америка																
Brasil Telecom	3 626	1,2	1,1	1,0	2,8	2,6	2,5	16	12	8	42	41	41	7,6		
CTC	3 844	3,1	3,2	3,2	6,9	7,2	6,6	8	42	33	45	45	48	(0,8)		
Tele Norte Leste	9 801	1,8	1,6	1,5	4,2	3,7	3,5	20	12	10	43	44	44	9,0		
Telmex	30 002	2,7	2,3	2,1	5,4	5,1	4,7	13	12	11	49	45	45	12,1		
TeleSP	10 734	2,3	2,2	2,1	5,1	4,8	4,7	13	11	10	46	46	45	4,4		
Средний показатель		2,2	2,1	2,0	4,9	4,7	4,4	14	18	14	45	44	45	6,5		
Премия (дисконт) у российских компаний относительно среднего показателя по Латинской Америке		-20%	-27%	-29%	42%	19%	4%	18%	-21%	53%						
Азия																
China Telecom	42 633	2,3	2,1	2,0	4,2	3,9	3,8	10	9	8	54	54	52	6,0		
KT Corp	22 782	2,2	2,2	2,2	3,9	4,0	4,1	11	11	10	56	55	54	(0,9)		
Chiungghwa Telecom	20 702	3,8	3,7	3,7	6,9	6,9	6,8	13	13	13	55	54	55	0,6		
Средний показатель		2,7	2,7	2,6	5,0	4,9	4,9	12	11	11	55	55	54	1,9		
Премия (дисконт) у российских компаний относительно среднего показателя по Азии		-35%	-43%	-47%	39%	13%	-7%	41%	29%	107%						
Западная Европа																
DT	149 113	2,0	1,9	1,9	6,0	5,7	5,4	26	19	16	33	34	35	3,6		
FT	135 734	2,3	2,2	2,1	5,8	5,5	5,3	21	15	12	38	39	39	4,1		
BT	50 398	1,5	1,5	1,5	4,8	4,8	4,7	13	12	11	31	31	31	0,7		
Средний показатель		1,9	1,9	1,8	5,6	5,3	5,2	20	15	13	34	35	35	2,8		
Премия (дисконт) у российских компаний относительно среднего показателя по компаниям Западной Европы		-8%	-18%	-22%	25%	5%	-11%	-17%	-6%	71%						

Примечание: без учета ЦентрТелекома

Источники: Bloomberg, IBES, оценка Альфа-Банка



Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 44. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	361	569	670	780
ЕБИТДА, млн. \$	115	176	214	255
Чистая прибыль, млн. \$	55	92	113	137
P/E	19.3	11.7	9.4	7.8
EV/ЕБИТДА	8.9	5.8	4.8	4.0
Капитализация, млн. \$	1,069			
EV, млн. \$	1,029			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 45. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Самый большой альтернативный оператор в России Широкая представленность на региональном рынке и Украине
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Относительно низкая ликвидность Ограниченная транспортная инфраструктура
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Дальнейшее расширение в регионы и страны СНГ Национальная лицензия дальней связи Рост рентабельности вследствие улучшения управления
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Увеличение платежей Ростелекому за аренду каналов связи

Источники: оценки Альфа-Банка

МТС

Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	2,546	4,006	5,383	6,189
ЕБИТДА, млн. \$	1,339	2,243	2,984	3,469
Чистая прибыль, млн. \$	517	967	1,368	1,576
P/E	30.9	16.5	11.7	10.1
EV/ЕБИТДА	13.0	7.7	5.8	5.0
Капитализация, млн. \$	15,982			
EV, млн. \$	17,382			
Число абонентов, '000	0			
Кол-во акций, млн.	399			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 47. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Прочное финансовое положение 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 Возможное избыточное предложение бумаг в следствии продажи ДТ доли в МТС
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Расширение на рынки СНГ (и разумные затраты на это) Включение в индекс MSCI
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Введение Резерва универсального обслуживания

Источники: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 48. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1,336	2,206	3,070	3,585
ЕБИТДА, млн. \$	613	1,083	1,570	1,863
Чистая прибыль, млн. \$	234	380	713	857
P/E	35.2	21.6	11.5	9.6
EV/ЕБИТДА	15.3	8.6	6.0	5.0
Капитализация, млн. \$	8,226			
EV, млн. \$	9,352			
Число абонентов, '000	0			
Кол-во акций, млн.	205			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 49. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Теленор и Альфа Груп в качестве стратегических инвесторов
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Самый низкий ARPU среди "Большой тройки" Нет выхода на некоторые регионы Дальнего Востока
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Расширение на рынки СНГ, лицензия на Дальний Восток Дальнейшая конвергенция маржи и рентабельности с МТС Включение в индекс MSCI Russia
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Введение Резерва универсального обслуживания Несправедливое отношение регулятора

Источники: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 50. 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	20,2	19,8	18,5	18,1
EV/EBITDA	7,1	6,3	5,8	5,3
Капитализация, млн. \$	1 361			
EV, млн. \$	1 474			
Используется линий, '000	4 128			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 51. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Доступ к последней миле в Москве

Слабые стороны

- Одна из самых устаревших сетей среди МРК
- Низкие доходы от дальней связи
- Отсутствие контроля над альтернативным оператором АФК "Система"

Возможности

- Пересмотр соглашений с Ростелекомом о расчетах за дальнюю связь

Угрозы

- Потеря сегмента малого и среднего бизнеса альтернативным операторам
- Высокая стоимость цифронизации сети
- Неспособность нового генерального директора показать высокие результаты

Источники: оценки Альфа-Банка

Связьинвест

Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	5,125	6,146	7,020	7,588
EBITDA, млн. \$	1,563	1,878	2,099	2,406
Чистая прибыль, млн. \$	299	435	480	667
P/E	12,5	8,6	7,8	5,6
EV/EBITDA	1,9	1,6	1,4	1,3
Капитализация, млн. \$	3,743			
EV, млн. \$	3,009			
Число абонентов, '000	0			
Кол-во акций, млн.	0			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 53. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Более 90% рынка местной связи
- Де-факто монополия на доступ к "последней миле"

Слабые стороны

- Низкая эффективность, высокая задолженность
- Низкая доля рынка среди корпоративных клиентов
- Госрегулирование тарифов

Возможности

- Увеличение операционной эффективности
- Развитие новых дополнительных услуг

Угрозы

- Либерализация рынка дальней связи
- Дальнейшее откладывание приватизации Связьинвеста

Источники: оценки Альфа-Банка

Ростелеком

Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1 039	1 219	1 296	1 358
EBITDA, млн. \$	385	457	389	387
Чистая прибыль, млн. \$	41	98	88	102
P/E	51,1	51,1	51,1	51,1
EV/EBITDA	5,4	4,6	5,4	5,4
Капитализация, млн. \$	1 950			
EV, млн. \$	2 099			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 55. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Устойчивое финансовое положение
- Владеет магистральной сетью на всей территории России

Слабые стороны

- Бизнес не диверсифицирован, отсутствует доступ к последней миле
- Работает в конкурентной среде при наличии социальных барьеров

Возможности

- Изменение системы взаиморасчетов за МН связь с региональными операторами
- Выход на рынок транзита трафика Европа-Азия
- Приобретение как альтернативных операторов так и на рынках СНГ

