

Февраль: Государственные суперкомпании или очередной миф?

16 февраля 2005 г.

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Сколько стоит АФК «Система»?

- После затяжного старта в новом году рынку акций удалось быстро набрать обороты и продемонстрировать заметный рост котировок (благодаря, в первую очередь, активности российских покупателей). С начала года индекс РТС вырос на 6,7% (MSCI GEM Index лишь на 1,4%), а котировки целого ряда компаний - на 10-20%: инвесторы начали формировать портфели из тех акций, которые, с их точки зрения, сопряжены со значительно меньшим риском и при этом по своим экономическим показателям имеют существенный потенциал роста.
- По нашим оценкам, уровень индекса РТС, соответствующий справедливой стоимости акций, составляет 710 пунктов (при оценке методом DCF), но в течение ближайших 2-3 месяцев он, скорее всего, будет колебаться в широком диапазоне 610-620 и 680-690 пунктов. Инвесторам придется дожидаться результатов налоговых проверок ряда компаний и прояснения ситуации с отношением властей к ожидаемому докладу Счетной Палаты об итогах проверки приватизационных сделок за предыдущие годы. Должна проясниться и ситуация с исками, поданными Юкосом в американский суд. Кроме того, Правительству предстоит решить социальные проблемы, возникшие в связи с монетизацией льгот.
- Получение Россией инвестиционного рейтинга от агентства S&P и желание страны начать досрочное погашение внешней задолженности вызвали резкий рост цен на российские облигации. Ряд корпоративных облигационных выпусков, в частности Газпром, МТС, Сибнефть, имеют более высокий потенциал роста, чем суверенные бумаги.
- АФК «Система» установила цену размещения своих ГДР на Лондонской фондовой бирже на уровне \$17 за штуку. Т.о., рыночная капитализация компании, рассчитанная после IPO, составила \$8,2 млрд. В результате размещения холдинг привлек \$1,3 млрд (без учета опциона "green shoe"). Это самое крупное IPO, когда-либо проводившееся российской компанией. Цена размещения (\$17) предполагает 18%-ный потенциал роста, который может быть реализован в случае повышения котировок АДР МТС до уровня их справедливой стоимости (\$43).
- Основная часть стоимости АФК «Система» (93%) приходится на телекомы. Роль связи в бизнесе холдинга усилится в том случае, если средства, вырученные в ходе недавнего IPO, будут использованы для участия Системы в приватизации Связьинвеста в составе консорциума инвесторов. Мы полагаем, что для Системы наиболее привлекательными активами Связьинвеста являются ВолгаТелеком, ЦентрТелеком и МГТС.

Портфельные рекомендации*

Газпром (внутренние)	Потенциал роста до справедливой стоимости - 64% (госкомпания с отличными перспективами роста стоимости)
Норильский Никель	Потенциал роста - 46%, - зависит от цен на мировом рынке металлов. Акции компании значительно дешевле бумаг аналогичных зарубежных компаний
ЛУКОЙЛ	Потенциал роста - 15%, объявленный компанией Сопосо план приобретения акций на открытом рынке оказывает сильную поддержку этой бумаге
Сбербанк	Потенциал роста - 16%, отражает рост котировок российских облигаций и улучшение макроэкономических показателей России
Операторы мобильной связи	И МТС, и Вымпелком показывают высокие темпы роста и при этом торгуются с дисконтом относительно справедливой стоимости
Уралсвязьинформ	Самый высокий среди МРК потенциал роста (+15%) и одновременно самая ликвидная бумага

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

Последние публикации

Сбербанк: Низкий коэффициент P/BV привлечет покупателей	
<i>Наталья Орлова</i>	Февраль 3
Индекс АВ-ICI 2004: рынок не разделяет оптимизма	
<i>Наталья Орлова</i>	Январь 11
Акции МРК: больше не дешевая покупка	
<i>Андрей Богданов и Светлана Суханова</i>	Декабрь 10
Доклад Счетной палаты: Много шума из ничего?	
<i>Уифер Крис, Эрик ДеГрой</i>	Декабрь 2
МТС 3кв04: Хорошие результаты не компенсируют давления на акции	
<i>Андрей Богданов и Светлана Суханова</i>	Ноябрь 24
Если Вас заинтересовала какая-либо из данных публикаций, пожалуйста, дайте нам знать, и мы вышлем Вам ее незамедлительно	

Отдел исследований
research@alfabank.ru

(095) 795-3676

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

СОДЕРЖАНИЕ:

Стратегия.....	3
Сколько стоит АФК «Система»?	7
ГДР Системы могут вырасти за счет роста акций МТС.....	7
АФК «Система»: широкий спектр активов в несырьевых отраслях	7
Оценка: Диапазон стоимости акционерного капитала - \$8,2-9,7 млрд	9
Не ошибиться в выборе: акции холдинга или акции МТС / МГТС?	12
Приватизация Связьинвеста: подсчитывать прибыли пока рано.....	12
Заключение	13
Графики.....	18
Календарь событий.....	20
Новости компаний и отраслей.....	22
Нефть и газ	22
Энергетика	28
Телекомы	29
Металлургия.....	35
Пищевая промышленность и розничная торговля	38
Банковский сектор	40
Рынок облигаций	43
Индекс РТС: с прицелом на 813?	46

Стратегия

Кристофер Уифер, (7095) 103-7322

Год спустя после реорганизации Кабинета в осуществлении изначального плана реформ сделано мало

Свой первый президентский срок Путин использовал для усиления вертикали власти, необходимого, как он говорил тогда, для последующей трансформации экономики

На практике же государство не оказывает поддержку реформам, а занимается лишь накоплением золотовалютных резервов. Рост государственного вмешательства в экономику

Явные риски, угрожающие инвестиционному климату

Рождение государственной модели промышленного развития

Прошел год с тех пор, как Президент Путин провел реорганизацию Кабинета (с заявленной целью активно продвигать обещанный пакет экономических и административных реформ). Вместо этого мы имеем: раскол в Правительстве из-за отсутствия значимого прогресса реформ, падение темпов роста экономики, протесты против монетизации льгот, снижение доверия народа к властям. Щадящим (по отношению к властям) объяснением задержки реформ является ссылка на более приоритетные и насущные проблемы (рост терроризма, «дело Юкоса/Менатеп», непредсказуемость стадий сделки «Газпром-Роснефть» и распри среди *Силовиков*, где их группировки отстаивают альтернативные политические повестки). Возникающая картина предполагает, что в сфере приоритетности реформ Путин совершил поворот на 180 градусов.

В течение первых четырех лет пребывания на посту президента Путин неоднократно подчеркивал, что хотя и считает своей первоочередной задачей восстановление сильного государственного управления, конечная цель – заручившись поддержкой госаппарата, политических структур и бизнес-сообщества, активизировать широкомасштабные реформы в ходе своего второго президентского срока. Путин отмечал, что прочная политическая база и сильные госфинансы необходимы ему для создания целой системы административных, законодательских и бюджетных механизмов, способствующих росту внутреннего потребления и росту малого и среднего бизнеса в обрабатывающих отраслях промышленности и сфере услуг.

На деле же происходит обратное: реформы пока не получили реальной поддержки со стороны государства, а бюджетные меры, изначально предназначавшиеся для переориентации значительной части финансовых потоков из сырьевых отраслей в обрабатывающую промышленность, фактически привели к замедлению темпов роста экономики, поскольку увеличение доходной части бюджета не сопровождалось созданием соответствующих стимулов роста в новых отраслях.

Мы видим, что государство все активнее навязывает свое понимание оптимальной модели роста экономики. Мы видим также, что по мере того, как государство берет на себя главную роль в ключевых отраслях, его ведомства все чаще вмешиваются в дела бизнеса.

Помимо риска замедления экономики, основные риски в отношении инвестиций в Россию сводятся к следующему. Сейчас государство подвергло ревизии налоговые схемы, которые использовались компаниями в 2000-2003 гг., и приватизационные сделки 1990-х годов. Его ведомства - под предлогом ревизии (обещанной Путиным в ходе избирательной кампании) – могут: 1) проводить политику «ползучей национализации», 2) способствовать развалу компаний, с которыми государство (либо некая группировка среди *Силовиков*) собирается конкурировать, или 3) вмешиваться в сделки в интересах сильнейших игроков (неприятная аналогия с «приспопаятной» Налоговой полицией).

Пересмотренная модель роста

Хотя отсрочка в продвижении реформ является возможным объяснением, вероятнее то, что теперь вместо широкого плана реформ Путин отдает предпочтение политике, в основе которой – попытка ускорить экспансию в стратегических отраслях, где уже имеется рост (и/или где у России есть конкурентное преимущество). В сущности, это означает создание доминирующих национальных компаний в собственности/под контролем государства – в т.ч. путем «ползучей национализации» (как в деле Юко-

Растущий риск недобросовестной конкуренции со стороны госкомпаний

Российский вариант «частно-государственного» партнерства

Газпром избран в качестве важнейшей Национальной отраслевой компании

Отсутствие реальных усилий по продвижению широких реформ

Разногласия в правительстве между реформаторами-либералами и силовиками

Возможно, в течение нескольких лет удастся поддерживать относительно высокие темпы роста

са). Теоретически это предполагает, что правительство создаст модель роста для каждой из стратегических отраслей.

Практически же это означает, что государственные компании захватят наиболее доходные части стратегических отраслей, и будут вести нечестную – нередко путем вмешательства в бизнес – конкуренцию с частными компаниями. Среди стратегически важных отраслей доминируют добывающий сектор и ряд предприятий, входивших в военно-промышленный комплекс бывшего СССР.

Мы ожидаем, что правительство предпримет меры по развитию главных стратегических отраслей, что предполагает проведение политики промышленного роста. В ее основе – вариант с ведущей ролью государства в «частно-государственном деловом партнерстве», которое Путин упомянул в ходе одной из регулярных встреч с Большим бизнесом в конце прошлого лета. Российский вариант «партнерства» состоит в том, что государство возьмет под контроль самые доходные части любой отрасли, которую оно сочтет стратегической, и навязет неравную конкурентную борьбу, выступая в каждой из отраслей одновременно в качестве регулятора и собственника/оператора.

В рамках новой модели Газпром рассматривается как главнейший национальный субъект экономики, который – несмотря на неопределенность сроков, обусловленную правовыми коллизиями вокруг «дела Юкоса» — станет, в конце концов, главным холдинговым центром стратегически важного энергетического сектора. Газпрому достанутся контрольные пакеты в нефтедобыче и электроэнергетике, а также остается его доминирующая роль в газовом секторе. Ясно, что Путин считает кооперацию в энергетике верным способом обеспечить России место в глобальной политике, создать экономические и политические альянсы со странами, не входящими в зону влияния США или ЕС (например, с Индией и Китаем), и отвести критику от российских усилий по восстановлению доминирующей роли в странах СНГ, особенно в Центральной Азии. Газпром будет играть в консолидации этих интересов главную роль.

Доказательства

Свидетельство в пользу предполагаемого поворота Путина на 180 градусов (в отношении правительственных планов экономических реформ) частью вытекает из того факта, что за 12 месяцев мало что было сделано в области реформ (не считая манипуляций со ставкой социального налога и неэффективно проведенной монетизации льгот). Другие важные реформы, включая реформу энергетического сектора, все еще отложены на неопределенный срок.

Говоря о разногласиях, мы имеем ввиду прежде всего ставший достоянием общественности спор между Путиным и Фрадковым, с одной стороны, и реформаторами-либералами в Минэкономразвития, с другой. Вполне может статься, что недавние массовые демонстрации и снижение популярности власти приведут к активизации процесса реформ, а, возможно, и к очередной перетряске кабинета. Как бы то ни было, изменения будут носить косметический характер и ставить своей главной целью успокоить население, а не реально ускорить ход реформ, о которых так много говорили прежде.

Основные проблемы и риски

В кратко- и среднесрочной перспективе данная модель ориентирована на рост экономики (в случае если государство начнет использовать часть накопившихся в казне налоговых поступлений для финансирования роста в стратегических отраслях, а цены на мировых рынках сырья останутся высокими).

Сохраняя контроль над приоритетными отраслями, государство зачастую обрекает их на неэффективность

В более же долгосрочном плане экономика станет еще более зависимой – и, соответственно, более уязвимой – от циклических изменений цен на сырьевые товары. Несмотря на это, прогнозирующийся рост бюджетных резервов, зависимость от ценовой конъюнктуры, не приведет к повторению кризиса образца 1998 г., хотя и может резко замедлить темпы роста экономики при падении цен на мировом рынке сырьевых товаров. Соответственно, возникает опасность ужесточения регулирования экономики со стороны государства, особенно если последнему понадобятся дополнительные механизмы, обеспечивающие достижение высоких темпов роста к моменту проведения очередных президентских выборов.

Сохранение курса на ужесточение налогового режима

Другие последствия

Эта стратегия подразумевает продолжение и углубление курса на ужесточение налогового режима всех сырьевых отраслей. В частности, она чревата чрезмерной стерилизацией экспортной выручки предприятий в этих отраслях и, как следствие, дефицитом инвестиционного капитала, необходимого экономике. Далее возникает угроза существенного замедления темпов экономического роста: государство изымает средства у частных предприятий, лишая их инвестиционного капитала и «раздувая» госбюджет, но при этом слишком медленно возвращает в экономику средства, необходимые для финансирования ее роста.

Ожидается дальнейшая реструктуризация отраслей

Эта модель предполагает дальнейшую отраслевую реструктуризацию (по мере того, как во всех стратегических отраслях будет создана своя Национальная компания), что может привести к новым случаям государственного вмешательства в дела частного бизнеса.

Продолжающаяся централизация функций, связанных с принятием экономических решений

Усиливающееся сосредоточение функций, связанных с принятием решений по экономическим вопросам, в руках чиновников федеральных органов власти также повышает риски и общую неопределенность, поскольку бюрократия зачастую предлагает решения, не обеспечивающие экономическую эффективность. При такой ситуации непортфельный иностранный инвестор, задумавший начать бизнес в каком-либо российском регионе, постарается сначала заручиться поддержкой чиновников в президентской администрации, и лишь после этого будет выходить на региональные органы власти.

Бюрократическое вмешательство в бизнес и уровень коррупции могут вырасти

Бюрократическое вмешательство и степень коррупции могут вырасти (или, как минимум, не снизиться настолько, насколько было обещано в начале 2004 г., когда Путин распорядился создать антикоррупционное ведомство во главе с премьер-министром).

В роли олигархов теперь выступают чиновники

Следует отметить еще один аспект. Поскольку данная стратегия может способствовать достижению запланированного темпа роста ВВП и дать импульс развитию в нестратегических отраслях, добиться большей социальной справедливости она вряд ли поможет. В условиях, когда ускоренными темпами развиваются лишь несколько предприятий, резонно предположить, что число их собственников будет ограниченным. Основное отличие от экономики олигархического типа, унаследованной Путиным, заключается в том, что экономические рычаги все больше контролируются госаппаратом. В конечном счете именно бюрократическое «болото» и коррупция грозят сорвать достижение целей, которые Россия ставит перед собой в ходе переходного периода.

У правительства есть одни лишь убеждения, но нет конкретного плана действий

Если говорить в целом, то можно отметить одну четко обозначившуюся серьезную проблему Путин и его окружение из числа т.н. *Нового Политбюро* имеют четкое представление о целях, которые должны быть реализованы, но нет признаков того, что у них есть такой же четкий план действий при следовании из точки «А» в точку «Б». Их действия зачастую напоминают попытку отреагировать на происходящие помимо их воли события. Естественно, в этой ситуации возникает значительный риск для реформируемых отраслей, которые, в конечном счете, будут «подгонять»

Российские и иностранные инвесторы, возможно, предпочтут повременить с вложением денег в российскую экономику

Государство становится и регулятором, и конкурентом в стратегических отраслях

Кремль не верит в способности госаппарата

Путин не может допустить политического провала накануне выборов 2008 г.

ся» под новые механизмы управления. Государство уже продемонстрировало ситуацию, что всякий раз, когда речь заходит о достижении стратегических целей, законные права частных собственников и миноритариев оказываются в списке приоритетов на последнем месте.