Угрозы

- Либерализация рынка дальней связи

Источники: оценки Альфа-Банка

Холдинги

Система

Илл. 56. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	3,760	5,682	6,988	8,042
EBITDA, млн. \$	1,627	2,512	3,080	3,408
Чистая прибыль, млн. \$	387	525	665	748
P/E	23.4	17.2	13.6	12.1
EV/EBITDA	6.0	3.9	3.2	2.9
Капитализация, млн. \$	9,047			
	9,783			
EV, млн. \$	0			
Кол-во акций, млн.	483			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 57. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Диверсифицированные операции • Обширный опыт в телеком секторе
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Сильная зависимость от стоимости МТС
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Приобретение активов Связьинвеста по заниженной цене
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Неспособность развить бизнес вне телеком сектора

Источники: оценки Альфа-Банка

**Металлургия**

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

**Минприроды
запретило
нерезидентам
участвовать в
тендерах на
разработку крупных
месторождений
полезных ископаемых**

В феврале Минприроды объявило о решении запретить нерезидентам участвовать в тендерах на разработку крупных месторождений полезных ископаемых, в т.ч. Сухого Лога и Удокана. Эта новость стала определяющей для динамики акций Норильского Никеля в ноябре. В случае неучастия иностранных компаний Сухой Лог может быть продан дешевле — за \$500 млн или даже меньше (в случае участия нерезидентов за месторождение можно было бы получить ориентировочно \$700 млн). Понятно, что отсутствие конкурентов из числа транснациональных компаний увеличивает шансы Норильского Никеля на победу. Мы по-прежнему позитивно оцениваем перспективы Норильского Никеля и рекомендуем инвесторам ПОКУПАТЬ его акции (расчетная цена \$84).

**Северсталь
прогнозирует хорошие
финансовые
показатели за 2004 г.
по IFRS**

Северсталь опубликовала прогноз по ряду важных показателей по IFRS за 2004 г.: консолидированная выручка — \$6,4 млрд, EBITDA — \$2,4 млрд, чистая прибыль - \$1,3 млрд. Эти показатели очень хорошие, поэтому котировки акций Северстали в феврале уверенно росли. Отчет за 2004 г. по IFRS ожидается в апреле, и, судя по опубликованному компанией прогнозу, фактические показатели также должны быть хорошими.

**Северсталь
окончательно
договорилась о
приобретении 62%
акций Lucchini**

Северсталь окончательно договорилась о приобретении 62% акций итальянской сталеплавильной группы Lucchini за €430 млн (\$548 млн). Т.о., Lucchini оценена на уровне 0,7 по расчетному за 2004 г. коэффициенту EV/S, 5,3 – по EV/EBITDA, \$460 за тонну стали – по EV/Производство.

Приобретение 62%-ного пакета акций Lucchini подтверждает амбициозные планы Северстали. Европа – один из крупнейших регионов-потребителей продукции Северстали (30% всей экспортной выручки компании). Помимо расширения географии экспорта Северсталь получит возможность диверсифицировать ассортимент продукции.

Вместе с тем, как сообщали *Ведомости* со ссылкой на источники в российской компании, на балансе холдинга будет консолидировано лишь 20% акций Lucchini, а остальные – на балансах крупных акционеров Северстали. Судя по всему, в скором времени Северсталь должна разъяснить инвесторам свои планы в отношении Lucchini.

Илл. 58. Прогноз изменения цен на металлы

	Посл. цена	Изменение, с нач. месяца	Миним. цена за 52 недели	Максим. цена за 52 недели	С начала года	Ср. цена с начала года	2005П, Альфа- Банк
	\$	%	\$	\$	%	\$	\$
Алюминий, \$/т	1 927	3,1	1 547	1 979	-1,8	1 867	1 800
Медь, \$/т	3 375	3,2	2 553	3 405	3,4	3 217	2 750
Никель, \$/т	16 425	12,8	10 510	17 025	10,4	15 012	12 500
Платина, \$/унция	865	-0,7	766	945	0,5	862	750
Палладий, \$/унция	183	-3,2	177	338	-2,3	185	200
Золото, \$/унция	436	3,1	372	457	-0,9	425	450

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

**Наш прогноз на 2005 г.
по средней цене
горячекатаной стали
повышен с \$425/т до
\$490/т**

Мы скорректировали финансовые модели по российским сталелитейным компаниям (Северсталь, ММК, НЛМК, Мечел, НТМК, ЗСМК) с учетом прогноза цен на сталь на мировом рынке. Усиливающийся спрос со стороны конечных потребителей при росте цен на сырье, по-видимому, будут поддерживать высокие цены на сталь на мировом рынке в течение всего 2005 г. Наш прогноз на 2005 г. по средним экспортным ценам на



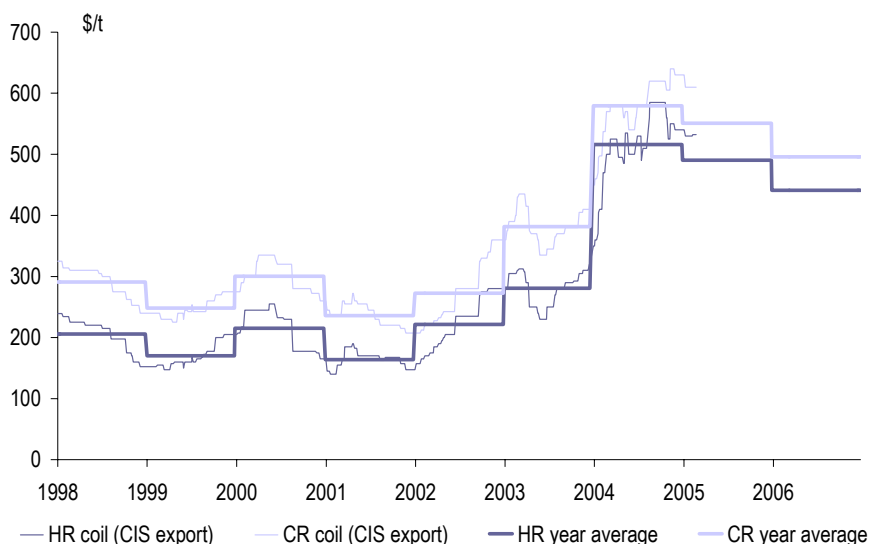
сталь повышен - по горячекатаной стали до \$490 за т, по холоднокатаной стали – до \$550 за т.

Илл. 59. Изменение прогноза по средней цене на сталь на 2000-2006П

		2000	2001	2002	2003	2004	2005П	2006П	Долго-срочная цена
Черные металлы									
Х/катаная сталь, \$/т	Новый	300	236	273	382	580	550	496	330
	Предыдущий	300	236	273	382	560	476	428	300
	Изменение, %	0	0	0	0	4	16	16	10
Г/катаная сталь, \$/т	Новый	215	164	222	281	516	490	441	250
	Предыдущий	215	164	222	281	500	425	383	220
	Изменение, %	0	0	0	0	3	15	15	14
Слябы, \$/т	Новый	177	141	185	240	457	434	391	220
	Предыдущий	177	141	185	240	430	366	329	190
	Изменение, %	0	0	0	0	6	19	19	16

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 60. Изменение цен на сталь



Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Расчетная цена акций Северстали повышена до \$13; рекомендация прежняя — ПОКУПАТЬ

Соответственно скорректирована и расчетная цена акций всех указанных выше компаний. Вместе с тем после недавнего роста цен на эти бумаги мы можем сохранить рекомендацию ПОКУПАТЬ только по акциям Северстали. Из-за ограниченного потенциала роста (менее 15%) наша рекомендация по акциям ММК, НЛМК, НТМК, ЗСМК, Мечела - ДЕРЖАТЬ. По расчетному на 2005 г. коэффициенту EV/EBITDA акции Северстали торгуются с дисконтом 21% относительно аналогичного среднего показателя по российским сталелитейным компаниям и 43% — по сталелитейным компаниям на развивающихся рынках.



Илл. 61. Изменение расчетной цены акций сталелитейных компаний

	Текущая цена \$	Расчетная цена		Потенциал роста %	Рекомендация	
		Предыдущая \$	Новая \$		Предыдущая	Новая
Северсталь	10,1	10,5	13,0	29%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
ММК	0,54	0,52	0,60	11%	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ
НЛМК	1,4	1,3	1,6	14%	ПОКУПАТЬ	ДЕРЖАТЬ
ЗСМК	145,5	рекомендации	160	10%	Нет	ДЕРЖАТЬ
НТМК	1,3	1,1	1,4	8%	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ
СГ «Мечел»	32	25	34	7%	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 62. Сравнение по стоимостным показателям с зарубежными компаниями

	Рын. кап-ция млн \$	P/E				EV/Выручка				EV/ EBITDA				EV/Производст во	
		2003	2004П	2005П	2006П	2003	2004П	2005П	2006П	2003	2004П	2005П	2006П	2003	2004
Россия															
Северсталь (IFRS)	5 574	9,4	4,1	4,4	4,9	1,64	0,82	0,84	0,81	5,1	2,2	2,6	2,8	532	410
ММК (IFRS)	5 196	6,8	4,1	5,5	6,2	1,43	0,93	0,92	0,96	4,4	2,6	3,3	3,5	379	387
НЛМК (US GAAP)	8 361	12,7	5,9	6,8	7,6	2,82	1,59	1,61	1,69	6,6	3,3	3,8	4,1	785	762
ЗСМК (IFRS)	1 860	17,1	4,8	5,6	6,2	1,63	0,93	0,92	0,96	7,6	2,7	3,1	3,4	282	299
НТМК (IFRS)	1 703	26,0	4,9	5,5	6,1	1,54	0,87	0,85	0,88	7,9	2,8	3,1	3,3	292	292
Мечел (US GAAP)	4 433	30,9	6,9	7,2	8,0	1,86	1,06	0,96	0,94	12,9	3,7	3,7	4,0	787	630
Средний показатель		17,2	5,1	5,8	6,5	1,82	1,03	1,02	1,04	7,4	2,9	3,3	3,5	510	463
Развивающиеся рынки															
POSCO	18 769	8,9	5,1	4,8	5,3	1,18	1,08	0,97	1,01	4,4	3,3	3,1	3,3	744	723
Inchon Iron and Steel	1 582	6,5	3,7	4,6	4,2	0,76	0,62	0,57	0,52	4,8	3,7	4,0	4,1	425	397
Hylsamex S.A.	2 088	H/3	H/3	7,7	12,8	1,86	1,18	1,15	1,53	14,4	3,6	3,9	6,7	1 007	1 007
Gerdau	5 289	13,0	4,4	4,8	4,7	1,48	0,99	0,84	0,89	7,4	3,9	3,6	3,6	655	612
China Steel	11 735	9,7	7,2	7,4	8,0	2,40	2,16	1,98	2,02	6,2	5,3	7,1	6,4	1 109	1 078
CSN	7 572	19,8	10,6	7,7	9,2	3,58	2,74	2,38	2,56	9,0	5,9	5,3	5,7	1 868	1 798
CST	2 891	8,8	6,3	7,5	8,5	2,32	1,77	1,60	1,60	6,5	3,8	3,6	4,5	672	686
Dongkuk Steel Mill	1 625	10,2	4,9	4,2	4,6	0,89	0,98	0,92	0,96	6,6	4,9	5,0	5,3	1 140	1 140
Средний показатель		11,0	6,0	6,1	7,2	1,81	1,44	1,30	1,39	7,4	4,3	4,4	5,0	952	930
Развитые страны															
Arcelor	16 136	36,7	5,2	7,7	10,9	0,63	0,55	0,50	0,53	9,4	4,0	3,5	4,5	487	501
Corus Group	5 019	H/3	7,4	6,2	11,3	0,46	0,39	0,37	0,40	12,3	4,4	3,7	5,2	420	369
USX-U.S. Steel Group	7 151	H/3	7,9	11,5	13,3	0,80	0,54	0,54	0,60	40,4	H/3	4,0	6,0	521	419
Nucor	10 107	159,4	9,8	16,9	20,4	1,66	0,92	0,95	1,13	22,3	4,7	6,6	8,3	841	660
SSAB Svenskt Stal	2 594	19,9	7,6	12,8	14,5	0,94	0,77	0,77	0,81	7,0	3,9	4,7	6,4	694	694
Thyssen Krupp	11 866	15,9	9,5	9,2	10,1	0,35	0,31	0,29	0,29	4,6	4,0	3,6	3,8	H/3	H/3
Acerinox	4 597	27,4	10,3	11,5	10,4	1,47	1,14	1,10	1,10	14,2	7,2	6,6	6,9	H/Д	H/Д
Средний показатель		51,9	8,3	10,8	13,0	0,90	0,66	0,65	0,70	15,7	4,7	4,7	5,9	593	529
Ср. показатель по России / Развивающиеся рынки, %		56	-15	-4	-9	1	-28	-22	-25	0	-32	-27	-29	-46	-50
Ср. показатель по России / Развитые рынки, %		-67	-38	-46	-50	102	56	57	50	-53	-38	-30	-40	-14	-12

Источник: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Норильский Никель

Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	5 196	6 608	6 123	5 437
ЕБИТДА, млн. \$	1 967	2 903	2 348	1 883
Чистая прибыль, млн. \$	861	1 675	1 199	844
P/E	16,0	8,2	11,5	16,4
EV/ЕБИТДА	6,8	4,6	5,7	7,1
Капитализация, млн. \$	13 797			
EV, млн. \$	13 454			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 64. 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. 65. Основные события

Дата	Событие
7 февраля	Мы ожидаем, что новый Совет директоров Норильского Никеля включит три независимых директора. Совет директоров Норильского Никеля утвердил список кандидатов в новый совет директоров компании. Новыми кандидатурами являются – Паринов, Морган и Кирилл Угольников (бывший первый заместитель главы Министерства по налогам и сборам). В свете данного списка, мы полагаем, что новый совет директоров Норильского Никеля включит, как и сейчас, три независимых директора.
10 февраля	Решение запретить иностранным компаниям участвовать в аукционах по Сухому Логу и Удокану благоприятно для Норильского Никеля МГР объявило о том, что власти приняли решение запретить нерезидентам участвовать в аукционах по крупнейшим месторождениям, включая Сухой Лог и Удоканское месторождение меди. К аукционам будут допущены компании, в которых не менее 51% принадлежит российским компаниям. Норильский Никель давно выражает свой большой интерес к Сухому Логу. Если Норильский Никель купит Сухой Лог по такой цене, это станет сильным катализатором для компании.
28 февраля	Результаты Норильского Никеля по производству цветных металлов в 2004 не принесли сюрпризов ГМК Норильский Никель объявил производственные результаты по цветным металлам за 2004. Компания увеличила производство никеля на 1.7% год-к-году до 243 тыс. тонн, в то время как производство меди снизилось почти на 1% до 447 тыс. тонн. Обе цифры близки к нашим ожиданиям. По словам заместителя генерального директора Норильского Никеля Тава Моргана в 2005 году объем производства никеля и меди практически не изменится, и ожидается в объеме 240 – 245 тыс. тонн никеля и 440 – 450 тыс. тонн меди.