Понятно, что с одной стороны, экономисты-либералы, выступавшие за стрельщиками реформ в период первого президентского срока Путина, сильно подрастеряли свое влияние в правительстве. С другой стороны, некоторые «силовики», ободренные убедительной победой Кремля в ходе последних выборов, выступают за более активное вмешательство государства в экономику. В результате многие российские и иностранные инвесторы решили повременить с вложением денег в российскую экономику, отток капитала усилился.

Компании, работающие в России, весьма обеспокоены тем, что государство, выступающее как отраслевой регулятор, будет теперь и их конкурентом (посредством своих прямых холдингов). В связи с этим повышается риск того, что «регулирующие ведомства» будут за счет частных компаний благоприятствовать государственным компаниям, предоставляя им преимущественные условия ведения бизнеса.

Чем объясняются изменения в стратегии?

Ответ, который напрашивается сам собой, заключается в том, что Путин не верит в способность чиновников реализовать комплексный план реформ, разработанный в Минэкономразвития и Минфине, и считает, что все попытки продвинуться в этом направлении через несколько лет все равно закончатся неудачей. Для Путина и его окружения ориентация на ускорение роста в ряде стратегических отраслей представляется более реалистичным механизмом достижения запланированных темпов роста. Кроме того, такую стратегию государству будет легче реализовать, чем первоначальный план, предполагающий использование целой системы более сложных механизмов промышленной, административной и бюджетной политики, эффективность которых зависела бы от поддержки со стороны порой некомпетентных и коррумпированных чиновников. Плюс ко всему появляется возможность добиться пусть и шаткого, но баланса сил между неутолимим желанием т.н. «нового Политбюро» все контролировать и стремлением продолжить курс экономического либерализма (понятно, что преимущество на стороне «силовиков»).

Другая причина состоит в том, что в ходе второго и, возможно, последнего президентского срока (переизбранные президенты, как правило, уже не гонятся за популярностью, а стремятся реализовать свои основные идеи на практике), Путину все же придется сохранять популярность в народе с тем, чтобы, находясь в окружении «силовиков», обеспечить свою политическую независимость и преемственность власти к моменту проведения следующих президентских выборов (2008 г.). Однако если обещанный экономический рост достигнут не будет, президент может лишиться популярности, а все усилия «нового Политбюро» воплотить в жизни свое представление о современном российском государстве окажутся напрасными.

Сколько стоит АФК «Система»?

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

- На телекомы приходится 93% стоимости холдинга АФК «Система»
- Стоимость АФК «Система» сильно зависит от МТС, на которую приходится 83% стоимости холдинга; при оценке стоимости за основу мы взяли нашу расчетную цену АДР МТС (\$43)
- Мы рассчитали стоимость АФК «Система» (\$8,2 млрд) как сумму составляющих ее бизнесов, дисконтированную по ставке 15%
- Мы полагаем, что Система направит средства, вырученные в ходе недавнего IPO, на участие в приватизации Связьинвеста в составе консорциума инвесторов; мы также полагаем, что наибольший интерес для Системы могут представлять ВолгаТелеком, ЦентрТелеком и МГТС
- Часть средств, полученных в ходе IPO, будет направлена на развитие нетелекоммуникационных бизнесов, что может привести к снижению стоимости холдинга
- Цена размещения ГДР Системы в ходе IPO (\$17) предполагает 18%-ный потенциал роста, который может быть реализован в случае повышения котировок АДР МТС до уровня их справедливой стоимости (\$43)

ГДР Системы могут вырасти за счет роста акций МТС

АФК «Система» установила цену размещения своих ГДР на Лондонской фондовой бирже на уровне \$17 за штуку. Т.о., рыночная капитализация компании, рассчитанная накануне IPO, составила \$6,9 млрд, после IPO - \$8,2 млрд. В результате размещения холдинг привлек \$1,3 млрд (без учета опциона "green shoe", по которому 11 акционеров Системы могут доразместить свои акции, составляющие в сумме около 2,5% акционерного капитала компании).

Потенциал роста ГДР АФК «Система» (от цены размещения до уровня, соответствующего справедливой стоимости акций МТС) составляет 18%

Если исходить из нашей собственной оценки компании (см. раздел «Оценка: Диапазон стоимости акционерного капитала - \$8,2-9.7 млрд»), при данном уровне цены размещения расчетная цена АДР МТС должна составить \$35,3 (с учетом 15%-ного дисконта за нахождение в составе холдинговой компании), что уже ниже цены закрытия за 8 февраля (\$37). С учетом справедливой стоимости акций МТС (\$43 за АДР) и доли Системы в стоимости МТС (83%) потенциал роста ГДР АФК «Системы» (относительно цены размещения) составляет 18%.

АФК «Система»: широкий спектр активов в несырьевых отраслях

АФК «Система» - крупнейшая частная российская компания, ориентированная на рынок услуг

АФК «Система» - одна из самых крупных, если не крупнейшая, частная российская компания, ориентированная на рынок услуг. Система управляет рядом компаний в таких сервисных отраслях, как телекоммуникации, электроника, банковские услуги, страхование, масс-медиа. Основ-

Евтушенков остается мажоритарным акционером Системы и после IPO

ным активом группы являются телекоммуникации (структура холдинга представлена в Илл. 2).

АФК «Система» основана в начале 90-х гг. группой предпринимателей во главе с Владимиром Евтушенковым, являющимся крупнейшим акционером группы (см. Илл. 1). Евтушенков остается мажоритарным акционером Системы и после IPO.

Илл. 1. Структура собственности АФК «Система»

	Собственность		Число акций млн	Примечания
	До IPO*	После IPO		
	%	%		
Владимир Евтушенков	65,6	78,1	6 326	Президент, директор
Евгений Новицкий	4,1	4,9	397	Председатель Совета Директоров
Александр Лейвима	4,1	4,9	397	Директор, президент компании Система-Мультимедиа
Александр Горбатовский	2,8	3,4	275	Н/Д
Александр Гончарук	2,4	2,8	227	Директор, президент компании КНЦ
Другие акционеры	5,0	5,9	478	
Свободно обращающиеся акции	16,1	-	1 550	
Итого	100,0	100,0	9 650	

Примечание: *без учета опциона "green shoe"

Источник: отчеты компании

Илл. 2. Структура холдинга АФК «Система»

	Конечный владелец	Доля голо- сующих акций	Комментарий
Телекомы			Система-Телеком
МТС и ее дочерние компании	50.6%	50.6%	Самый крупный оператор в странах Восточной Европы
МГТС	46%	56%	«Старая» компания проводной телефонии в г.Москве
Комстар ОТС			Второй по размеру бизнеса альтернативный оператор в г.Москве; консолидация завершится до конца 1-ого полугодия 2005
- МТУ-Информ	76%	99%	
- МТУ-Интел:	87%	100%	
- Голден Лайн	87%	100%	
- Комстар	77%	100%	
- Телмос	62%	80%	
МТТ	36.0%	44.8%	Доступ к сетям дальней связи по всей России, обслуживает 40% всего мобильного трафика, имеет хорошие шансы на получение лицензии дальней связи
Скайлинк	42%	50%	Оператор CDMA-450, будет претендовать на лицензию 3G
Производство электроники			Производство и маркетинг интегральных схем, электронных устройств, бытовой электроники, НИОКР
<i>Производство</i>			
- КНЦ	83%	83%	Микрон, Элион, Элакс, НИИТМ, STROM
- ОАО «КНЦ»	83%	100%	
- Копсел	83%	100%	Компания Strom и ее дочерние фирмы
<i>Телекоммуникационное оборудование и ПО</i>			
- Strom Telecom	55%	67%	Производство телекоммуникационного оборудования в Чехии, основной заказчик – Система
<i>Разработка и производство интегральных схем</i>			
- Микрон	62%	75%	
- Корона	31%	100%	
- ВЗПП Микрон	42%	51%	
- НИИТМ	62%	88%	
- ICM	62%	88%	
<i>Бытовая электроника</i>			
- Ситроникс	83%	100%	Производство бытовой техники
- Элион	62%	90%	
- Элакс	66%	80%	
<i>Информационные технологии и системная интеграция</i>			
- Квазар Микро	50%	51%	Системная интеграция на Украине
Страховой бизнес			Медицинское страхование, страхование имущества, страхование от несчастных случаев, страхование жизни, перестрахование, управление государственными программами

РОСНО	49%	51%	Одна из крупнейших российских страховых компаний (6% совокупных активов страхового сектора), крупный акционер (47%) – Allianz
- Лидер	100%		
Финансы и ценные бумаги			Банковская деятельность, ценные бумаги, валютнообменные операции
МБРР	82%	86%	«Карманный» банк Системы, планирует развивать обслуживание физлиц, компания Sabre Capital приобретет блок пакет (25%+1 акция) в 1-м полугодии 2005
East West United Bank (EWUB)	49%	49%	Люксембургский банк, пакет акций которого приобретен у ВТБ
Прочие виды деятельности			
<i>Розничная торговля</i>			
- Детский Мир	75%	75%	Универмаг «Детский Мир», владелец одноименной торговой марки, 5-е место по популярности в России
- ДМ-Центр	100%	100%	Компания-оператор розничной торговли
<i>Туризм</i>			
- Интурист	91%	91%	Туркомпания, владелец многих гостиниц во многих городах России
<i>Недвижимость</i>			<i>Система-Галс управляет 15 компаниями: проектирование/ строительство</i>
- Система-Галс	100%	100%	
- Ландшафт	100%	100%	
<i>Масс-медиа</i>			<i>Основной бизнес: дистрибуция и предоставление контента для сетей платного телевидения, а также мультимедийных услуг (первоначально в Москве, в будущем в других регионах России)</i>
- Система Масс-Медиа	100%	100%	Мультимедийный холдинг: реклама/ сбыт печатной продукции /прочие медийные услуги (полиграфия, кинопроизводство & агентство новостей)
- Космос ТВ	50%	50%	Крупнейший оператор платного телевидения в Москве
- Система		100%	Контент/Платное ТВ
<i>Радиотехнические и информационные системы</i>			<i>Радиотехнические и информационные системы</i>
- ОАО «РТИ»	100%	100%	Производство радиотехнических средств/оборудования, НИОКР
ECU GEST	99%	99%	Операции с ценными бумагами, инвестиции в недвижимость
<i>Медико-технологический холдинг</i>	74%	74%	<i>Фармацевтическое производство и биотехнологии</i>

Источник: отчеты компании

АФК «Система» имеет рейтинги от всех трех ведущих агентств (наиболее высоко Систему рейтингует Moody's (см. Илл. 3)).

Илл. 3. Кредитные рейтинги АФК «Система»

	Рейтинг	Прогноз	Число ступеней до суверенного рейтинга
S&P	B	На контроле	5
Moody's	B1	Стабильный	4
Fitch	B	Стабильный	5

Источник: данные рейтинговых агентств

Оценка: Диапазон стоимости акционерного капитала - \$8,2-9,7 млрд

Сумма стоимостей различных бизнесов, дисконтированная на 15%

Мы рассчитали стоимость АФК «Системы» как сумму стоимостей бизнесов, входящих в холдинг, а затем дисконтировали ее по ставке 15% (см. Илл. 4).

Илл. 4. Оценка стоимости АФК «Система»

	Стоимость	Число акций/Доля участия, %	Расчетная цена	Стоимостной коэффициент	Целевая стоимость	Значение коэффициента	Комментарий
	млн \$		\$		млн \$		
Консолидированная стоимость бизнеса	10 392						
Долг (кроме долга телекомов)	736						
Консолидированная стоимость акционерного капитала	9 656						
Скорректированная стоимость акционерного капитала (дисконт 15%)	8 208						
Скорректированная стоимость акционерного капитала (дисконт 20%)	7 725						

Телекомы		9 694					
МТС	8 674	50,6%	43				
Комстар ОТС	240	51%	Выручка за 2004 г. (оц.)	285	1,6	Среднее значение стоимости, рассчитанное на основе двух коэффициентов	
			ЕВITDA за 2004 г. (оц.)	97	5,0		
МГТС	697	35 444 165	13,7			Стоимость увеличена на \$211 млн (45%-ный пакет акций Комстар ОТС)	
МТТ	60	44,8%	Стоимость на основе фактической цены, уплаченной за данный актив			Система приобрела 29,8% акций в ЗКв04 за \$39,8 млн	
Скайлинк	24	50%	Число абонентов на конец 2004 г.	190 000	\$250		
Производство электроники		92					
Телекоммуникационное оборудование и ПО	43	67%	Выручка за 2004 г. (оц.)	64	1,0		
Разработка и производство интегральных схем	21	51%	Чистая выручка за 2004 г. (оц.)	41	1,0		
Электронные устройства и бытовая техника							
Информационные технологии и системная интеграция	28						
Страховой бизнес	123	49%				Для РОСНО можно использовать три методики оценки стоимости. На основе активов (\$329 млн), стоимость РОСНО составляет порядка \$230 млн. На основе акционерного капитала (\$46,7 млн) - \$271 млн. Среднее значение двух оценок - \$250 млн	
Финансы и ценные бумаги		166		82%			
						Стоимость МБРР рассчитана исходя из индикативного коэффициента P/BV 1,8 (за основу взято значение этого коэффициента у Сбербанка). Несмотря на то, что у частных банков коэффициент P/BV может быть выше, мы взяли за основу 1,8, чтобы учесть серые схемы, которые могли использоваться для «раздувания» акционерного капитала. На конец сентября 2004 г. акционерный капитал составлял \$113 млн, что дает стоимость банка \$203 млн	
Прочие виды деятельности		317					
Недвижимость	239					Скорректированная оценка стоимости сделанной фирмой Cushman & Wakefield Healey & Baker	
Розничная торговля	79		80%: 2005 (оц.) ЕВITDA	12,7	6,9		
			20%: EV/Выручка	81,6	0,53		
Масс-Медиа							
Туризм							

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

На телекомы приходится 93% совокупной стоимости холдинга, на МТС - 83%

Как видно из результатов проведенной нами оценки (Илл. 5), на телекоммуникационный бизнес приходится 93% стоимости холдинга. Доля МТС в совокупной стоимости холдинга составляет 83%, т.е. последняя в значительной степени зависит от того, насколько успешен бизнес мобильной связи. При оценке стоимости холдинга за основу взята наша расчетная справедливая стоимость АДР МТС(\$43).

Т.о., стоимость АФК «Система» находится в диапазоне от \$8,2 млрд (с учетом 15%-ного дисконта за холдинговую структуру) до \$9,7 млрд (до применения дисконта).

С точки зрения стоимостных коэффициентов, цена размещения акций АФК «Система» предполагает значительный дисконт (за исключением коэффициента P/E) относительно стоимости обеих публичных компаний, входящих в ее состав - МТС и МГТС (см. Илл. 5).

Илл. 5. Сравнительная оценка АФК «Система»

	EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E			Норма EBITDA, %		
	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П
АФК «Система» (цена размещения - \$17)	1,3	1,1	0,9	3,0	2,5	2,2	13	13	13	44	44	42
МТС	4,0	3,0	2,6	7,2	5,4	4,7	15	11	9	56	55	56
Вымпелком	4,0	2,9	2,5	8,2	5,7	4,8	20	11	9	49	51	52
МГТС	2,4	2,1	1,9	5,9	5,4	4,9	18	16	16	42	39	38
МРК – средний показатель	1,7	1,5	1,4	6,8	5,4	4,5	16	13	21	26	27	30
Голден Телеком	1,7	1,5	1,3	5,5	4,6	3,8	11	9	7	31	32	33

Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Следует отметить, что такой дисконт объясняется особенностями консолидации и оценки в холдинговой структуре, и не означает недооценку активов АФК «Система».

Дисконт в стоимости Системы относительно МТС и МГТС носит технический характер

Финансовые показатели МТС полностью отражаются в отчетности холдинга (согласно отчету за 9 мес. 2004 г. на МТС приходится 68% выручки и 86% EBITDA холдинга, соответственно). В то же время доля Системы в капитале МТС составляет лишь 51%, т.е. указанные выше показатели холдинга очень сильно зависят от финансового положения МТС. В составе АФК «Система» есть ряд убыточных бизнесов (хотя по некоторым направлениям деятельности подробной финансовой информации нет, мы полагаем, что убыточными являются, скорее всего, производство электроники и страховой бизнес), которые снижают показатели чистой холдинга и, соответственно, коэффициент P/E.