Источник: оценки Альфа-Банка



Северсталь

Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	3 202	6 401	6 287	6 448
ЕБИТДА, млн. \$	1 035	2 354	2 053	1 891
Чистая прибыль, млн. \$	591	1 350	1 269	1 139
P/E	N/A	4,2	4,4	4,9
EV/ЕБИТДА	5,1	2,2	2,6	2,8
Капитализация, млн. \$	5618			
EV, млн. \$	5297			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	552			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 67. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение
- Профессиональная команда руководства

Слабые стороны

- Долгосрочные контракты с потребителями ограничивают гибкость компании на фоне растущих цен
- Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали

Возможности

- Приобретение активов за рубежом позволит увеличить мощности и укрепить позиции на внешних рынках
- Инвестиционная программа на уровне \$700-750 млн обеспечит конкурентоспособность компании

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 68. Основные события

Дата	Событие
4 февраля	Ключевые цифры Северстали по МСБУ за 2004 г. лучше, чем ожидалось. Северсталь опубликовала несколько предварительных ключевых цифр по МСБУ за 2004. Консолидированная выручка компании составила \$6,4 млрд., что на 100% выше по сравнению с 2003. ЕБИТДА в 2004 достигла \$2,4 млрд по сравнению с \$1,0 млрд в 2003, что привело к росту нормы ЕБИТДА с 31% в 2003 до 37% в 2004. Рост ЕБИТДА позволил компании получить чистую прибыль на уровне \$1,3 млрд по сравнению с \$0,6 млрд в 2003. Северсталь планирует опубликовать полные результаты по МСБУ за 2004 в апреле. Основываясь на 2004 EV/ЕБИТДА Северсталь торгуется на уровне 2,0, то есть с дисконтом 38% к соответствующему показателю группы Мечел (3,2) и дисконтом на уровне 29% - для НЛМК (2,9).
9 февраля	Северсталь подтверждает покупку 62% итальянской Lucchini на уровне 5,3 EV/ЕБИТДА Северсталь официально подтвердила покупку контроля в итальянской компании Lucchini. Северсталь купит 62% компании за €430 млн (\$548 млн). Семья Lucchini, которая контролировала компанию, снизит свой пакет примерно до 29%. Как ожидается, сделка будет завершена в течение 60 дней. Lucchini была оценена на уровне 2004П EV/S в размере 0,7; EV/ЕБИТДА – 5,3 и EV/Производство - \$460 за тонну стали. Северсталь сейчас торгуется на уровне 2004П EV/S – 0,8, EV/ЕБИТДА – 2,0 и EV/Производство - \$380 за тонну.
11 февраля	Fitch поместил рейтинг ОАО "Северсталь" по национальной шкале в список на возможное понижение В настоящее время рейтинг компании по национальной шкале находится на уровне A /rus/. Одновременно агентство подтвердило краткосрочный рейтинг компании на уровне В и сообщило, что рейтинг компании по приоритетному необеспеченному долгу В+ остается в списке на возможное понижение.

Источник: оценки Альфа-Банка



Машиностроение

Максим Матвеев CFA, (7 095) 795-3736,

ФАС тянет с окончательным решением по предложению Siemens приобрести 71% Силовых Машин

В ФАС лежит еще одна заявка на покупку Силовых Машин – от Базэла

В качестве «ответного хода» Siemens может скорректировать условия своего предложения

Инвестиционный климат в российском машиностроении по-прежнему во многом будет зависеть от судьбы сделки между Siemens и Силовыми Машинами. В феврале Федеральное агентство промышленности дало понять, что намерено «завернуть» сделку по покупке немецкой компанией 71% акций Силовых Машин. Окончательное решение остается за ФАС, но это ведомство по-прежнему тянет с ответом. Основная проблема – наличие у Силовых Машин производств по выпуску продукции оборонного назначения. В попытке облегчить госорганам принятие положительного решения Силовые Машины продали в прошлом году Калужский турбинный завод. Однако с точки зрения ФАС, этого, по-видимому, не достаточно для обеспечения интересов государства.

Заявку в ФАС на приобретение контрольного пакета Силовых Машин подал и Базэл. Мы полагаем, что теперь «ответного хода» следует ждать от немецкой компании, которая может скорректировать свое предложение. Появление российского конкурента может заставить Siemens сократить размер выкупаемого пакета до менее 51%.

С нашей точки зрения, Базэл вряд ли намерен «перебивать» предложение Siemens и вступать в игру до тех пор, пока немецкая компания не получит официальный отказ. Мы считаем, что сделка с Siemens была бы для Силовых Машин выгодной, поскольку обеспечила бы доступ к современным технологиям и инвестициям в объеме \$200 млн в ближайшие несколько лет. Логично ожидать, что в течение 1Кв05 Siemens и Интеррос предпримут максимум усилий для того, чтобы получить необходимые согласования.

Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	546	617	678	699
ЕБИТДА, млн. \$	57	58	48	46
Чистая прибыль, млн. \$	23	-83	13	16
P/E	6.0	N/M	10.6	8.6
EV/ЕБИТДА	5.1	5.0	6.0	6.2
Капитализация, млн. \$	136			
EV, млн. \$	287			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 70. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Пищевая промышленность и розничная торговля

Светлана Суханова, (7 095) 795-37-42

Активность IPO растет: биржевая торговля акциями Лебедянского начнется в марте...

...а вслед за ними планируют размещение ряд других компаний сектора

Продажа крупного производителя соков Мултона Кока-Коле ожидается в ближайшее время

Капитализация Лебедянского примерно равна капитализации ВБД, что может вызвать рост последнего

Как и ожидалось, активность компаний потребительского сектора по первичному предложению акций активизируется. Вслед за прошлогодним размещением Концерна «Калина», компании Efes, Седьмого континента и Фонда недвижимости «Открытые инвестиции», целый ряд компаний планирует размещение в этом году.

Крупнейший в России производитель соков Лебедянский, с долей рынка около 30%, планирует провести IPO на российском рынке в марте. По нашим оценкам стоимость компании составляет \$650 млн, однако, учитывая сильные темпы роста (около 100% в год в 2000-2003), рынок, скорее всего, предложит премиальную оценку в \$700-750 млн, что соответствует текущей стоимости Вимм-Билль-Данна. Хотя косвенным образом этот факт является положительным для Вимм-Билль-Данна, т.к. объем реализации этой компании в три раза больше Лебедянского, мы ожидаем лишь небольшого повышения акций ВБД: его прибыльность существенно хуже конкурентов.

Следующей громкой сделкой, вероятно, станет покупка Мултона Кока-Колой. Эта сделка активно обсуждалась около двух лет назад, но была отложена из-за несогласия сторон по цене. Покупка поможет Кока-Коле закрепить свои позиции во все еще растущем секторе производства сока до того, как все интересные активы будут проданы. Тем не менее, мы не ожидаем дальнейшей интенсификации конкуренции в связи с приходом на этот рынок крупной компании.