В подтверждение нашего предположения приводим финансовые показатели АФК «Система» по видам бизнеса (по последнему отчету за 9 мес. 2004 г.).

Илл. 6. Финансовые показатели АФК «Система» по видам деятельности

	9 мес. 2004							2003				
	Выручка	ЕБИТ	Норма ЕБИТ	ЕБИТДА	Норма ЕБИТДА	Чистая прибыль	Чистый долг	Выручка	ЕБИТ	Норма ЕБИТ	ЕБИТДА	Норма ЕБИТДА
	млн \$	млн \$	%	млн \$	%	млн \$	млн \$	млн \$	млн \$	%	млн \$	%
Консолидир. показатели	4 136	1 307	32%	1 847	45%	337	2 231	3 760	1 106	29%	1 627	43%
Телекомы	3 350	1 291	39%	1 821	54%		1 495	3 248	1 104	34%	1 610	50%
% от консолидир. показателя	81%	99%		99%			67%	86%	100%		99%	
МТС и ее дочерние компании	2 813	1 153	41%	1 597	57%	814		2 546	923	36%	1 339	53%
МГТС	344	68	20%	117	34%			364	83	23%	142	39%
МТУ-Информ	74	31	42%	39	52%			101	49	48%	41	41%
МТУ-Интел:	45	0	1%	1	3%			46	12	26%	1	2%
Комстар	56	4	7%	13	23%			67	5	7%	17	26%
Телмос	35	5	16%	9	25%			38	(2)	-6%	2	4%
Голден Лайн	12			6	47%			14			7	49%
Комстар ОТС	209	46	22%	69	33%			244			96	39%
Производство электроники	320	14	4%	16	5%		8	86	(3)	-4%	(0)	-1%
% от консолидир. показателя	8%	1%		1%			0%	2%	0%		0%	
Телекоммуникационное оборудование и ПО	48							37				
Разработка и производство интегральных схем	37							41				
Бытовая электроника	27							7				
Информационные технологии и системная интеграция	206							0				
Страховой бизнес	201	14	7%	17	8%		(36)	188	17	9%	20	11%
% от консолидир. показателя	5%	1%		1%			-2%	5%	2%		1%	
Финансы и ценные бумаги	49	15	31%	16	33%		(36)	58	3	4%	3	6%
% от консолидир. показателя	1%	1%		1%			-2%	2%	0%		0%	
Прочие виды деятельности (в т.ч. услуги компаниям)	283	(11)	-4%	(6)	-2%		799	250	(16)	-6%	(8)	-3%

% от консолидир. показателя	7%	-1%	0%	36%	7%	-1%	-1%
Недвижимость	82	27	33%		39		
Розничная торговля	51	5	9%		56		
Масс-медиа	29	(1)	-4%		35		
Туризм	75	1	1%		62		
Прочие бизнесы	46	(43)	-92%		58		

Источник: отчеты компаний

Не ошибиться в выборе: акции холдинга или акции МТС / МГТС?

С нашей точки зрения, в настоящий момент самое важное для инвесторов это разобраться, стоит ли покупать бумаги холдинга, когда на рынке есть акции его основных активов – МТС и МГТС. Как бы то ни было АФК «Система» в ближайшие несколько лет будет оставаться преимущественно телекоммуникационной компанией.

В этой связи следует обратить внимания на два обстоятельства:

- дисконт относительно стоимости базовых активов, а именно, акций МТС и МГТС;
- на какие цели АФК «Система» направит средства, привлеченные в ходе IPO.

Главный критерий - справедливая стоимость, а не мультипликаторы

Важно, насколько эффективно будут использованы средства, вырученные в ходе IPO

Дисконт. Мы считаем, что при оценке стоимости АФК «Система» дисконт по стоимостным коэффициентам не следует применять вовсе, поскольку он носит технический характер (см. предыдущий раздел). Лучше брать за основу справедливую стоимость.

Что касается расходования средств, вырученных в ходе IPO, то здесь необходимо учитывать, во-первых, подготовку к участию в приватизации (Связьинвест и/или Укртелеком) и возможный выигрыш в стоимости, а, во-вторых, возможность приобретения нетелекоммуникационных активов. Возможные варианты приватизации рассматриваются в следующем разделе. Пока же ограничимся лишь замечанием о том, что в случае неучастия Системы в силу тех или иных причин в крупных приватизационных сделках возникает риск того, что привлеченные в ходе IPO средства пойдут в другие, а, значит, менее эффективные, чем связь, бизнесы.

Приватизация Связьинвеста: подсчитывать прибыли пока рано

Потенциал роста МРК варьируется от 30% до 100%

В отчете за 1 октября 2004 г. «МРК: Приватизация высвободит 30-100% стоимостного потенциала» мы сделали попытку рассчитать, насколько увеличится стоимость Связьинвеста после прихода стратегического инвестора. В зависимости от конкретного регионального оператора потенциал роста может варьироваться в диапазоне 30-100%. Как это скажется на бизнесе Системы, зависит от ее участия в приватизации и тех активах Связьинвеста, которые она приобретет.

Мы полагаем, что вариантов участия АФК «Система» в приватизации может быть два:

1. В составе консорциума инвесторов, подающего коллективную заявку на покупку пакета целиком (размер приватизируемого пакета пока не определен, но, по прогнозам, что это будет 75% минус 1 акция), с последующим приобретением контрольных пакетов акций отдельных активов Связьинвеста;
2. Приобретение отдельных активов у нового собственника Связьинвеста после приватизации холдинга.

Потенциал роста стоимости Системы зависит от того, какие активы Связынвеста она получит

В конечном счете, все зависит от того, на какие активы будет претендовать Система. Чисто теоретически наиболее привлекательными для нее могут быть ЦентрТелеком (Система уже является мажоритарным акционером МГТС), непосредственно МГТС, а также ВолгаТелеком (у которой довольно много мобильных абонентов, которых можно присоединить к МТС).

В Илл. 7-Илл. 8 представлены результаты анализа на чувствительность по акциям двух компаний, которые, с нашей точки зрения, могут быть особенно привлекательны для Системы (ЦентрТелеком и ВолгаТелеком). Следует, однако, отметить, что на реструктуризацию уйдет как минимум 2 года (в подтверждение можно привести пример «возрождения» Ростелекома в 2000-2002 гг. после прихода в компанию новой команды менеджеров, а также реорганизацию МРК после консолидации 2002 г.). Проще говоря, позитивный эффект для Системы проявится не быстро. Исходя из этого, на данный момент мы не стали увеличивать стоимость Системы на величину возможного эффекта от участия в приватизации Связынвеста и последующей реструктуризации.

Илл. 7. Анализ чувствительности расчетной цены акций ЦентрТелекома на изменения нормы EBITDA и объема капвложений

		Увеличение нормы EBITDA, п.п.						Изменение расчетной цены, %				
		0,0	0,5	1,0	1,5	2,0		0,0	0,5	1,0	1,5	2,0
Изменение капзатрат, %	20%	0,21	0,23	0,25	0,27	0,30	20%	-37%	-31%	-24%	-17%	-10%
	10%	0,27	0,29	0,31	0,34	0,36	10%	-19%	-12%	-5%	2%	8%
	0%	0,33	0,35	0,38	0,40	0,42	0%	0%	7%	13%	20%	27%
	-10%	0,39	0,41	0,44	0,46	0,48	-10%	19%	25%	32%	39%	46%
	-20%	0,45	0,48	0,50	0,52	0,54	-20%	37%	44%	51%	58%	64%

Примечание: Начальный год прогноза - 2006, первый полный год после приватизация Связынвеста

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 8. Анализ чувствительности расчетной цены акций ВолгаТелеком на изменения нормы EBITDA и объема капвложений

		Увеличение нормы EBITDA, п.п.						Изменение расчетной цены, %				
		0,0	0,5	1,0	1,5	2,0		0,0	0,5	1,0	1,5	2,0
Изменение капзатрат, %	20%	2,90	3,03	3,16	3,28	3,41	20%	-19%	-15%	-12%	-8%	-5%
	10%	3,24	3,37	3,50	3,62	3,75	10%	-10%	-6%	-2%	1%	5%
	0%	3,59	3,71	3,84	3,96	4,09	0%	0%	4%	7%	11%	14%
	-10%	3,93	4,05	4,18	4,30	4,43	-10%	10%	13%	17%	20%	24%
	-20%	4,27	4,39	4,52	4,64	4,77	-20%	19%	23%	26%	30%	33%

Примечание: Начальный год прогноза - 2006, первый полный год после приватизация Связынвеста

Источник: оценка Альфа-Банка

Что касается приватизации Укртелекома, то ее условия и сроки еще более неопределенные. В начале февраля министр транспорта и связи Украины заявил, что было бы лучше отложить приватизацию 42,86% акций Укртелекома на полтора-два года, т.к. их текущая стоимость слишком низкая (мы так не считаем). В любом случае закладывать приватизацию Укртелекома в расчет стоимости на данный момент не имеет смысла. Будем следить за новостями.

Заключение

Мы полагаем, что большого смысла инвестировать не в акции МТС, а в бумаги холдинга АФК «Система» нет (МТС – наиболее ценный актив холдинга, на который приходится 83% стоимости Системы), если только цена не значительно ниже справедливой стоимости (\$8,2 млрд). С другой стороны, цена размещения (\$17) предполагает некоторый потенциал роста (см. раздел «ГДР Системы могут вырасти за счет роста акций МТС»).



В целом ситуацию можно охарактеризовать как многовариантную: есть вероятность как преумножения стоимости АФК «Система» (в случае успешного участия в приватизации Связьинвеста), так и ее существенного снижения (субсидирование менее эффективных, чем телекомы, бизнесов). Исходя из этого, на данный момент мы считаем правильным не увеличивать и не дисконтировать справедливую стоимость АФК «Система».



Динамика и оценка акций

Илл. 9. Динамика АДР, с начала месяца, на 8 февраля 2005г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена	Изменение	с начала года	За 52 недели		
				\$	за месяц		Максимум	Минимум	
				\$	%	\$	\$	\$	
Нефть и Газ									
Газпром	114A, REG S	10 в 1	1,4	33,9	0,6	-4,6	39,7	26,1	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	127,0	9,2	3,3	133,5	97,3	
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	15,8	5,3	5,3	19,3	11,5	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	38,3	4,9	3,1	42,0	28,3	
Татнефть	2	20 в 1	25,0	32,8	17,3	13,3	37,3	21,0	
Юкос	1	4 в 1	20,0	2,5	-15,5	-30,0	62,1	1,6	
Энергетика									
Иркутскэнерго	1	50 в 1	н/д	н/д	н/д	н/д	12,3	6,4	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	57,5	12,5	12,5	63,9	40,9	
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	14,0	16,7	-6,7	25,3	6,5	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	29,3	5,4	5,4	35,5	22,8	
Телекоммуникации									
ВымпелКом	3	3 в 4	40,0	37,9	16,1	4,8	42,9	23,8	
Голден Телеком	3	1 в 1	14,0	28,0	8,9	6,0	37,5	22,5	
МТС	3	20 в 1	22,0	37,0	15,1	6,7	39,0	24,6	
МГТС	1	1 в 10	N/A	12,8	5,3	5,3	13,0	8,0	
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	7,2	23,1	23,1	6,1	4,0	
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	12,6	15,2	14,8	15,9	10,0	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	N/A	7,7	14,2	16,3	7,7	4,6	
ЮжТелеком	1	1 в 2	N/A	4,4	24,3	33,8	5,3	2,5	
Прочие сектора									
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	58,5	15,0	6,4	84,0	43,0	
ОМЗ	144A, REG S	1 в 1	21,0	3,6	14,7	8,1	8,2	2,2	
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,3	-8,4	8,8	3,3	1,8	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	15,9	7,5	10,8	20,5	11,9	
Сан Интербрю В	144A, REG S	1 в 1	32,0	30,8	100,8	92,8	24,3	5,0	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка

Илл. 10. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 8 февраля 2005г.

Компания	Цена Измене- ние		За 52 недели		ADV	МСар	P/E	EV/EBI TDA		Расчетная		Потенциал роста	Рекомендация	
	MTD	YTD	Макс.	Мин.				2003	2004П	2003П	2004П			цена
	\$	%	%	\$	\$	млн. \$	млн. \$	П		\$	%			
Нефть и Газ														
Газпром	2,719	-1	-1	2,954	1,368	60,5	64 378	12,4	10,0	7,3	6,1	4,450	64	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	31,75	5	5	33,15	23,85	3,0	26 085	7,0	6,5	6,7	4,2	36,19	14	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	3,21	7	7	3,78	2,33	0,2	15 220	6,7	6,0	7,1	5,0	3,12	-3	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,759	1	1	0,824	0,56	0,4	31 622	15,3	11,9	5,2	3,8	0,77	1	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1,62	13	13	1,860	1,065	0,1	3 657	6,9	4,2	4,9	3,1	1,62	0	ДЕРЖАТЬ
Юкос	0,625	-6	-6	15,34	0,52	0,1	1 398	0,3	0,3	2,4	1,7	приостанов	н/д	Приостанов
<i>Petrobras</i>	42,6	3	4	42,4	24,0	10,8	44 310	6,8	6,9	4,2	3,8			
<i>PetroChina</i>	0,6	3	7	0,6	0,4	47,4	100 311	11,8	8,2	6,1	4,5			
<i>Sinorec</i>	0,4	3	0	0,4	0,3	22,7	44 141	13,6	8,3	7,2	5,3			
Среднее								10,2	7,8	5,8	4,5			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,228	9	9	0,245	0,118	0,0	1 087	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,900	1	1	0,920	0,595	0,0	689	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,145	-1	-1	0,245	0,068	0,1	4 099	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,293	3	3	0,354	0,229	3,8	12 025	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
МГТС	13,8	15	15	15,0	11,4	0,0	1 261	18,9	18,5	6,7	5,9	13,7	0	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	16,1	-10	-10	18,2	12,5	3,5	8 704	18,4	12,6	5,3	4,7			
Tele Norte Leste	17,0	-5	-5	18,1	10,1	3,6	5 858	ng	ng	7,3	6,6			
Среднее								18,7	15,5	6,3	5,7			
Ростелеком	2,079	14	14	2,640	1,702	1,0	1 892	49,8	20,6	5,3	4,5	2,00	-4	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,62	0	0	0,69	0,34	6,0	3 290	24,9	18,7	7,6	5,9			
Embratel	2,59	-28	-28	6,32	2,15	0,0	663	н/д	н/д	3,1	2,9			
Среднее								37,3	19,7	5,4	4,4			
ВымпелКом	37,9	5	5	42,9	23,8	46,9	7 774	33,2	20,5	14,5	8,2	51,0	34,6	ПОКУПАТЬ
MTC	37,0	7	7	39,0	24,6	51,5	14 751	28,5	15,3	12,1	7,2	43,0	16	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	17,570	-6	-6	24,260	14,140		1 537	14,6	11,8	5,5	4,8			
Mobinil	42,8	25	25	44,3	17,6	0,0	4 307	38,8	39,2	18,5	15,9			
Голден Телеком	28,0	6	6	37,5	22,5	2,9	1 016	18,3	11,1	8,5	5,5	37,0	32	ПОКУПАТЬ
Netia	1,7	-3	-3	1,9	1,4	2,1	501	ng	217,9	9,3	8,3			
Среднее								38,8	25,5	12,0	15,9			
Металлургия														
Норильский Никель	57,4	6	6	81,1	45,9	1,4	12 278	14,3	7,3	6,1	4,1	84,0	46	ПОКУПАТЬ
Ampplats	36,5	0	0	64,8	35,0	1205,9	7 938	21,8	15,4	11,0	8,9			
Inco	37,5	2	2	45,5	32,6	30,3	7 036	63,5	10,3	16,4	5,0			
Implats	86,5	1	1	110,4	71,7	2788,3	5 761	9,8	11,3	6,8	7,8			
Среднее								31,7	12,3	13,7	7,0			
Северсталь	9,1	22	22	207,5	7,5	0,4	5 022	8,5	4,2	4,9	2,6	10,4	14	ПОКУПАТЬ
China Steel	1,1	0	0	1,2	0,8	51,2	10 932	9,4	7,2	5,9	5,7			
POSCO	186,4	0	0	188,8	122,4	44,3	16 253	8,0	5,1	3,9	5,6			
Среднее								8,7	6,1	4,9	5,6			
Продукты														
Балтика	18,0	9	9	18,0	11,4	0,0	2 109	17,1	14,6	9,6	8,4	18,4	2	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	30,8	80	80	24,3	5,0	0,0	856	35,5	24,4	9,2	6,8	9,4	-69	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	15,9	11	11	20,5	11,9	3,0	699,6	19,6	33,2	10,3	11,1	16,7	5,0	ДЕРЖАТЬ
Grupo Modelo-C	2,7	-2	-2	2,8	2,3	1,2	8,873	17,6	15,7	6,8	6,1			
GUINNESS Malasya	1,4	3,8	3,8	1,5	1,2	0,1	429	17,6	15,7	6,8	6,1			
Среднее								17,6	15,7	6,8	6,1			
Торговля														
Седьмой континент	10,71	6	6	9,25	10,75	0,1	691	76	38,3	42,7	23	9,8	-9	ДЕРЖАТЬ
Аптеки 36.6	18	0	0	18,25	18,25	0,0	144	134,0	71,9	13,3	13,1	25,7		ПОКУПАТЬ
Robinson & Co	3,9	2	5	5,5	3,2	0,0	339	18,7	17,3	14,7	12,7			
Matahari Putra Prima	70,7	0	0	78,9	49,0	3,8	191	15,2	15,3	5,7	4,6			
Среднее								17,0	16,3	10,2	8,6			
Машиностроение														
ОМЗ	3,8	15	15	10,5	3,3	0,0	133	5,8	н/з	5,0	4,9	5,3	41	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	29,9	4	-17	39,0	20,9	15,0	2 270	отр	отр	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

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка

Илл. 11. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 30 июля 2004г

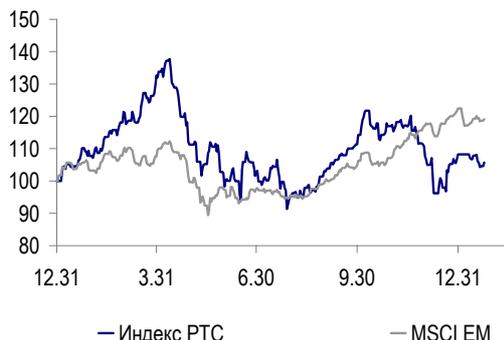
Тикер Компания Тикер	Цена \$	Изменение		За 52 не- дели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBI TDA		Рас- четная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2003П	2004П	2003П	2004П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	23	15	15	23	12,98	58,5	2 767	109,5	7,1	13,9	4,8	25,6	11	ДЕРЖАТЬ
Башнефть	5,25	13	13	5,55	3,45	21,2	996	4,6	3,6	3,4	1,9	6,0	14	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	4,14	6	6	4,56	1,895	123,3	414	10,1	3,6	7,8	3,9	4	-3	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,312	1	1	0,398	0,279	11,6	325	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	-36	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,620			0,660	0,400	0,0	370	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	-76	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	7,30			7,35	3,95	0,0	130	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	-59	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,71	2	2	0,710	0,535	0,7	430	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	-58	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	15,5	0	0	15,5	10	0,1	210	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	-74	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	5,2	0	0	5,35	3,85	0,1	188	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	-52	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,050			0,062	0,030	0,0	156	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	-60	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,124	3	3	0,127	0,071	1,8	435	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	-68	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,425	2	2	0,5	0,34	0,2	222	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	-63	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,032	0	0	0,042	0,029	0,7	149	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	-63	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Дальсвязь	1,37	25	25	1,37	0,89	17,7	170	27,2	5,7	9,7	8,2	1,16	-15	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	3,8	17	17	3,9	2,4	125,2	1 142	21,3	13,7	7,8	6,3	3,59	-6	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,575	10	10	0,68	0,4275	63,9	614	50,6	26,3	7,5	6,3	0,61	6	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,06	10	10	0,06	0,04	67,6	913	16,4	15,5	7,6	6,0	0,07	5	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,040	10	10	0,046	0,029	196,8	1 298	40,5	25,7	9,2	7,2	0,046	14	ПОКУПАТЬ
ЦентрТелеком	0,288	0	0	0,447	0,258	0,3	563	117,7	177,1	6,4	5,4	0,33	15	ДЕРЖАТЬ
ЮжТелеком	0,090	22	22	0,121	0,07	55,9	325	74,1	-31,6	9,4	7,8	0,051	-43	ПРОДАВАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	28,5	0	0	31,5	21,5	12,5	922	8,1	10,6	3,1	2,6	30,0	5	ДЕРЖАТЬ
Выксунский МЗ	260	29	29	260	153	18,0	489	0,3	0,2	0,6	0,5	240	-16	ДЕРЖАТЬ
НТМК	1,14	15	15	1,14	0,58	88,1	1 493	22,8	4,1	8,0	2,7	1,1	-4	ДЕРЖАТЬ
Мечел	256	4	4	270	91,5	89,5	809	30,9	7,2	16,6	5,1	250	-2	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	533,5	5	5	534,5	270	1 483,4	10 409	н/д	н/д	н/д	н/д	520	-3	ДЕРЖАТЬ
Челябинский труб- ный з-д	0,395	37	37	0,4	0,205	10,0	187	24,2	12,4	6,6	4,9	0,33	-16	ДЕРЖАТЬ
Иркут	0,5725	1	1	0,865	0,46	9,3	503	277,2	7,8	11,1	6,5	0,8	40	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 12. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 8 февраля 2005г.

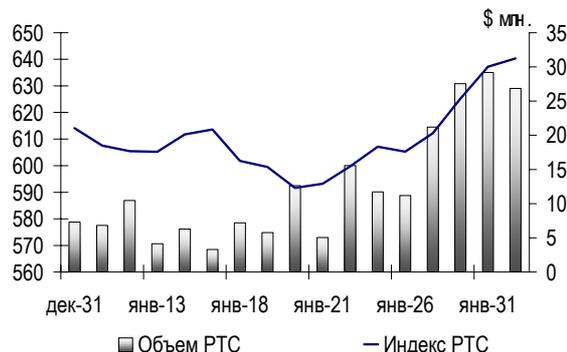
Компания	Цена \$	Изменение		За 52 не- дели		ADV \$	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2003П	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Транснефть прив.	947	6	6	1025,000	610,000	467,5	0	36,2	0	700	-26	ПРОДАВАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,585	7	7	0,600	0,370	396,2	23	0,0054	0	0,49	-17	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,862	8	8	0,890	0,545	9,1	47	0,0335	0	0,97	13	ПОКУПАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,239	0	0	0,339	0,210	10,9	19	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,550	11	11	1,790	1,250	26,0	25	0,0000	0	1,72	11	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

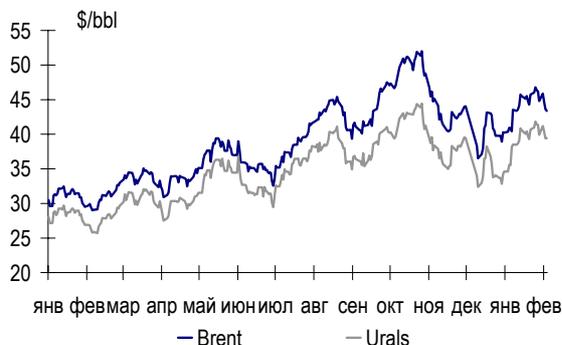
Графики
Илл. 13. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года


Источники: РТС, Рейтер

- Индекс РТС вырос с начала года на 6,6%, отстав от MSCI EM Index

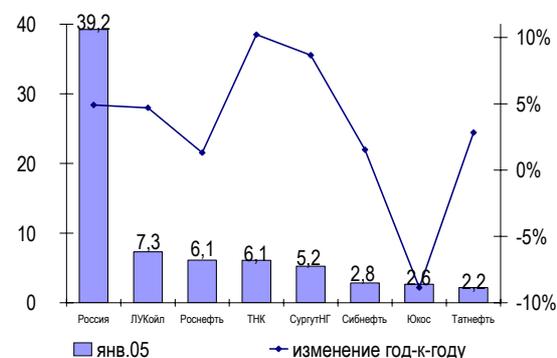
Илл. 14. Динамика РТС, с начала месяца


Источник: РТС

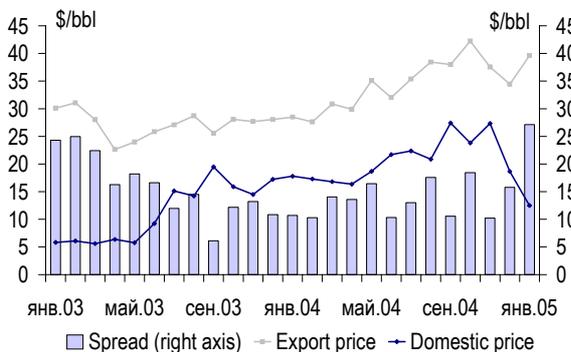
Илл. 15. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.


Источник: Блумберг

- Цены на нефть оставались высокими из-за сезонного роста спроса и отказа ОПЕК «удерживать» ценовой коридор
- Темпы роста нефтедобычи и в России замедляются третий месяц подряд; в январе добыча выросла на 5% год-к-году до 9,24 млн барр. в сутки

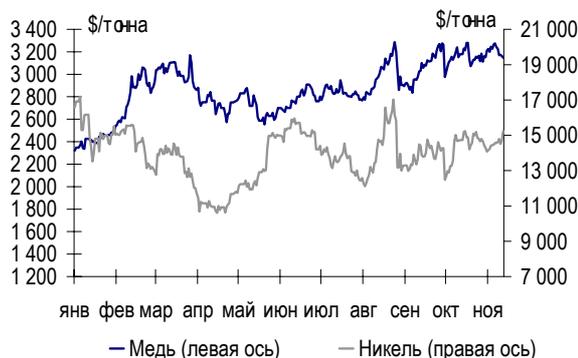
Илл. 16. Добыча нефти компаниями, январь 2005 г.


Источник: Министерство энергетики

Илл. 17. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2004-2005 гг.


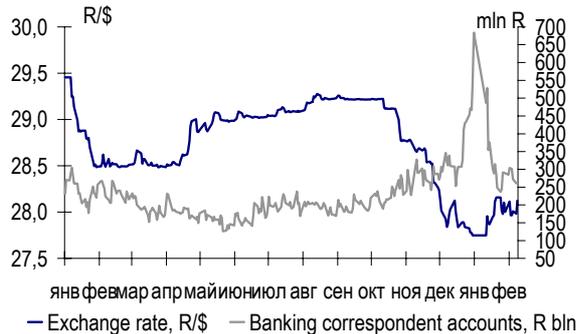
Источник: Министерство энергетики

- Внутренние цены на нефть снизились из-за сезонного ограничения экспортных мощностей; спред относительно Urals увеличился в январе до \$27 за баррель
- Цены на никель оставались высокими, пробив в начале февраля уровень \$15 000/т

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


Источник: Блумберг

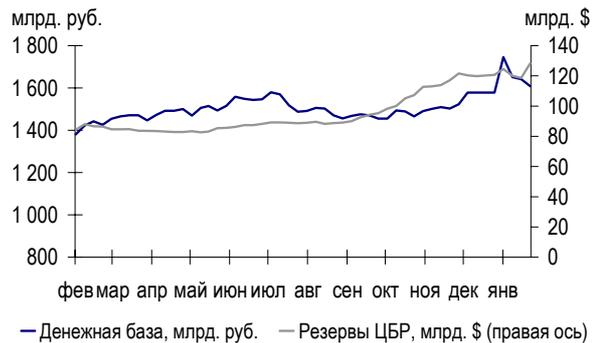
Илл. 19. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев



Источник: ЦБР

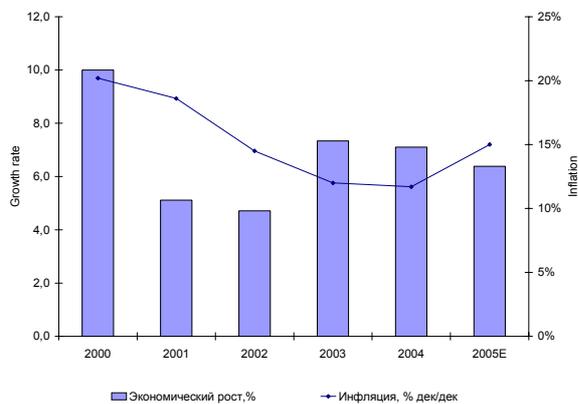
- Рост остатков на корсчетах в ЦБ РФ носит сезонный характер и не связан с займом на сумму \$9 млрд, взятым Роснефтью
- Январский скачок резервов ЦБ вызван носит технический характер (аккумуляция долговых платежей)

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



Источник: ЦБР

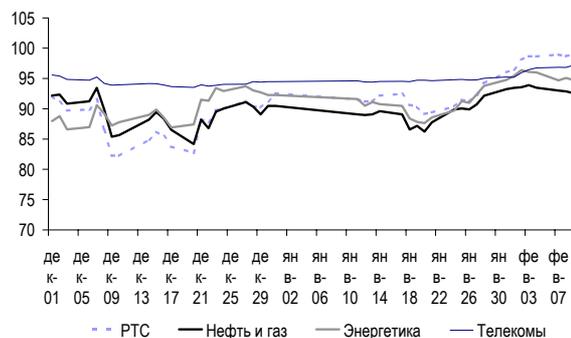
Илл. 21. Промышленное производство, 2003-1M05



Источник: ФСГС

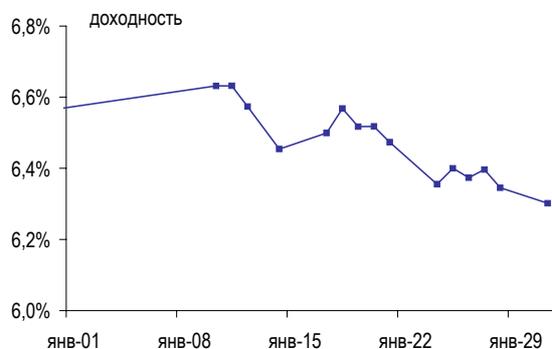
- Инфляционное давление будет нарастать; по нашим оценкам, в 2005 г. ИПЦ вырастет на 15%
- В январе больше всего выросли цены акций телекомов, пользовавшиеся повышенным спросом из-за новостей о скорой приватизации Связьинвеста

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



Источники: оценки Альфа-Банка

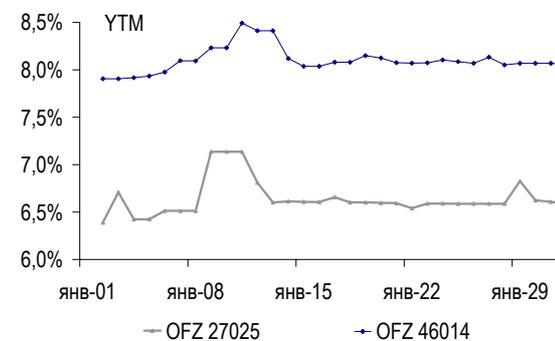
Илл. 23. Динамика Евро-30, с начала месяца



Источник: Рейтер

- Рынок ОФЗ остается вялым, изменения цен - минимальные
- Российские суверенные облигации росли на хороших макроэкономических новостях и на фоне снижения доходности казначейских обязательств США

Илл. 24. Динамика ОФЗ 27025–46014, с начала месяца



Источник: Рейтер

Календарь событий
Илл. 25. Календарь корпоративных событий

Сектор	Дата	Событие
Мир	Февраль 12	Инаугурация нового президента Абхазии
Нефть	Февраль 11	Акционеры ОАО "Саханефтегаз" на внеочередном собрании переизберут совет директоров Акционеры ОАО "Пурнефтегазгеология" рассмотрят изменения в учредительные документы общества Акционеры ОАО "Якутгазпром" на внеочередном собрании переизберут совет директоров
	Февраль 14	Мосгорсуд рассмотрит по существу уголовное дело сотрудника ЮКОСа А.Пичугина
	Февраль 15	Кассационная инстанция рассмотрит жалобу "Северной нефти" о взыскании с нее 20 млн долл. Пройдет рассмотрение протеста Deutsche Bank AG по делу НК "ЮКОС"
	Февраль 16	ОАО "Газпром" разместит российские облигации серии А4
	Февраль 17	Арбитраж Москвы рассмотрит два иска о правомочности собрания акционеров ЮКОСа 20 декабря 2004г.
	Февраль 11	Совет директоров ММК на заседании назначит дату внеочередного собрания акционеров
Металлургия	Февраль 11	
Энергетика	Февраль 15	Акционеры ОАО "Тулэнерго" утвердят уставы компаний, создаваемых при реорганизации общества
Другие	Февраль 14	Состоится внеочередное собрание акционеров ОАО "Волга-Флот"
	Февраль 16	Акционеры СУЭКа переизберут совет директоров компании
	Февраль 16	Состоится аукцион по продаже 20% акций ОАО "Архангельский морской торговый порт"

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Экономика и политика

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

**Правительство
использует
стабилизационный
фонд для покрытия
текущих расходов и
выплаты долга**

Январь был богат на экономические новости и дискуссии. Первые касались использования стабилизационного фонда, который на 1 февраля составил \$26 млрд. Быстрое накопление денежных резервов позволило использовать часть средств фонда, несмотря на возражения со стороны Минфина. В частности, решено досрочно погасить остаток долга России перед МВФ в объеме \$3,3 млрд. Хотя дополнительные расходы в \$4-6 млрд, связанные с монетизацией льгот, не будут финансироваться из стабилизационного фонда напрямую, всем ясно, что любой незапланированный рост расходов в 2005 г. сократит потенциальный приток туда средств.