Испытывая на себе растущее давление конкурентов, Вимм-Билль-Данн объявил о начале реорганизации с целью сокращения издержек на содержание головного офиса. В свете предстоящего первичного размещения акций Лебедянского мы ожидаем повышение интереса к акциям этого сектора, но не усматриваем какого-либо существенно роста цен по сравнению с текущим уровнем.

Седьмой континент объявил о своих планах на текущий год, предусматривающих существенный органический рост объемов реализации на 50% до \$750 млн и сохранением рентабельности не ниже уровня прошлого года. В соответствии с недавно опубликованными хорошими данными за 2004 год, мы повышаем рекомендацию по бумагам компании до ПОКУПАТЬ, расчетную цену с \$9.8 до \$13.5.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	825	938	1124	1320
ЕБИТДА, млн. \$	84	80	96	140
Чистая прибыль, млн. \$	36	21	27	55
P/E	20,7	35,1	27,7	13,4
EV/ЕБИТДА	16,9	17,9	14,9	10,2
Капитализация, млн. \$	741			
EV, млн. \$	1427			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 72. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	737	968	1088	1151
ЕБИТДА, млн. \$	227	260	294	315
Чистая прибыль, млн. \$	123	145	169	183
P/E	17,0	14,5	12,4	11,5
EV/ЕБИТДА	10,0	8,8	7,7	7,2
Капитализация, млн. \$	2097			
EV, млн. \$	2278			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 74. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка
-

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 75. Основные события

10 февраля	Балтика планирует дивиденды; доходность составит 2.8% и 4.8% по обыкновенным акциям/префам Балтика объявила, что планирует выплатить дивиденды в размере \$0,5 по обыкновенным акциям и \$0.647 по привилегированным акциям. Таким образом, дивидендная доходность составит 2.8% и 4.8%. Эта доходность соответствует прошлогодним выплатам нашим прогнозам.
17 февраля	Балтика станет партнером в сети баров; нейтрально для компании Балтика планирует стать партнером в проекте по открытию сети баров, которые будут управляться известной компанией-ресторатором Lite Life. В целом, партнеры планируют открыть 10 баров в Москве в течении следующих двух лет, и Балтика предоставит барам свой бренд.

Сан Интербрю

Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	612	818	971	1075
ЕБИТДА, млн. \$	114	145	174	192
Чистая прибыль, млн. \$	24	35	58	67
P/E	25,9	17,8	10,8	9,4
EV/ЕБИТДА	7,2	5,7	4,7	4,3
Капитализация, млн. \$	625			
EV, млн. \$	823			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 77. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

Возможности

- Новые формы упаковки и новые сорта пива увеличат долю рынка

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

КОСМЕТИКА Концерн Калина

Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	157	187	216	246
ЕБИТДА, млн. \$	23	29	34	39
Чистая прибыль, млн. \$	14	19	23	26
P/E	14,5	10,6	9,0	7,8
EV/ЕБИТДА	10,0	7,3	5,9	4,8
Капитализация, млн. \$	205			
EV, млн. \$	230			
Кол-во акций, млн.	8,4			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 79. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Высокая доля небрэндованных продуктов

Возможности

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

Угрозы

- Сильная конкуренция с международными производителями

Источники: оценки Альфа-Банка

Аптеки 36,6

Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	148	209	282	380
ЕБИТДА, млн. \$	14	16	23	34
Чистая прибыль, млн. \$	1	2	5	12
P/E	134,0	77,8	30,7	12,2
EV/ЕБИТДА	13,3	13,3	9,7	6,5
Капитализация, млн. \$	144			
EV, млн. \$	212			
Кол-во акций, млн.	8			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 81. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Сильные позиции в Москве, хорошее развитие в регионах
- Очень хорошее восприятие и известность бренда 36,6

Слабые стороны

- Отрицательный чистый денежный поток до 2006 года
- Отсутствие ликвидности на локальных рынках, маленький free float

Возможности

- Расширение в регионах через покупку
- Увеличение продаж за счет расширения ассортимента

Угрозы

- Конкуренция снизит прибыльность
- Рост может быть сдержан недостаточным финансированием

Источники: оценки Альфа-Банка

Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

Для ускорения сделок слияния и поглощения в секторе ЦБР должен заставить банки перейти на МСФО

Ожидается, что к концу марта Сбербанк опубликует отчет за 2004 г.

Банковский сектор вступает в финальную стадию подготовки к введению системы страхования депозитов. Около 700 уже получили у ЦБР разрешение на присоединение к системе страхования, и ожидается, что их станет еще больше. Если учесть, что ЦБР принимает решения, исходя из финансовой отчетности по РСБУ, то к программе могут присоединиться и финансово слабые учреждения. На наш взгляд, ЦБР должен – в целях ускорения процессов слияния и поглощения в секторе – заставить банки перейти на отчетность по МСФО.

Ожидается, что к концу марта Сбербанк опубликует отчет за 2004 г. Мы прогнозируем его чистую прибыль на уровне \$1,7 млрд. Для нас ключевым показателем является нетто процентная маржа, которая за 4-й кв. 2004 г. должна была вырасти благодаря низкой стоимости финансирования. Учитывая, что срок погашения долгосрочных обязательств и ценных бумаг Сбербанка приближается, начавшееся после прошлогоднего банковского кризиса снижение стоимости финансирования будет полностью реализовано с некоторой отсрочкой – и станет для модели бизнеса Банка длительным благоприятным фактором.

Сбербанк

Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Активы, млн. \$	50 170	67 453	75 983	84 870
Чистая прибыль, млн. \$	473	767	824	929
P/E	24,5	15,1	14,1	12,5
Капитализация, млн. \$	11 900			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 83. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Рынок облигаций

Валентина Крылова, (7 095) 795-3742

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

Существенный рост цен в первой декаде месяца...

В первой декаде февраля цены на российские облигации существенно выросли благодаря позитивным новостям внутри страны и в США.

Важнейшими событиями стали:

- 1) **Резкое увеличение стабилизационного фонда РФ** до 740 млрд. руб. (~\$26,4 млрд). В результате чего, резервы ЦБ РФ в сочетании со стабилизационным фондом в настоящее время полностью покрывает всю сумму российского долга.
- 2) **Неблагоприятные данные по числу новых рабочих мест в США без учета сельскохозяйственного сектора** возродили предположения о том, что во 2П05 ФРС приостановит свою кампанию по повышению официальных ставок США. Успешные аукционы по размещению КО США усилили позитивные настроения.
- 3) **Президент Буш воодушевил инвесторов представленным Конгрессу перспективным бюджетным планом на 2006-2010 гг.** Хотя намерение Белого дома уменьшить в 2 раза бюджетный дефицит к 2010 г. выглядит трудно выполнимым, тем не менее, эти планы воодушевили инвесторов на валютном и международном долговом рынках.

...перешел в понижающий тренд

Неоправданно низкая доходность по КО США сделала рынок чрезвычайно чувствительным к любой негативной новости, которая не заставила себя ждать. Высокий уровень доходности к погашению и слабый спрос на аукционе 10-летних казначейских обязательств США привели к развороту тренда. Несостоятельность ожиданий паузы в повышении ставки ФРС также поддержали нисходящий ценовой тренд на мировом рынке долга. В результате к концу месяца российские облигации полностью нивелировали предыдущий рост, продемонстрировав по итогам месяца смешанное изменение цен. Так как цены еврооблигаций РФ снижались более медленными темпами, чем цены на КО США, спред сократился на 20-35 б.п. В частности, спред по облигациям Россия-30 снизился менее чем до 200 б.п. и остановился в диапазоне 190-200 б.п.

Предстоящие переговоры между Россией и Парижским клубом будут в центре внимания инвесторов

Инвесторы будут внимательно следить за переговорами между Россией и Парижским клубом. Результаты переговоров окажут огромное влияние на облигации Aries. В случае полного погашения российского долга Парижскому клубу облигации Aries будут переведены в категорию германского долга, что предполагает рост цены на Aries 2009 примерно на 4% и на Aries 2014 - на 8,5%. Частичное погашение в основном уже учтено в рыночной цене и будет иметь всего лишь краткосрочное позитивное воздействие на российские облигации. Сценарий наихудшего варианта – отказ от сделки с Парижским клубом – окажет давление на цены российских облигаций и приведет к очень активной продаже облигаций Aries. Такой результат резко повысит вероятность монетизации российского долга, подобной сделке, проведенной Германией в июле 2004 г.

Досрочное погашение долга РФ перед Парижским Клубом целесообразно при премии в пределах 7,4% от номинала

В преддверии предстоящего в марте очередного раунда переговоров между Россией и Парижским клубом на рынке усиливаются спекуляции на тему вероятного ужесточения позиции стран-членов Парижского Клуба по вопросу дисконта досрочного погашения долга РФ. Более того, со ссылкой на неофициальный источник в Германии называется требуемая германской стороной премия досрочного погашения – 2,5% от номинала. Мы полагаем, что даже с премией – досрочное погашение долга ПК остается выгодным для России. Для оценки максимально

допустимой премии будем использовать долг РФ перед Германией в рамках Парижского клуба. Во-первых, долг перед Германией составляет 44% общего долга ПК. Во-вторых, в условиях эмиссии Agies сообщаются объем и сроки платежей РФ Германии в рамках долга ПК, что позволяет оценить дюрацию.

Дюрация долга РФ перед Германией – 4,7 лет, что соответствует доходности на кривой суверенных еврооблигаций РФ – 5,3% годовых. По неофициальной информации, процентная ставка по долгу ПК составляет 7-10%. Таким образом, если смоделировать еврооблигацию с купонной ставкой 7% годовых, дюрацией 4,7 лет и амортизацией основного долга, то при доходности 5,3-5,4% годовых ее рыночная цена составит 107,4-107,8% от номинала. Таким образом, при премии свыше 7,8% от номинала для российского правительства будет выгоднее выкупать еврооблигации на вторичном рынке.

Скорее всего, наиболее жесткую позицию на предстоящих переговорах займет Франция, которая решила для себя проблему дефицита бюджета на ближайшие два года. Проведение крупнейших в истории Европы приватизационных аукционов позволит стране получить около 19 млрд. евро, что позволит сохранить дефицит бюджета в пределах 3% ВВП в 2005-2006 г.

Гораздо менее оптимистично выглядит ситуация в Германии. Ряд политически непопулярных решений, вероятно, приблизит дефицит бюджета в 2005 г к требуемым Еврокомиссией 3%. Однако претворение этих планов в жизнь способны усилить социальную напряженность. При этом вопрос 2006 г остается открытым.

Илл. 84. Основные события

Дата	Событие
1 февраля	Объем стабилизационного фонда достиг 740 млрд руб. (~\$26,4 млрд) , что в сочетании с резервами ЦБ РФ (\$128 млрд) полностью покрывает всю сумму российского долга.
2 февраля	Комитет по открытому рынку ФРС США повысил ставку на 25 б.п. до 2,5%. Европейский центробанк сохранил свою базовую ставку без изменения на уровне 2%.
4 февраля	На встрече руководителей стран «Большой восьмерки» было высказано предположение, что сделка между Парижским клубом и Россией будет вскоре завершена. Эта новость способствовала повышению цен на российские облигации, пока не стала известной неофициальная информация о том, что договоренности относительно размера дисконта на выкуп долга достигнуто не было. В январе число новых рабочих мест в экономике США оказалось ниже ожидаемого уровня (146 тыс. против прогноза в 200 тыс.). Более того, данные за декабрь были пересмотрены в сторону понижения (с 157 тыс. до 133 тыс.). Эта новость спровоцировала активную покупку всех видов облигаций.
7 февраля	Президент США Буш представил проект бюджета страны на 2006 г. и оценки на 2006-2010 гг. Планы по сокращению дефицита бюджета в 2 раза (с \$427 млрд в 2005 г. до \$207 млрд в 2010 г.) были восприняты инвесторами с большим энтузиазмом. Эта новость имела чрезвычайно положительные последствия для курса доллара и КО США, что, в свою очередь, повысило стоимость российского долга.
8-10 февраля	Казначейство США провело аукционы по размещению 3-, 5- и 10-летних казначейских облигаций на общую сумму в \$51 млрд. Несмотря на отсутствие погашений, трехлетние и пятилетние казначейские облигации были размещены успешно, что усилило позитивные настроения на долгом рынке. Результаты последнего аукциона по размещению выпуска 10-летних облигаций разочаровали инвесторов и привели к развороту тренда.
16 февраля	Полугодовой отчет ФРС перед Конгрессом США о кредитно-денежной политике. Заявление Алана Гринспена о том, что «несмотря на последние повышения процентных ставок в США, ставка по федеральным фондам находится все еще на достаточно низком уровне», спровоцировала активную продажу всех видов облигаций. Центральный банк Бразилии повысил ставку Selic на 50 б.п. до 18,75%
18 февраля	Индекс цен производителей (PPI) в США снизился в январе на 0,8% , что стало самым большим снижением за последние 6 лет. Эта новость несколько снизила позитивные настроения, сформировавшиеся в результате постоянных заявлений руководителей ФРС о том, что инфляции находится под контролем.
24 февраля	Неуспешное размещение 2-летних КО США привело к активному изъятию прибыли по всем видам облигаций. На аукционе доходность к погашению оказалась на 10 б.п. выше прогноза. Более того, спрос был на уровне ниже среднего. Эта новость возродила опасения в отношении того, что спрос инвесторов, включая иностранных участников, на казначейские облигации США может снизиться.
25 февраля	Аргентина завершила прием заявок на обмен долга. В соответствии с предварительными оценками коэффициент принятия предложения на обмен может достичь 50%, означая совершение реструктуризации долга.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 85. Динамика валютных облигаций на 1 марта 2005г.