**Мы не ожидаем
повышения курса
рубля, но
прогнозируем рост
инфляции на 15%**

Другой важной темой является инфляция. Для властей ориентиром на год остается 8,5%, однако, учитывая неожиданное послабление в их бюджетной политике (из-за социальных протестов), мы прогнозируем рост потребительских цен на 15%. На наш взгляд, реакция ЦБР не приведет к изменению политики в отношении валютного курса. Ускоренное удорожание рубля, может, в принципе, сказаться на динамике цен импорта. В таком случае рост потребления более дешевых импортных товаров «сведет на нет» позитивное воздействие курсового фактора на объем ВВП. Наиболее вероятно, что при отсутствии сильных изменений на рынке «евро/доллар» курс рубля будет в ближайшие месяцы колебаться вокруг 27,5-28,0.

**Хорошая новость: в
2004 г. ВВП вырос на
7,1%**

Госкомстат опубликовал цифры роста ВВП за 2004 г., которые нас приятно удивили (+7,1%). Рост промышленного производства существенно замедлился (с 7,5% в 2003 г. до 6,1% в 2004 г.). Основными причинами были: снижение добычи подразделениями Юкоса и влияние международных ограничений на выпуск черных и цветных металлов. В то же время продолжался рост рынка услуг, что способствовало дальнейшему подъему экономики.

Новости компаний и отраслей

Нефть и газ

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

Всеобщее внимание привлечено к слушаниям по иску Юкоса в тейхасском суде 16 февраля

Сейчас всеобщее внимание привлечено к назначенным на 16-17 февраля слушаниям по иску Юкоса о добровольном банкротстве. Исход этих слушаний может иметь существенные последствия для схемы реорганизации российского нефтегазового сектора. Если вердикт окажется в пользу Юкоса, и, соответственно, суд США признает, что он имеет юрисдикцию в этом деле, то российскому правительству будет крайне сложно найти «уютное место» для Юганскнефтегаза, проданного в ходе аукциона Роснефти (через посредников). Также, в краткосрочном плане это, скорее всего, воспрепятствует завершению слияния Роснефти с Газпромом к концу марта. Тем самым будет расстроен план – по завершении этой сделки — упразднить «двойной рынок» акций Газпрома. Мало того, это существенно укрепит позиции Роснефти как независимой «Национальной нефтяной компании», что в краткосрочном плане может подорвать инвестиционную привлекательность Газпрома. Впрочем, мы полагаем, что после устранения правовых рисков государство постарается соединить все свои интересы в единую национальную компанию – Газпром.

Если вердикт будет против Юкоса, то мы увидим новый ощутимый импульс к завершению сделки слияния Роснефти с Газпромом в марте - и к проведению (весной этого года) аукционов по распродаже оставшихся активов Юкоса (это, в первую очередь, Томскнефть, Самаранефтегаз и ряд НПЗ). В этом случае можно ожидать, что по завершении сделки «двойной рынок» акций Газпрома будет отменен.

Рынок ждет публикации итогов Газпрома за 3-й кв. 2004 г.

Большого числа важных событий (помимо новостей о Юкосе) в феврале не ожидается. Самым заметным будет, вероятно, публикация итогов Газпрома за 3-й кв. 2004 г. (инвесторы ждут сигнала – любого сигнала – о том, что проблема неуклонно растущих расходов газового гиганта будет хоть как-то адресована).

С учетом возросших политических рисков мы понизили рейтинг Башнефти до ДЕРЖАТЬ (при расчетной цене ее акций в \$6,00)

Среди компаний 2-го эшелона особенно болезненными последние несколько месяцев были для Башнефти. Во-первых, против компании было начато судебное расследование по обвинению в превышении лицензионных квот на добычу. (Здесь горький юмор в том, что основной проблемой компании являются ее сильно истощенные запасы и – как следствие – стагнация показателей добычи.) Во-вторых, в начале 2005 г. Высший арбитражный суд поддержал претензии налоговых властей к компании на сумму \$53 млн. Учитывая непогашенные налоговые недоимки Башнефти, а также продолжающееся давление на нее со стороны центральных властей (есть сведения о грядущей проверке налоговых платежей за 2002-04 гг.), мы понизили расчетную цену акций Башнефти на \$0,53 (до \$6). Потенциал роста до текущих ценовых уровней равен 14%, что означает, по нашей внутренней оценочной методике, рейтинг ДЕРЖАТЬ.

Впервые с 2000 г. ОПЕК приостановил действие ценового коридора \$22-28

На глобальном отраслевом фронте внимание заслуживают два события. Первое: 30 января ОПЕК «временно приостановил» действие ценового коридора \$22-28, введенного еще в 2000 г. Заменой ценовому коридору стал ориентир по уровню запасов нефти, это означает, что ОПЕК хочет поддерживать коммерческие запасы нефти ниже приемлемого уровня. Хотя формального ориентира не задано, решение картеля, предположительно, дает ему формальное право поддерживать текущие цены и возможность приспособиться к структурно более низкому уровню складских запасов, наблюдававшемуся в последние годы.

Второе: очередной пересмотр нефтяных запасов компанией Shell (в сторону понижения). Хотя это снижение может объясняться тем, что Shell применяет теперь самые жесткие внутренние правила учета, стоит подчеркнуть, что данная новость является очередным подтверждением того, что крупные международные нефтяные компании испытывают все большие трудности с замещением резервов. Как мы доказывали уже с середины прошлого года, рынок еще не вполне оценил резервный потенциал России. Мы полагаем, что с окончанием дела Юкоса внимание рынка будет привлечено к вопросу о нефтяных запасах страны.

Газпром

Илл. 26. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	26 719	33 013	38 909	37 950
EBITDA, млн. \$	10 625	12 535	17 024	13 923
Чистая прибыль, млн. \$	5 186	6 426	8 028	6 017
P/E	12,4	10,0	8,0	10,7
EV/EBITDA	7,3	6,1	4,5	5,5
Капитализация, млн. \$	64 378			
EV, млн. \$	77 078			
Добыча, млрд. куб. см	3 342			
Запасы, млрд. куб. м	107 480			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 27. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- 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. 28. Основные события

13 января	20% квота для иностранцев в Газпроме может сохраниться. По словам Назарова, консолидация Роснефти в Газпроме будет завершена к апрелю с. г., после чего в течение трех месяцев ограничения будут сняты. Тем не менее, достаточно тревожным является тот факт, что либерализация не предполагает снятия 20% - го ограничения для иностранных инвесторов. По словам Назарова, по вопросу о квоте для иностранцев пока идет экспертиза, но решение еще не принято. Газета «Ведомости», процитировавшая Назарова, ссылаясь на источники в Газпроме, констатирует, что в лучшем случае лимиты на покупку акций для иностранцев будут увеличены до 25%.
19 января	Миллер успокаивает инвесторов: «либерализация рынка акций Газпрома будет проведена в полном объеме» после завершения сделки с Роснефтью «в плановом режиме». Предправления Газпрома А.Миллер заявил, что подготовка к слиянию с Роснефтью завершена и сделка будет осуществлена в ближайшем будущем. В пресс-релизе компании цитируются слова Миллера, заявившего, что либерализация рынка акций Газпрома, которая должна последовать за получением государством прямого контроля над компанией (для этого к Газпрому присоединяют Роснефть), «будет предусматривать ликвидацию существующей квоты для нерезидентов» (20%). Скептические настроения среди инвесторов заметно усилились после недавнего заявления главы ФАУФИ В.Назарова о том, что на данном этапе либерализации рынка акций газовой монополии не предполагает снятие 20% квоты для нерезидентов.
25 января	Объединение Газпрома и Роснефти откладывается до марта...что и следовало ожидать. Объединение Газпрома с Роснефтью откладывается до марта 2005 г. Этого и следовало ожидать: после того как Роснефть приобрела Юганскнефтегаз уже было готова сделка значительно усложнилась. Теперь ее надо заново структурировать, а на это уйдет время. Газета Ведомости сообщает, что банк Dresdner Kleinworth Wasserstein, консультирующий Газпром, предлагает выделить активы Роснефти (за исключением Юганскнефтегаза) в новую компанию, и передать Газпрому контроль над новой структурой. При таком варианте Роснефть получит некой пустой оболочкой в которой храниться Юганскнефтегаз. Газпром избежит юридических рисков связанных с Юганскнефтегазом. Когда опасность судебного преследования со стороны Юкоса уменьшится, Юганскнефтегаз можно будет передать в собственность Газпрома.
31 января	Формируется список кандидатов в члены совета директоров Газпрома, за которых акционеры проголосуют в июне на очередном общем собрании. Судя по всему, изменения претерпит список госпредставителей (занимающих шесть мест из одиннадцати): среди кандидатов появилась фамилия помощника президента Игоря Шувалова. В качестве независимого директора Газпром выдвинул кандидатуру председателя управляющего комитета Dresdner Kleinwort Wasserstein по России и СНГ Маттиаса Варника. Решение Газпрома номинировать собственного независимого кандидата особенно интересно, так как это скорее встанет на пути других независимых кандидатов. Поборются за два места нынешних директоров - Бургхарда Бергманна (представителя от Ruhrgas) и Бориса Федорова (от UFG) собираются Вадим Клейнер (от Hermitage Capital Management) и Сергей Глазер (от Vostok Nafta).

ЛУКОЙЛ
Илл. 29. 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	7,0	6,5	6,9	8,9
EV/ЕБИТДА	6,7	4,2	4,7	5,8
Капитализация, млн. \$	26 085			
EV, млн. \$	28 086			
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. 30. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 31. Основные события

11 января	ЛУКОЙЛ опубликовал впечатляющие результаты за 3Кв04 по US GAAP. Наиболее хотелось бы отметить рост цен реализации, что можно отнести на улучшение структуры продаж, что привело к росту выручки выше, чем предполагалось на основе динамики цен на нефть. В целом выручка ЛУКОЙЛА выросла на 22% кв-к-кв до \$9,8 млрд. Компания показала хороший контроль над затратами. В целом, общие операционные затраты (за вычетом закупок) были на 3% ниже наших ожиданий (+17% кв-к-кв). Хотелось бы также отметить снижение затрат на транспортировку на 5% (эта статья, которая росла особенно быстро в прошлых кварталах). Поквартальный рост затрат на добычу составил всего 0,8%, что меньше укрепления реального курса рубля за период. Чистая прибыль ЛУКОЙЛА за 3Кв04 была на 60% выше на поквартальной основе, и составила \$1,4 млрд. Рентабельность компании была самой высокой за 8 кварталов: ЕБИТДА рентабельность составила 23,1% (против 20,6% в 2Кв04) в то время как чистая рентабельность составила 14,2% (против 10,9% в 2Кв04).
13 января	Ожидается, что ЛУКОЙЛ получит чистую прибыль за 2004 г. в объеме \$4 млрд, что соответствует нашему прогнозу. Компания ЛУКОЙЛ опубликовала предварительные результаты основной деятельности за 2004 г. Объем добычи вырос на 7,6% (86,3 млн т), таким образом, компания превзошла свои прежние темпы роста (1-3%). Добыча газа увеличилась на 8,9% (до 6,2 млрд куб м). Компания смогла расширить объем производства на своих НПЗ на 3,5% (до 43,8 млн т), а также увеличить глубину переработки сырья. Розничная продажа нефтепродуктов выросла на 17% (до 2,8 млн т). Руководство ЛУКОЙЛА заявило, что рассчитывает получить чистую прибыль за 2004 г. в объеме \$4 млрд (+60% год-к-году), что вполне соответствует нашему прогнозу (\$3955 млн).
19 января	МПР дает ЛУКОЙЛУ три месяца на исправление нарушений на шести месторождениях в Западной Сибири. МПР объявило о предоставлении ЛУКОЙЛУ трех месяцев на исправление нарушений условий лицензий на шести месторождениях компании в Западной Сибири, после чего в случае сохранения нарушений МПР грозит отозвать лицензии. МПР обвиняет компанию в том, что не проведены буровые работы в объеме, предусмотренном в лицензии, а также не начата добыча в обусловленные сроки. В любом случае, даже отзыв данных лицензий был бы несущественным для компании, принимая во внимание очень маленький размер запасов, и тот факт, что в ходе геологической разведки компания нашла, по крайней мере, некоторые месторождения малоперспективными.
24 января	Акционеры ЛУКОЙЛА избрали в Совет директоров представителя Сопосо и внесли поправки в устав компании. Внеочередное собрание акционеров ЛУКОЙЛА прошло в плановом режиме: в совет директоров компании избран представитель СопосоPhillips (президент по России и Каспию Кевин Майерс), которая на сегодняшний день владеет 10% акций ЛУКОЙЛА. Кроме того, в совет директоров в качестве независимого члена вошел Александр Шохин (президент Государственного университета – Высшей школы экономики), сменивший Марка Мебиуса (фонд Templeton сократил свою долю участия в капитале ЛУКОЙЛА). Акционеры утвердили также поправки к уставу компании, повышающие статус каждого отдельно взятого члена Совета директоров. Отныне для принятия решения по ряду ключевых вопросов потребуется единогласное одобрение совета директоров. Это касается увеличения уставного капитала более чем на 10%, реорганизации компании, выплаты дивидендов в размере, превышающем консолидированную чистую прибыль, заключения крупных сделок.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 32. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	7 017	9 270	8 714	8 059
EBITDA, млн. \$	2 337	3 305	2 614	2 186
Чистая прибыль, млн. \$	2 278	2 551	1 875	1 424
P/E	6,7	6,0	8,1	10,7
EV/EBITDA	7,1	5,0	6,3	7,6
Капитализация, млн. \$	15 220			
EV, млн. \$	16 576			
Добыча, млн. бнэ	238			
Запасы, млн. бнэ	4 779			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 33. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Продажа доли в компании стратегическому инвестору
- Увеличение операционной эффективности в Сибнефти

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 34. Основные события

19 января	ЕБРР предъявил Сибнефти иск о погашении кредита на сумму \$17,5 млн, полученного одной из бывших трейдерских фирм. Основанием для иска является долг на указанную выше сумму фирмы Runicom SA, некоторое время бывшей трейдером Сибнефти. Однако, принимая во внимание относительно небольшую сумму иска, даже если решение суда будет не в пользу Сибнефти, оно не представит компании серьезную угрозу.
24 января	Сибнефть проведет дробление АДР в соотношении 1:2; агентство S&P повысило рейтинг Сибнефти на одну ступень (до В+) Сибнефть объявила о дроблении АДР. Отныне в каждой АДР будет не 10 акций как раньше, а 5. Реестр акционеров закрывается на оформление дробления 24 января и откроется 28 января. S&P повысило рейтинг Сибнефти с В до В+, прогноз рейтинга стабильный. Повышение рейтинга – хорошая новость для компании: теперь Сибнефть может рассчитывать на снижение стоимости заемных средств.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 35. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	8 904	12 788	12 150	11 557
EBITDA, млн. \$	2 933	4 035	3 399	3 296
Чистая прибыль, млн. \$	1 792	2 488	1 914	1 714
P/E	15,3	11,9	15,5	17,3
EV/EBITDA	5,2	3,8	4,5	4,6
Капитализация, млн. \$	31 622			
EV*, млн. \$	15 169			
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. 36. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 37. 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	6,9	4,2	6,6	7,5
EV/ЕБИТДА	4,9	3,1	4,1	4,5
Капитализация, млн. \$	3 657			
EV, млн. \$	4 480			
Добыча, млн. бнэ	185			
Запасы, млн. бнэ	6 211			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 38. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 39. Основные события