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	Спред к безрисковой ставке бп
Еврооблигации						
Евро-05	24.07.2005	102.25	-0.18	2.9	8.56	5.16
Евро-07	26.06.2007	112.06	-0.11	4.5	8.92	89.58
Евро-10	31.03.2010	109.88	-0.11	4.7	7.51	104.43
Евро-18	24.07.2018	143.81	0.97	6.1	7.65	188.57
Евро-28	24.06.2028	170.63	1.49	6.7	7.47	232.93
Евро-30	31.03.2030	105.13	0.24	6.3	4.76	195.42
Облигации Минфина						
Минфин 5	14.05.2008	93.31	-0.07	5.3	3.21	164.09
Минфин 6	14.05.2006	98.44	0.38	4.4	3.05	115.84
Минфин 7	14.05.2011	85.88	0.73	5.8	3.49	178.36
Минфин 8	14.11.2007	95.81	1.93	5.0	3.13	147.83
Agies						
Agies 2007	25.10.2007	105.63	0.24	Н/Д	5.16	Н/Д
Agies 2009	25.10.2009	113.38	-0.27	4.5	6.84	156.39
Agies 2014	25.10.2014	124.00	0.40	6.2	7.74	214.06
Муниципальные облигации						
Москва-04	25.10.2004	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Москва-06	28.04.2006	108.70	-0.37	3.1	10.07	85.22
Ниж. Новгород	03.04.2005	99.98	-0.02	0.0	8.75	0.00
Банковский сектор						
Альфа-Банк	19.11.2005	103.80	0.17	5.2	10.36	218.42
Внешторгбанк-05	28.04.2005	100.09	-0.14	Н/Д	3.86	Н/Д
Внешторгбанк-07	30.07.2007	103.80	-0.05	Н/Д	4.59	Н/Д
Внешторгбанк-08	11.12.2008	104.69	-0.09	5.5	6.57	173.90
Газпромбанк-05	04.10.2005	103.88	-0.39	2.9	9.39	70.97
Газпромбанк-08	30.10.2008	105.00	0.30	5.7	6.90	199.06
Зенит	12.06.2006	101.00	0.00	8.4	9.16	515.06
МДМ-Банк	16.12.2005	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
НИКойл	19.03.2007	102.25	0.99	7.8	8.80	429.79
НОМОС-банк	13.02.2007	102.43	1.17	7.7	8.91	427.21
Петрокоммерц	09.02.2007	103.51	2.23	7.0	8.69	354.75
Русский стандарт-05	28.05.2005	101.27	-0.33	5.4	10.86	267.55
Русский стандарт-07	14.04.2007	103.45	1.67	7.0	8.46	344.31
Сбербанк	24.10.2006	101.06	-0.01	Н/Д	2.84	Н/Д
Уралсиб	06.07.2006	105.00	0.30	5.0	8.45	170.32
Нефтегазовый сектор						
Газпром-07	25.04.2007	108.53	-0.02	4.9	8.41	135.32
Газпром-09	21.10.2009	118.14	-0.54	6.0	8.89	216.77
Газпром-10	27.09.2010	112.98	-0.41	5.1	6.90	199.79
Газпром-13	01.03.2013	118.97	-0.02	6.5	8.09	250.33
Газпром-20	01.02.2020	106.21	0.36	6.0	6.78	197.93
Газпром-34	28.04.2034	117.11	0.15	7.2	7.36	277.00
Роснефть	20.11.2006	112.79	-0.35	4.9	11.30	149.71
Сибнефть-07	13.02.2007	108.23	-0.25	6.9	10.63	343.14
Сибнефть-09	15.01.2009	110.57	0.98	7.5	9.72	381.40
ТНК	06.11.2007	113.09	-0.35	5.7	9.73	205.96
Телекоммуникационный сектор						
АФК Система-08	14.04.2008	108.23	0.71	7.2	9.47	360.01
АФК Система-11	28.01.2011	104.40	1.18	7.9	8.50	Н/Д
ВымпелКом-05	26.04.2005	100.79	-0.41	4.9	10.37	Н/Д
ВымпелКом-09	16.06.2009	108.66	1.96	7.6	9.20	Н/Д
МТС-04	21.12.2004	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
МТС-08	30.01.2008	108.20	0.45	6.6	9.01	Н/Д
МТС-10	14.10.2010	105.20	1.43	7.2	7.96	Н/Д
Металлургический сектор						
Евразхолдинг-06	25.09.2006	103.26	0.93	Н/Д	8.59	Н/Д
Евразхолдинг-09	03.08.2009	110.44	2.16	Н/Д	9.85	0.08
ММК-05	18.02.2005	0.00	-100.00	Н/Д	Н/Д	0.00
ММК-08	21.10.2008	103.15	1.46	Н/Д	7.76	0.07
Северсталь-09	24.02.2009	103.46	1.94	Н/Д	8.34	0.08
Северсталь-14	19.04.2014	105.06	3.88	Н/Д	8.80	0.08
Другие						
Алроса	06.05.2008	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Вимм-Билль-Данн	21.05.2008	101.51	1.09	10151.0	8.37	0.08

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

Индекс РТС: технический потенциал роста – 16%

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

Илл. 86. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1-28 февраля		
		Краткосрочный	Долгосрочный							
РТС	ДЕРЖАТЬ	716	Восходящий	Нейтральный	R4 815.68	Граница клина	S1 691.89	Максимум 12.10.04	OP	639.43
	ЛОНГ			К повышению	R3 785.52	Исторический максимум	S2 659.94	6-месячная МА	HI	716.59
	ЦЕЛЬ	815			R2 763.57	Минимум 12.10.04	S3 587.31	24-месячная МА	LO	634.74
	ПРОДАВАТЬ	685			R1 718.68	75.0% FiboE	S4 560.85	Основной	CL	716.42

Источник: оценка Альфа-Банка

Основные выводы

- Долгосрочный тренд на РТС нейтральный и меняется в сторону повышения, в то время как краткосрочный тренд пока остается восходящим.
- Сейчас наша долгосрочная техническая цель для РТС равна 815, что предполагает 16%-ный технический потенциал роста от текущего уровня 702.
- Однако мы твердо уверены, что безостановочное движение к 815 маловероятно, так как в настоящее время рынок сильно перекуплен. По нашему мнению, индекс РТС либо уже достиг локальной вершины, либо сформирует ее на любом уровне между 718-785.
- Поэтому мы полагаем, что текущая нисходящая техническая коррекция может продолжиться или возобновиться на краткосрочном временном горизонте.
- Мы рекомендуем инвесторам **ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** до тех пор, пока индекс РТС будет оставаться выше уровня 685, и советуем **ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** в случае прорыва ниже этой отметки.

Илл. 87. Индекс РТС - Месячные технические характеристики, по состоянию на 3 марта 2005 г.


Sat Mar 05 2005 10:47:12

Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

CQG © 2005

Техническая коррекция в сторону понижения на РТС может иметь продолжение на краткосрочном временном горизонте

Классический технический анализ

В феврале 2005 г. индекс РТС продолжил уверенный рост, а в начале марта даже тестировал уровень сопротивления 718, заданный 75%-ной коррекцией Фибоначчи на падение от исторического максимума 785,52 до июльского 2004 г. минимума 518,15. Затем на рынке началась техническая коррекция в сторону понижения. Мы полагаем, что индекс РТС имеет хорошие шансы для достижения нашей долгосрочной технической цели в долгосрочном плане. Однако мы твердо убеждены, что безостановочное движение к отметке 815 маловероятно, так как в настоящее время рынок сильно перекуплен. На наш взгляд, индекс РТС либо уже достиг своей локально вершины, либо скоро сформирует ее на любом уровне внутри ценового диапазона 718-785. Поэтому мы полагаем, что текущая нисходящая техническая коррекция может продолжиться в ближайшее время или возобновится после нескольких попыток отскочить выше.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 88. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 3 марта 2005 г.



Краткосрочный тренд на РТС по-прежнему восходящий

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 88 имеет положительный наклон, поэтому краткосрочный тренд на РТС должен рассматриваться как «бычий». Обе быстрая и медленная адаптивные скользящие средние (AMA) в настоящее время растут в тандеме с медленной адаптивной линией тренда (ATL), что должно считаться дополнительным аргументом в пользу присутствия доминирующей восходящей тенденции на рынке. Вместе с тем быстрая

адаптивная линия тренда (ATL) уже миновала свою новую локальную вершину и начала движение вниз, что, безусловно, является медвежьей предпосылкой.