18 января	Fitch подтвердило рейтинги компаний Tupras и Татнефть и исключило рейтинги из списка Rating Watch с пометкой «негативный». Агентство Fitch подтвердило приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной и иностранной валютах ОАО Татнефть на уровне «В». Также Fitch подтвердило краткосрочный рейтинг Татнефти на уровне «В». Прогноз – «стабильный».
-----------	---

Юкос

Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	15 674	21 839	20 986	19 735
ЕБИТДА, млн. \$	5 442	7 469	6 037	5 517
Чистая прибыль, млн. \$	4 474	5 345	4 256	3 849
P/E	0,3	0,3	0,3	0,4
EV/ЕБИТДА	2,4	1,7	2,2	2,4
Капитализация, млн. \$	1 398			
EV, млн. \$	13 030			
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. 41. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 42. Основные события

11 января	Невзлин стал единоличным собственником 60%-ного пакета акций Юкоса. Единоличным бенефициаром принадлежащего Менапелу 59,5%-ного пакета Юкоса стал один из совладельцев группы Леонид Невзлин (в настоящее время проживает в Израиле). Права собственности на пакет перешли от Ходорковского Невзлину в декабре, после продажи Юганскнефтегаза. Сосредоточение контроля за Юкосом в одних руках скорее всего позволит группе Менапел более эффективно выступать в качестве потерпевшей стороны в судебных процессах.
14 января	Юкос исключается из списка "А" в РТС, однако продолжит торговаться на данной площадке. РТС объявила о том, что исключает акции Юкоса из котировального списка "А" первого уровня. Исключение компании из списка связано с тем, что чистые активы компании на 1 октября 2004 года были отрицательными, в то время, как чистые активы компании из списка "А" первого уровня должны составлять как минимум 500 млн руб. Акции, однако, продолжают торговаться на РТС, и даже будут входить в расчет индекса РТС, так как все еще остаются весьма ликвидными.
20 января	Основной трейдер Юкоса прекратил поставки нефти своим покупателям из-за потери Юганскнефтегаза; высвободившуюся нишу с радостью займут другие российские нефтяные компании. Основной трейдер Юкоса – зарегистрированная в Швейцарии Petroval – уведомила своих клиентов о том, что не может исполнять обязательства по контрактам с ними из-за прекращения поставок нефти с Юганскнефтегаза. Возможные перебои в поставках российской нефти, скорее всего, будут носить временный характер: многие нефтедобывающие компании с радостью займут нишу, высвобождающуюся на европейском рынке нефти в связи с крахом Юкоса. Логично также предположить, что место Юкоса в поставках нефти постарается занять и Роснефть (новый владелец Юганскнефтегаза).
27 января	Западные банки обратились в Роснефть по поводу непогашенных долгов Юкоса в размере \$1,4 млрд. Западные банки во главе с Societe Generale обратились к Роснефти с переговорами относительно долгов Юкоса в размере \$1,4 млрд, которые все еще остаются непогашенными. После продажи ЮганскНГ в середине декабря Юкос приостановил регулярные платежи по долгам. Банки пока еще не предъявили официальные требования ЮганскНГ по данным кредитам, и, таким образом, вероятны переговоры по реструктуризации данной задолженности с тем, чтобы они были выплачены на протяжении пролонгированного срока. В противном случае кредиторы могут арестовать экспортные поставки ЮганскНГ, так как они выступали обеспечением по кредитам.

Источник: оценки Альфа-Банка

Энергетика

Виталий Зархин, (7 095) 788-0320
Наталья Деветьярова, (7 095) 783-5009

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

РАО ЕЭС

Илл. 43. Основные события

18 января	Комитет РАО ЕЭС одобрил программу повышения ликвидности акций ОГК. Комитет РАО ЕЭС по стратегии и реформированию одобрил программу повышения капитализации и ликвидности акций ОГК. Основным моментом одобренной программы является то, что после перехода на единую акцию ОГК пройдут процедуры листинга на РТС и ММВБ, а также запустят программы депозитарных расписок. Согласно плану «пилотные» ОГК-5 и ОГК-3 завершат процедуру перехода на единую акцию к Июлю и Октябрю 2005 года соответственно. Таким образом, мы ожидаем, что акции этих компаний начнут торговаться на бирже в 4 квартале 2005 года.
19 января	РАО «ЕЭС России» провело круглый стол, посвященный реструктуризации АО-энерго и графику реорганизации РАО «ЕЭС России». Член Правления РАО ЕЭС Александр Чикунов совместно с представителями фондовой биржей РТС провели круглый стол для аналитиков, посвященный процессу реорганизации АО-Энерго
19 января	Совет директоров РАО ЕЭС планирует пересмотреть и утвердить новый график структурных реформ на 2005-2006 годы. Согласно заявлению Александра Чикунова, новая редакция план-графика будет разработана в соответствии с существующей стратегией «5+5», уточняя закрепленные в ней механизмы и сроки завершения структурных преобразований в отрасли и реорганизации РАО ЕЭС.
19 января	Региональные генерирующие компании, выделяемые из АО-Энерго, будут торговаться на бирже после шести месяцев переходного периода. В течение последних месяцев 21 генерирующая компания была выделена из соответствующих АО-Энерго, которые в свою очередь сохранили у себя в активах распределительные сети. В первом, втором квартале запланировано разделение еще 20-30 АО-Энерго.
25 января	Комитет РАО ЕЭС одобрил изменения схемы выделения магистральных сетей из АО-Энерго. Комитет по стратегии и реформе РАО ЕЭС одобрил внесение изменений в схему обособления магистральных сетевых активов от АО-энерго. Новая схема предлагает отказаться от создания семи Межрегиональных магистральных сетевых компаний (ММСК), на первом этапе аккумулировать соответствующие активы в магистральных сетевых компаниях (МСК), выделенных из АО-Энерго и сразу передавать доли РАО ЕЭС в них в Федеральную сетевую компанию (ФСК).
28 января	Совет директоров РАО «ЕЭС России» утвердил новую методику расчета дивидендов по обыкновенным акциям. В настоящее время РАО ЕЭС использует два метода для расчета суммы выплачиваемых дивидендов по обыкновенным акциям. Первый основан на скорректированном показателе EBITDA; второй - на скорректированном остатке чистой прибыли (после обязательных отчислений в резервный фонд и начисления дивидендов по привилегированным акциям) по РСБУ для головной компании. Изменения были сделаны для второго метода и предполагают, что величина остатка чистой прибыли корректируется на чистый результат от переоценки финансовых вложений компании, связанной в основном с переоценкой долей РАО ЕЭС в АО-энерго и других зависимых обществах.
28 января	Совет директоров РАО «ЕЭС России» одобрил отказ от создания управляющих компаний. Согласно базовому сценарию реорганизации региональных энергокомпаний управляющие компании должны были выделяться из АО-энерго для управления всеми выделенными организациями до завершения реформы. Отказ от их создания является обоснованным, принимая во внимание тот факт, что текущий менеджмент АО-энерго сохраняет свой контроль над выделяемыми компаниями до конца переходного периода, и таким образом необходимость в управляющих компаниях отсутствует. Уже выделенные из 21 АО-энерго управляющие компании будут, скорее всего, ликвидированы

Мосэнерго

Илл. 44. Основные события

31 января	Разделение Мосэнерго будет завершено к 1 апрелю 2005 г. Согласно заявлению члена Правления РАО ЕЭС Александра Чикунова, государственная регистрация компаний, выделяемых из Мосэнерго, состоится 1 апреля. Реорганизация энергокомпаний осуществляется путем выделения 12 компаний, составляющих более 55% активов Мосэнерго (включая четыре отдельные электростанции общей мощностью порядка 5ГВт, магистральные и распределительные сети и другие активы). Акционеры Мосэнерго получают пропорциональные доли в выделенных компаниях, в то время как реструктурированная компания сохраняет название «Мосэнерго», листинг на фондовой бирже и около 10ГВт генерирующих мощностей.
-----------	---

Ленэнерго

Илл. 45. Основные события

13 января	Собрание учредителей ТГК-1 перенесено на февраль. Согласно заявлению члена правления РАО ЕЭС, Михаила Абызова, собрание учредителей создаваемой ТГК-1, первоначально запланированное на 18 января, перенесено на февраль месяц. ТГК-1 должно быть сформировано на основе генерирующих активов Ленэнерго, Колэнерго и Карелэнерго. Доля Ленэнерго в капитале ТГК-1 составит 63%, Колэнерго – 25% и Карелэнерго – 12%. В соответствии с утвержденным планом РАО ЕЭС ТГК-1 предполагается создать по схеме аренды, которая подразумевает, что в первое время ТГК-1 будет функционировать как операционная компания, управляя переданными ей в аренду генерирующими активами соответствующих АО-энерго.
-----------	---

Телекомы

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

Телекомы: Проводная связь опять пользуется спросом

- В преддверии приватизации Связьинвеста инвесторы стимулировали рост цен на акции телекомов в среднем на 12% по сравнению с повышением индекса РТС с начала года на 6%.
- Разрыв между ценами на обыкновенные и привилегированные акции сокращается.
- Мы считаем дисконт (привилегированные к обыкновенным акциям) в 25% обоснованным, но подлежащим некоторым небольшим корректировкам.
- После внесения изменений в устав Уралсвязьинформа выплата дивидендов на привилегированные акции увеличится до 10% чистого дохода (против 8% ранее).
- Мы не ожидаем в этом году высоких дивидендов в телекоммуникационном секторе из-за увеличения расходов, сокращающих уровень доходов. Только две компании являются исключением – Дальсвязь и Ростелеком.

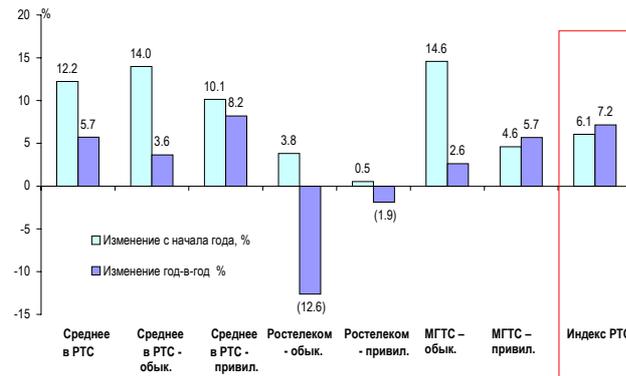
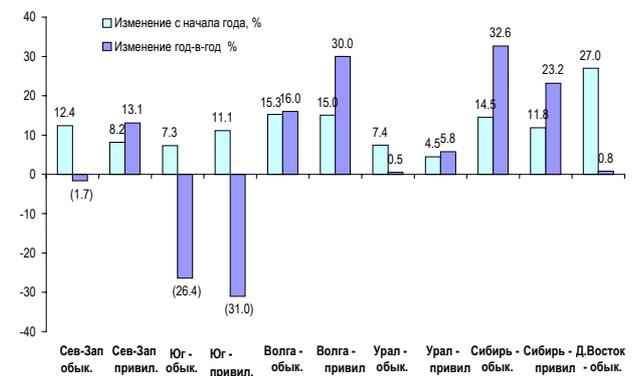
Акции телекомов подорожали с начала года в среднем на 12% в преддверии приватизации Связьинвеста

В преддверии приватизации Связьинвеста рынок все больше реагирует на события, происходящие внутри телекоммуникационных компаний. В январе цены на акции компаний из этого сектора значительно возросли (см. Илл. 46 и Илл. 47). Обыкновенные акции региональных телекомов подорожали с начала года на 14% (а вместе с МГТС – почти на 15%), что стало существенным ростом по сравнению с повышением за этот период Индекса РТС всего лишь на 6%.

Мы считаем, что другой косвенной причиной такого всплеска интереса стал вывод акций АФК Системой на первичное публичное предложение. Холдинг аккумулирует средства, которые предположительно могут быть использованы при приватизации Связьинвеста, которая, как всеми ожидается, раскроет скрытую стоимость региональные телекомы для инвесторов.

Цены на обыкновенные акции региональных телекомов выросли в январе больше, чем на привилегированные акции (+14% против +10% с начала года, соответственно) за исключением (достаточно неожиданным) одной компании, которой стал Южтелеком (+7% и +11% с начала года, соответственно). В то же время необходимо отметить, что дисконт привилегированных акций к обыкновенным (27%) соответствует средней вели-

чине в этом секторе, при том, что мы предполагаем, что уровень доходности на привилегированные акции будет достаточно скромным (0,3%).

Илл. 46. Динамика цен на акции телекомов

Илл. 47. Динамика цен на акции телекомов


Прим.: за исключением Центртелекома (обик. и привилег.) и привилегированных акций Дальсвязи, т.к. они еще будут продаваться в 2005

Источник: Bloomberg

Мы считаем дисконт (привилегированные к обыкновенным акциям) в 25% обоснованным

Величина дисконтов на привилегированные акции отличается в разных компаниях от 19% у Ростелекома до 34% у Уралсвязьинформа и Сибирь-телекома (Дальсвязь – это особый случай в связи с предполагаемой высокой доходностью акций по итогам за 2004). В наших моделях мы исходим из средней величины дисконта в 25%, которую мы считаем оправданной в свете низкой ликвидности и отсутствия прав контроля.

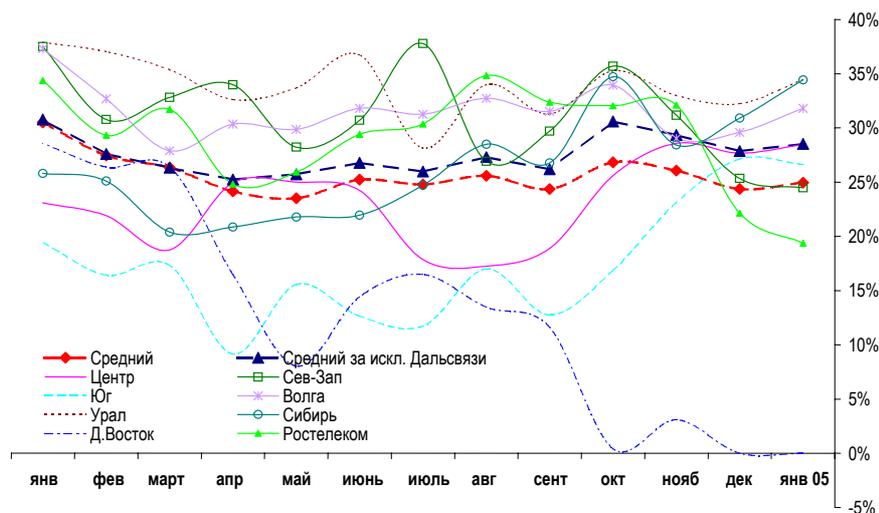
В целом, разрыв между ценами на обыкновенные и привилегированные акции сокращается

В целом, разрыв между ценами на обыкновенные и привилегированные акции сокращается, хотя еще зависит от конкретных акций, предполагаемой доходности и других факторов. В качестве самых показательных примеров можно назвать Дальсвязь и Ростелеком, в которых предполагаемая высокая доходность привилегированных акций за 2004 (12% и 9%, соответственно) значительно сократила в течение года дисконт к обыкновенным акциям (у Дальсвязи с 29% до 0%, а у Ростелекома с 34% до 19%). В случае Южтелекома и Центртелекома низкий уровень доходности акций увеличил величину дисконта к обыкновенным акциям.