Быстрый момент приближается к ключевому нулевому уровню

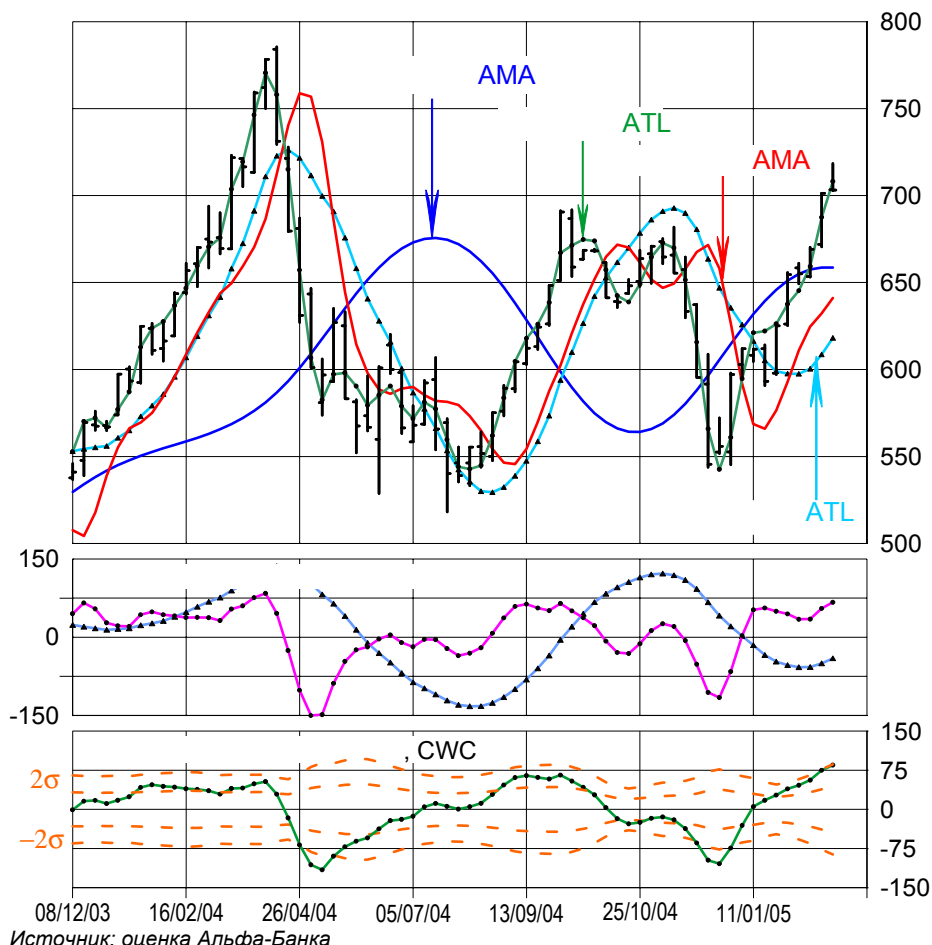
После прохождения своего локального максимума, линия медленного момента Илл. 88 приняла почти горизонтальное направление, что указывает на устойчивость краткосрочного восходящего тренда. Тем временем быстрый момент сформировал свой локальный максимум в области положительных значений, и возобновил падение. В настоящее время быстрый момент приближается к принципиально важному уровню «ноль». Это предполагает усиление нисходящей технической коррекции на РТС, после того как быстрый момент станет отрицательным по величине.

Краткосрочный CWC падает в сильно перекупленной области

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 88 миновал «гребень» выше уровня плюс «два сигма» и возобновил фазу падения несколько дней назад. В настоящее время краткосрочный CWC падает, оставаясь в сильно перекупленной области около уровня плюс «два сигма». Это предполагает высокую вероятность продолжения или возобновления нисходящей технической коррекции на российском рынке ценных бумаг в течение следующих нескольких недель.

Долгосрочный тренд и циклы

Илл. 89. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 3 марта 2005 г.



Долгосрочный тренд на РТС нейтральный и меняется в сторону повышения

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 89 миновала свой локальный минимум несколько недель назад и в настоящее время движется вверх, находясь ниже медленной адаптивной

скользящей средней (АМА). Это указывает, что долгосрочный тренд на РТС нейтральный и меняется в сторону повышения. Быстрая адаптивная линия тренда (АТЛ) имеет положительный наклон, и ее текущее значение больше, чем значения остальных технических индикаторов в верхней части Илл. 89. Это, безусловно, является дополнительными бычьими знаком. В настоящее время медленная АМА приближается к своей локальной вершине, что может рассматриваться как медвежья предпосылка.

Обе — быстрая и медленная линии момента растут

Линия медленного момента в середине Илл. 89 миновала свой локальный минимум и в настоящее время растет в области отрицательных значений. Линия быстрого недельного момента двигается вверх в области положительных значений. Это указывает на возможное возвращение долгосрочного восходящего тренда на РТС через несколько недель.

Долгосрочный CWC достиг сильно перекупленной области

После прохождения своей «впадины» в сильно перепроданной отрицательной области, долгосрочный CWC продолжил фазу роста, и уже достиг сильно перекупленной области выше уровня плюс «два сигма». Это указывает на состояние среднесрочной перекупленности индекса РТС. Однако потенциал роста РТС еще не полностью исчерпан, так как фаза роста долгосрочного CWC сопровождается ростом его волатильности (пульсирующей амплитуды колебания цикла).

Сильная область сопротивления расположена между отметками 718 и 763

Уровни поддержки и сопротивления

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл. 1 и 2. Сильная область сопротивления сейчас расположена между отметками 718 и 763. Ключевой уровень поддержки находится между отметками 686 и 692. Основная поддержка – 560.

Потенциал роста и падения индекса РТС

С учетом вышеприведенных факторов мы делаем следующие выводы:

Наша долгосрочная цель для индекса РТС равна 815, что предполагает 16%-ный потенциал роста от уровня 702

1. Недельные графики на Илл. 89 показывают, что долгосрочный тренд на РТС по-прежнему нейтральный и меняется в сторону повышения, в то время как краткосрочный тренд пока остается бычьим.
2. Сейчас наша долгосрочная техническая цель для РТС равна 815, что предполагает 16%-ный технический потенциал роста от текущего уровня 702.
3. Однако мы твердо уверены, что безостановочное движение к 815 маловероятно, так как в настоящее время рынок сильно перекуплен. По нашему мнению, индекс РТС либо уже достиг локальной вершины, либо сформирует ее на любом уровне между 718-785.
4. Поэтому мы полагаем, что текущая нисходящая техническая коррекция может продолжиться или возобновиться на краткосрочном временном горизонте.
5. Мы рекомендуем инвесторам ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ до тех пор, пока индекс РТС будет оставаться выше уровня 685, и советуем ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ в случае прорыва ниже этой отметки.

Продолжение или возобновление технической коррекции в сторону понижения вероятно на краткосрочном горизонте

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, Роман Филькин
Андрей Богданов, Светлана Суханова
Максим Матвеев CFA, Павел Соколов,
Наталья Шевелёва,
Светлана Суханова

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.