Илл. 48. Дисконт привилегированных акций к обыкновенным

	янв. 05	дек.	нояб.	окт.	сен.	авг.	июль	июнь	май	апрель	март	фев..	янв.
Среднее значение	25%	24%	26%	27%	24%	26%	25%	25%	24%	24%	26%	27%	30%
Среднее за искл. Дальсвязи	29%	28%	29%	31%	26%	27%	26%	27%	26%	25%	26%	28%	31%
Центртелеком	28%	28%	29%	26%	19%	17%	18%	24%	25%	25%	19%	22%	23%
Сев.-Западный Телеком	24%	25%	31%	36%	30%	27%	38%	31%	28%	34%	33%	31%	38%
Южтелеком	27%	27%	23%	17%	13%	17%	12%	13%	16%	9%	17%	16%	19%
Волга Телеком	32%	30%	29%	34%	32%	33%	31%	32%	30%	30%	28%	33%	37%
Уралсвязьинформ	34%	32%	33%	35%	31%	34%	28%	37%	34%	33%	35%	37%	38%
Сибирьтелеком	34%	31%	28%	35%	27%	28%	25%	22%	22%	21%	20%	25%	26%
Дальсвязь	0%	0%	3%	0%	12%	13%	16%	14%	8%	16%	26%	26%	29%
Ростелеком	19%	22%	32%	32%	32%	35%	30%	29%	26%	25%	32%	29%	34%

Источник: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Илл. 49. Дисконт привилегированных акций к обыкновенным


Источник: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

После внесения изменений в устав УралСИ дивиденды на привилегированные акции вырастут до 10% от чистого дохода (против 8% ранее)

Разрыв между привилегированными и обыкновенными акциями Уралсвязьинформа сократился до 34% (с 38% в начале прошлого года), что можно частично отнести на изменения в уставе компании. В соответствии с предыдущей редакцией устава дивиденды на привилегированные акции выплачивались в размере 10% от чистого дохода компании, деленного не на фактическое число привилегированных акций, а на 25% от общего числа акций. Так как фактическое число привилегированных акций составляет 20% от всех акций, то только 8% чистого дохода выплачивалось в виде дивидендов на привилегированные акции, что занижало их доходность. После внесения изменений в устав дивиденды на привилегированные акции будут выплачиваться в размере 10% от чистого дохода компании. (Мы полагаем, что еще 10% будет выплачиваться на обыкновенные акции).

Дивиденды на привилегированные акции Сев-Зап Телекома пока еще только 9% от чистого дохода, но по итогам за 2005 могут увеличиться до 10%

Такая же ситуация и в Северо-Западном Телекоме, чьи привилегированные акции составляют 22% от числа обыкновенных акций, означая, что только 9% чистого дохода (а не номинальные 10%) выплачивается на привилегированные акции. Руководство сообщило о намерении выпустить и разместить новые привилегированные акции, увеличив их число до 25%, и таким образом разрешить этот вопрос. Однако мы сомневаемся, что компания сумеет это сделать до даты регистрации в конце апреля – начале мая 2005.

Селективный подход к выплате дивидендов; доходность в целом невысокая

Мы не ожидаем в этом году высокой доходности в телекоммуникационном секторе из-за увеличения расходов и снижения доходов. Исключение могут составить только две компании - Дальсвязь и Ростелеком.

12% дохода на привилегированные акции Дальсвязи и 6% - на обыкновенные благодаря одноразовой сделке

Дивиденды и на обыкновенные, и на привилегированные акции Дальсвязи должны быть чрезвычайно высокими в результате одноразовой сделки по продаже примерно за \$39 млн двух вложений в компании мобильной связи, при этом дивидендная доходность составит около 12% по привилегированным акциям и примерно 6% по обыкновенным (при коэффициенте выплат в 15%). Умные инвесторы уже сильно подняли цены на привилегированные акции компании, которые торгуются сейчас по ценам, близким к обыкновенным.

Хороший финансовый результат Ростелекома частично стал результатом продажи компании РТК-Лизинг и вывода ее из консолидированной финансовой отчетности. Это должно привести к доходности не менее 9%

по привилегированным акциям и около 2,5% по обыкновенным (при коэффициенте выплат в 10%). Однако мы не рассматриваем акции этой компании как хорошую покупку в свете рисков, возникающих из-за ожидаемой в 2005 либерализации рынка дальней связи. Недавно мы снизили расчетную цену акций Ростелекома на 12% до \$2,00.

Очень незначительная доходность акций Центртелекома и Южтелекома

Центртелеком и Южтелеком – две компании, имеющие высокий коэффициент соотношения заемных средств к собственным, которые вынуждены тратить большую часть своего операционного дохода на обслуживание долга – находятся на противоположном полюсе по уровню доходности привилегированных акций, которая составляет всего лишь 0,3-0,5%. В середине стоят Сев.-Западный Телеком, Волга Телеком, Уралсвязьинформ и МГТС с расчетной доходностью на привилегированные акции примерно в 3-4%.

Илл. 50. Предполагаемые выплаты дивидендов за 2004П

Компания	Дата регистрации	Дивиденд, руб./акция		Дивиденд, \$/акция		Доходность акции		Выплата дивидендов		Комментарий
		Обык.	Привилег.	Обык.	Привилег.	Обык.	Привилег.	Всего, \$ млн	% от чис. дохода за 2004П	
Центртелеком		0,0101	0,0304	0,0003	0,0010	0,1%	0,5%	1,1	20%	10% от ЧД на обык., 10% на привилег
Сев.-Западный Телеком		0,0624	0,3884	0,0022	0,0134	0,4%	3,4%	5,2	14%	5% от ЧД на обык., 9% на привилег
Южтелеком		0,0014	0,0042	0,0000	0,0001	0,1%	0,3%	0,3	20%	10% от ЧД на обык., 10% на привилег
Волга Телеком	Конец апреля – начало мая	0,7216	2,1650	0,0249	0,0747	0,8%	3,3%	12,2	20%	10% от ЧД на обык., 10% на привилег
Уралсвязьинформ		0,0070	0,0289	0,0002	0,0010	0,7%	4,3%	15,6	20%	10% от ЧД на обык., 10% на привилег
Сибирьтелеком		0,0125	0,0226	0,0004	0,0008	0,7%	2,1%	8,2	26%	16% от ЧД на обык., 10% на привилег
Дальсвязь		1,7494	3,5179	0,0603	0,1213	6,0%	12,1%	9,5	25%	15% от ЧД на обык., 10% на привилег
МГТС		0,8769	8,7687	0,0302	0,3024	0,2%	3,0%	7,2	15%	5% от ЧД на обык., 10% на привилег
Ростелеком		1,2351	3,7063	0,0426	0,1278	2,5%	9,2%	62,1	20%	10% от ЧД на обык., 10% на привилег
Средний показатель						1,3%	4,2%	20,0%		

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка
Прим.: н/п – не применимо

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 51. 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	18,3	11,1	9,0	7,4
EV/ЕБИТДА	8,5	5,5	4,6	3,8
Капитализация, млн. \$	1 016			
EV, млн. \$	976			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 52. 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. 53. 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	28,5	15,3	10,8	9,4
EV/ЕБИТДА	12,1	7,2	5,4	4,7
Капитализация, млн. \$	14 751			
EV, млн. \$	16 151			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	399			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 54. 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

Илл. 55. Основные события

12 января	По итогам 2004 г. МТС сохранила лидерство на российском рынке мобильной связи. По данным на конец 2004 г., уровень проникновения мобильной связи в России превысил 50%. В течение прошлого года этот показатель вырос на 26 п.п. (в т.ч. в декабре на 6 п.п., что является своеобразным рекордом). В конце прошлого года в России насчитывалось около 74 млн. абонентов мобильной связи, в т.ч. 26,5 млн. (или 36%) у МТС и 26 млн. (35%) у Вымпелкома. Мегафон обслуживает 18% всех абонентов. Общая численность абонентов МТС достигла 35,4 млн., Вымпелкома – 26,6 млн. На Украине уровень проникновения приблизился к 30% (в течение прошлого года этот показатель вырос на 15 п.п. (в т.ч. в декабре на 3,4 п.п.)). Лидирующие позиции на рынке занимает контролируемая МТС УМС - 53% всех украинских абонентов (7,4 млн.). В Беларуси МТС обслуживает (через свою неконтролируемую компанию) 1,2 млн. абонентов.
-----------	--

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 56. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1 336	2 206	3 070	3 585
EBITDA, млн. \$	613	1 083	1 570	1 863
Чистая прибыль, млн. \$	234	380	713	857
P/E	33,2	20,5	10,9	9,1
EV/EBITDA	14,5	8,2	5,7	4,8
Капитализация, млн. \$	7 774			
EV, млн. \$	8 901			
Число абонентов, '000	5 155			
Кол-во акций, млн.	205			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 57. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Теленор и Альфа Групп в качестве стратегических инвесторов

• Слабые стороны

- Самый низкий ARPU среди "Большой тройки"
- Нет выхода на некоторые регионы Дальнего Востока

• Возможности

- Расширение на рынки СНГ, лицензия на Дальний Восток
- Дальнейшая конвергенция маржи и рентабельности с МТС
- Включение в индекс MSCI Russia

Угрозы

- Введение Резерва универсального обслуживания
- Несправедливое отношение регулятора

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 58.

18 января	Казахстанская дочка Вымпелкома получила распоряжение об оплате в бюджет Турции \$5,5 млрд. Согласно вышедшему пресс-релизу Вымпелкома, его 100%-ная казахстанская дочка - КаР-Тел – получила от Фонда страхования сберегательных вкладов Турции распоряжение об оплате \$5,5 млрд. В пресс-релизе говорится, что это задолженность перед бюджетом Турции, которая должна быть погашена до 6 мая 2004г. Исходя из информации, имеющейся на сегодняшний день, мы полагаем, что казахстанскому бизнесу Вымпелкома ничто не угрожает.
-----------	---

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 59. 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	18,9	18,5	17,2	16,8
EV/EBITDA	6,7	5,9	5,4	4,9
Капитализация, млн. \$	1 261			
EV, млн. \$	1 375			
Используется линий, '000	4 128			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 60. 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

Ростелеком

Илл. 61. 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	49,8	49,8	49,8	49,8
EV/EBITDA	5,3	4,5	5,2	5,3
Капитализация, млн. \$	1 892			
EV, млн. \$	2 041			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 62. 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

Металлургия

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

Благодаря ожиданиям сильного рынка металлов и в 2005 г., в январе акции почти всех металлургических компаний (кроме ВСМПО) выросли больше, чем индекс РТС (+3,8%).

Акции ВСМПО оказались в январе под влиянием негативных новостей

Цена на акции ВСМПО оказалась под влиянием новости о конфликте между его основными акционерами. Напомним, что главные акционеры ВСМПО Вячеслав Брешт (председатель совета директоров, ему принадлежит около 30% акций компании) и Вячеслав Тетюхин (генеральный директор, ему также принадлежит около 30%) по сообщениям прессы столкнулись с серьезными разногласиями относительно развития компании. Партнеры не могут прийти к соглашению по некоторым ключевым для компании вопросам, включая политику выплаты дивидендов (Тетюхин предлагает не выплачивать дивиденды). Тетюхин заявил, что он рассматривает возможность продажи части своего пакета государству.

Конфликт между основными акционерами является очень негативным моментом для компании (особенно в свете планируемого размещения АДР), но мы надеемся, что конфликт скоро будет разрешен. Мы полагаем, что угроза Тетюхина продать часть своих акций государству является лишь средством давления. Мы не исключаем, что СУАЛ (которому принадлежит 12% акций ВСМПО) или другая компания может воспользоваться конфликтом и попытаться получить контроль над компанией. В любом случае, конфликт может задержать долгожданное размещение АДР, что, возможно, негативно отразится на цене акций ВСМПО. Отрицательная реакция рынка на эту новость была предсказуемой, и акции ВСМПО упали почти на 9% в тот же день, когда эта новость стала известна (31 января).

Норникель получил заявки на выкуп 28% своего уставного капитала

Норильский Никель опубликовал долгожданные результаты объявленно-го в декабре выкупа 12,5 млн обыкновенных акций (около 6% уставного капитала) по цене 1680 руб. (\$60) за штуку. Компания получила заявки на продажу 59761360 акций (около 28% уставного капитала компании). Для завершения данного мероприятия Норильскому Никелю придется потратить в 1Кв05 \$750 млн, и мы не ожидаем, что компания объявит выплату дополнительных дивидендов за 2004 г.

Будет ли Норникель претендовать на 20 млн. тонн меди Удоканского месторождения?

В январе было опубликовано несколько новостей о планах Норильского Никеля по расширению его ресурсной базы. Сначала читинские органы власти неожиданно объявили о проявленном компанией интересе к участию в продаже одного из крупнейших в мире Удоканского медного месторождения. Ранее Норильский Никель не рассматривал медь в качестве своего стратегического вида деятельности, т.к. доля компании в мировом производстве меди составляет всего лишь около 3%. Запасы Удокана оцениваются примерно в 20 млн. тонн меди. Если Норильский Никель примет участие в аукционе, мы полагаем, что компания может стать одним из основных претендентов. Если Норильский Никель выиграет аукцион, по нашей оценке, запасы меди компании увеличатся на 45% до 65 млн тонн.

Норникель активно приобрел небольшие месторождения золота

Кроме того, в январе Норильский Никель проводил активную работу по приобретению небольших месторождений золота. Действуя в пользу ГК "Норильский Никель", ОАО «ГРК Быстринское» выиграло аукцион за \$25 млн на право получения лицензии на разработку Быстринского рудного узла. Согласно заявлению местных органов власти предполагаемые ресурсы месторождения составляют в общей сумме около 1 млн. тонн меди, 30 тонн (0,96 млн. унц) золота и 150 тонн (4,8 млн. унц) серебра.

Кроме того, Норникель подал заявку на участие в запланированном на конец февраля аукционе на право пользования Бамским золоторудным месторождением в Амурской области. На этом месторождении суммарные ресурсы (категории С1+С2) и потенциал минерально-сырьевой базы составляют около 14 тонн (0,45 млн. унц) золота и 85 тонн (2,7 млн. унц) серебра, соответственно. По нашим расчетам стоимость этого месторождения оценивается примерно в \$10-15 млн. Норильский Никель также получил лицензию на освоение Мукодекского золоторудного месторождения в Иркутской области (минерально-сырьевая база оценивается в 14 тонн золота или 0,45 млн унц.) всего за 5,75 млн. руб. (\$0,2 млн).

За исключением Удоканского месторождения все другие проекты очень незначительны по своим размерам и, следовательно, нейтральны для акций Норильского Никеля. Однако, по нашему мнению компания стремится расширить ресурсную базу посредством доразведки этих месторождений, и, как следствие, получить дополнительные выгоды при больших усилиях.

Полюс проведет в 1Кв05 аудит своих ресурсов золота, что станет важным катализатором

Дочерняя компания Норильского Никеля золотодобывающая компания «Полюс» завершит аудит своих ресурсов золота (согласно информации JORK) в 1Кв05П. Известная британская компания SRK Consulting была выбрана для проведения аудита ресурсной базы. По нашим расчетам суммарные ресурсы золота Норникеля составляют около 43 млн унций (по российской классификации). Ресурсы «Полюса» (включая все активы кроме месторождений на Таймырском полуострове) оцениваются примерно в 36 млн. унций. Результаты аудита станут одним из катализаторов Норильского Никеля на ближайшую перспективу.

РТС возобновила торги акциями Северстали; теперь наша расчетная цена, скорректированная с учетом сплита, \$10,4

13 января РТС возобновила торговые операции с акциями Северстали. Напомним, что РТС приостановила торги по акциям Северстали 10 декабря 2004 в связи с необходимостью для Северстали зарегистрировать запланированную эмиссию (целью которой является сплит акций с коэффициентом 1:25) в ФКЦБ. Процедура сплита была направлена на повышение ликвидности акций компании, но мы сомневаемся, что эта мера приведет к достижению цели. До сплита наша расчетная цена акций Северстали была \$260 за штуку. Мы не изменили нашу модель DCF, и поэтому после сплита наша расчетная цена стала \$10,4 за одну акцию. Мы повторяем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Илл. 63. Динамика изменения цен на металлы

	Последняя цена	Изменение за текущий месяц MTD	Самая низкая цена за 52 недели	Самая высокая цена за 52 недели	Изменение за текущий год YTD	Ср. цена за текущий год YTD	Прогноз Альфа-Банка, 2005
	\$	%	\$	\$	%	\$	\$
Алюминий, \$/т	1 869	-4,8	1 547	1 968	-4,8	1 851	1 800
Медь, \$/т	3 270	0,2	3 021	3 303	0,2	3 185	2 750
Никель, \$/т	14 567	-2,1	10 510	17 025	-2,1	14 594	12 500
Платина, \$/унц.	871	1,1	766	945	1,1	860	750
Палладий, \$/унц.	189	1,1	177	338	1,1	187	200
Золото, \$/унц.	423	-3,6	372	457	-3,6	425	450

Источник: Bloomberg, оценки Альфа-Банка

Норильский Никель

Илл. 64. Ключевые финансовые индикаторы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 65. 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. 66. Основные события

19 января	Норильский Никель обеспечил себе новую минеральную лицензию за \$25 млн; нейтрально, но стоит следить за развитием проекта. По информации Интерфакса, Норильский Никель и ГРК Быстринское подписали соглашение о том, что Норильский Никель проведет геологическое доизучение месторождения Быстринское (золото, серебро, медь) «на коммерческой основе», однако, условия соглашения раскрыты не были. ГРК Быстринское выиграла лицензию на месторождение 14 января за 710 млн. руб. (\$25 млн), что было существенно выше стартовой цены в 12,7 млн. руб. (\$0.45 млн). Лицензия покрывает 25 лет, и начало промышленной добычи медных руд должно начаться с 2014. По данным администрации Читинской области, прогнозные ресурсы месторождения составляют 1 млн. тонн меди, 30 тонн золота и 150 тонн серебра.
21 января	Акции к выкупу предъявили владельцы 100 млн. бумаг (47% уставного капитала) Норильского Никеля. Газета Ведомости сообщает, что в ответ на сделанную в декабре прошлого года оферту о выкупе акций ГМК «Норильский Никель» получены заявки на продажу в общей сложности около 100 млн. бумаг, что составляет около 47% уставного капитала компании. Для осуществления данного шага компания потратит \$750 млн.
24 января	Норильский Никель получил заявки к выкупу всего на 60 млн. акций (28% уставного капитала). Норильский Никель выпустил официальный пресс-релиз с результатами объявленного в декабре выкупа компанией своих акций в количестве 12,5 млн. (около 6% уставного капитала) по цене 1680 руб. (\$60) за акцию. Окончательное число поданных заявлений было достаточно низким, и существенно отличалось от неофициальной цифры (100 млн. акций). Норильский Никель получил заявки на выкуп 59761360 акций (около 28% уставного капитала) от 372 инвесторов. Так как общее количество акций, в отношении которых поступили заявления о продаже, превысило 12,5 млн, то окончательное количество акций, приобретаемых компанией у акционера, определяется на пропорциональной основе.
28 января	Норильский Никель может принять участие в аукционе на Удоканское месторождение меди. По словам губернатора Читинской области Равиля Гиниатулина, Норильский Никель может принять участие в аукционе по одному из крупнейших в мире месторождений меди – Удоканское, расположенное в Читинской области. Продажа лицензии может состояться в 1П05. Ресурсы месторождения оцениваются около 20 млн. тонн, при среднем содержании меди в руде 1.5%. Казахмыс и УГМК объявили о своем участии в аукционе. Казахмыс готова отдать за лицензию не более \$100 млн. УГМК более заинтересована в месторождении. По нашим оценкам, если Норильский Никель купит Удокан, ресурсы меди компании могут возрасти на 45% до примерно 64 млн. тонн. Доля меди в выручке компании составила 18% в 2004. Если Норильский Никель подтвердит участие в аукционе, то это станет одним из основных катализаторов роста стоимости акций компании в краткосрочной перспективе.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

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

Источники: оценки Альфа-Банка

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Пищевая промышленность и розничная торговля

Александр Свинов, (7 095) 795-3745

Путин наложил вето на закон, запрещающий употребление пива в общественном месте; новый вариант закона будет менее жестким

В январе российский пивной рынок ожидал приятный сюрприз: президент Путин наложил вето на жесткий закон, запрещающий распитие пива в общественных местах. Хотя в новой редакции закон и был принят, его текст стал существенно мягче для производителей пива. В то же время администрация регионов получила некоторую свободу маневра в отношении его ограничений. Это – значительное улучшение закона, по сравнению с предшествующим его вариантом, что позволяет нам сохранить без изменений прогноз роста потребления пива в 2005 г. на 4,1% (до 87,2 млн гл).

САН Интербрю сделал предложение выкупа акций; котировки Балтики должны повыситься

САН Интербрю, наконец, сделал долгожданное предложение выкупа его остающихся в свободном обращении акций (после выкупа акций САН и Alfa Eсо). В результате на российском рынке останется лишь одна пивная компания, имеющая местный листинг: Балтика. Мы ожидаем, что котировки Балтики повысятся, так как ее акции дешевле, чем акции аналогов на развитых рынках, и обещают более высокие темпы роста.

Аптеки 36,6 объявили, что в 2004 г. выручка их увеличилась на 42% - мы ожидаем рост курса акций

«Аптеки 36,6» опубликовали предварительные финансовые итоги 2004 г. Выручка увеличилась на 42% (год-к-году), что отражает сильный рост компании и хорошие инвестиционные перспективы сектора в целом. Мы ожидаем, что во 2-м кв. 2005 г. появятся итоги года по МСФО, которые обещают стать впечатляющими.

В розничном секторе мы ждем оживления в сфере IPO

На наш взгляд, в 2005 г. в розничном секторе продолжится оживление в сфере IPO. По нашим предположениям, новые размещения привлекут ликвидность и к торгуемым компаниям, устанавливая новую планку для существующих компаний.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 70. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 72. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю

Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 74. 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. 75. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	157	187	216	246
EBITDA, млн. \$	23	29	34	39
Чистая прибыль, млн. \$	14	19	23	26
P/E	11,4	8,3	7,1	6,1
EV/EBITDA	7,0	5,6	4,8	4,1
Капитализация, млн. \$	161			
EV, млн. \$	161			
Кол-во акций, млн.	8,4			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 76. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Высокая доля небрэндованных продуктов

Возможности

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

Угрозы

- Сильная конкуренция с международными производителями

Источники: оценки Альфа-Банка

Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

С учетом неаудированных показателей за 9 мес. 2004 г. по МСФО мы повышаем прогноз по чистой прибыли Сбербанка на 8%

В выпущенном Сбербанком проспекте эмиссии еврооблигаций приведен ряд неаудированных показателей за 9 мес. 2004 г. по МСФО. Судя по ним, у банка заметно вырос комиссионный доход, рентабельность остается на прежнем уровне (именно такую динамику можно было прогнозировать, исходя из опубликованного ранее отчета по РСБУ за 9 мес. 2004 г.). Принимая во внимание предварительные данные, показанные в проспекте эмиссии, мы повышаем прогноз по чистой прибыли банка на 8% - с \$767 млн. \$831 млн.

Илл. 77. Неаудированные показатели Сбербанка за 9 мес. 2004 г., млн \$

	9 мес. 2003	9 мес. 2004	% изменения, год-к-году
Чистый процентный доход	1,193	1,775	49%
Чистый комиссионный доход	485	813	68%
Чистая операционная прибыль	2,243	2,909	30%
Расходы на персонал	1,172	1,340	14%
Прибыль до налогообложения	443	745	68%
Чистая прибыль	382	573	50%

Источник: Сбербанк

Рост комиссионного дохода оказался выше, чем мы ожидали; наш новый прогноз по выручке за 2004 г. - \$1,2 млрд

Прежде всего обращает на себя внимание быстрый рост комиссионного дохода. По нашим оценкам, в 2004 г. этот доход должен был составить порядка \$1 млрд, но фактическая цифра, по-видимому, будет значительно выше, т.к. уже по итогам 9 мес. комиссионный доход составил \$813 млн. Наш новый прогноз по этому показателю за весь 2004 г. - \$1,2 млрд. Заметно выросший чистый процентный доход (объясняется улучшением рыночной конъюнктуры) подтверждает реалистичность нашего прогноза по чистой прибыли Сбербанка.

Сбербанк предполагает привлечь \$1,1 млрд через 10-летние облигации

Размещение еврооблигаций Сбербанка структурировано следующим образом. Заемщиком выступает Сбербанк, эмитентом - UBS (Luxembourg) S.A. Средства, полученные в результате размещения облигаций, конвертируются в субординированный кредит, предоставляемый Сбербанку. Капитал Сбербанка увеличивается на сумму субординированного кредита, коэффициент достаточности капитала соответственно увеличивается. Данный облигационный выпуск, объем которого составит ориентировочно около \$1,0-1,1 млрд, будет иметь срок погашения 10 лет и предусматривать возможность досрочного погашения через 5 лет (в акции Сбербанка облигации конвертироваться не могут).

С учетом увеличившегося капитала коэффициент P/BV снижается до 1,5 (сейчас 1,8)

Если говорить о краткосрочной перспективе, то мы, как и прежде, считаем, что банк вряд ли сможет получить прибыль с помощью этих денег: если выяснится, что увеличение акционерного капитала имеет своей первопричиной решение предоставить кредит Роснефти, то большой доходности ожидать не приходится. Тем не менее, в любом случае увеличение капитала улучшает нормативные показатели банка и дает ему возможность участвовать в более рискованных, но при этом и в более доходных операциях, например связанных с кредитованием физлиц. Следует также отметить, что с точки зрения оценки стоимости, Сбербанк становится более дешевым активом (скорректированный коэффициент P/BV 1,5).

Расчетная цена обыкновенной акции повышена до \$617, рекомендация - ПОКУПАТЬ

Исходя, во-первых, из возможности увеличения размера акционерного капитала Сбербанка и, соответственно, возможности выйти в высокодоходные сегменты рынка, во-вторых, скорректированных финансовых показателей за 2004 г. и последующие годы (в связи с ростом комиссионного дохода), мы повышаем расчетную цену обыкновенной акции Сбербанка до \$617. Поскольку новая расчетная цена дает более высокий потенциал роста (+19%) относительно текущих биржевых котировок, мы повышаем рекомендацию с ДЕРЖАТЬ на ПОКУПАТЬ.

Сбербанк

Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 79. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Рынок облигаций

Валентина Крылова, (7 095) 795-3742

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

Илл. 80. Основные события

Дата	Событие, комментарий
13 января	Европейский Центробанк сохранил свою базовую ставку без изменения
19 января	Центральный банк Бразилии повысил ставку Selic на 50 б.п. до 18,25%
24 января	Пересмотр структуры индекса Lehman Brothers позволяет включить в него российские обязательства. Так как большинство крупных консервативных фондов ориентируются на этот индекс, данное решение стало весьма позитивным для российского долга и привело к резкому сокращению спредов.
31 января	Агентство S&P повысило суверенный рейтинг России на один пункт до BBB-. Это решение переместило российский долг в инвестиционную категорию и открыло российский долговой рынок для крупных консервативных фондов
31 января	Агентство S&P повысило суверенный рейтинг Мексики на один пункт до BBB со стабильной перспективой

Рост цен КО США и ... Цены на российские суверенные бумаги значительно выросли в течение января, и к концу месяца в длинном сегменте кривой доходности было зафиксировано повышение на 2,3-2,7%. Значительное падение доходности КО США (на 16 б.п. до 4,13% для 10-летних КО США) в сочетании с традиционным для начала года повышением спроса на облигации развивающихся рынков стало главной причиной активных покупок в первой половине месяца.

... позитивные внутренние новости привели к росту цен на российские облигации на 2,3-2,7%

Во второй половине января позитивные внутренние новости дали дополнительный толчок для роста цен российского суверенного долга. Прежде всего, вероятное включение российского долга в индекс Lehman Brothers облигаций с инвестиционным рейтингом стало очень положительной новостью для суверенных обязательств. Кроме того, разговоры о возможной сделке с Парижским клубом (по досрочному погашению российского долга) и ожидание скорого повышения рейтинга российского суверенного долга способствовали поддержке интереса инвесторов к российским активам. И, наконец, S&P порадовало рынок пересмотром рейтинга России. Это событие произошло 31 января, в результате которого российский долг был переведен в инвестиционную категорию.

В феврале спреды по облигациям Россия-30 стабилизируются около 200 б.п.

После повышения суверенного рейтинга агентством S&P, Россия получила инвестиционную оценку от всех трех агентств (S&P, Moody's и Fitch), и результаты этого мы увидим уже в феврале. Приток денежных средств от крупных консервативных фондов повысит ликвидность российского долгового рынка и приведет к сокращению спредов. В частности, мы полагаем, что спред по облигациям Россия-30 стабилизируется около 200 б.п., упав с январских 220-235 б.п. На этом уровне спреды останутся до конца месяца, что увеличит чувствительность российских суверенных долгов к динамике КО США. Только очень важные внутринациональные новости сумеют вывести спреды с этого уровня.

Что касается позитивных новостей, то Россия может обрадовать инвесторов результатом, достигнутым в ходе переговоров с Парижским клубом. Второй раунд официальных переговоров начнется в марте. Однако к тому времени Россия может достичь предварительных договоренностей с некоторыми странами-членами Парижского клуба, и это станет положительной новостью для долгового рынка. В таком случае спред по облигациям Россия-30 может оказаться на уровне 190 б.п.

Потенциальная возможность политической нестабильности станет хорошим шансом для покупок

Что касается негативных новостей, то это может быть повышение политической нестабильности в связи с роспуском кабинета министров. В этом случае спреды российских суверенных долгов могут увеличиться на 10-20 б.п. По нашему мнению, продажи облигаций будут происходить под влиянием психологических факторов и носить краткосрочный характер. Вскоре спреды еврооблигаций РФ вернуться к своим предыдущим уровням. По

этой причине политическая нестабильность может стать хорошей возможностью для покупки облигаций.

Пересмотр структуры индекса Lehman Brothers позволяет включить в него российские обязательства

Кроме суверенных выпусков в индекс попадает ряд корпоративных выпусков

Данное решение стало возможным после того, как были изменены требования к составлению индекса. Если ранее, для включения в индекс требовались инвестиционные рейтинги только S&P и Moody's, то теперь достаточно обладать рейтингом не ниже BBB- от любых двух известных агентств, например, Fitch и Moody's. Дополнительно, выпуск еврооблигаций должен быть зарегистрирован в Комиссии ценных бумаг США (SEC). Помимо российских суверенных обязательств в индекс могут попасть также еврооблигации Москвы, Сбербанка, Моснарбанка, ВТБ и Газпром-20 (на общую сумму более \$5 млрд по номиналу).

Среди развивающихся рынков в новый индекс могут быть включены суверенные обязательства Болгарии, обладающие рейтингом BBB- от S&P и Fitch. Следующими кандидатами для включения являются внешние долги Индии (в случае повышения рейтинга агентством Fitch) и Румынии (при пересмотре оценки S&P).

Инвестиционный статус от S&P нивелирует эффект включения российских еврооблигаций в индекс Lehman Brothers

Lehman Brothers планирует начать расчет нового индекса с 1 июля. Однако к этому моменту весь потенциал снижения доходностей еврооблигаций РФ будет уже исчерпан в ходе реакции на повышение рейтинга РФ агентством S&P до инвестиционного уровня (31 января до BBB-). (Так как у большинства консервативных фондов в требованиях к структуре капитала обязательным условием является именно инвестиционная оценка S&P, то данное событие является ключевым для российского долга).

Мы полагаем, что российское правительство не будет затягивать с регистрацией суверенных еврооблигаций в SEC, несмотря на то, что включение внешнего долга РФ в индекс Lehman Brothers ухудшает для России условия сделки с Парижским клубом. (При расчете текущей стоимости российский долг дисконтируется по ставкам еврооблигаций РФ, поэтому снижение доходностей приведет к более высокой оценке объема долга РФ Парижскому Клубу). Во-первых, основное падение доходностей произойдет уже сейчас после повышения рейтинга РФ агентством S&P и потенциал их дальнейшего снижения после включения в индекс Lehman Brothers будет незначителен. Во-вторых, перспектива дисконтирования долга по более низкой ставке очевидна и странам-членам Парижского Клуба, которые постараются отразить это в условиях досрочного погашения долга РФ.

Илл. 81. Динамика валютных облигаций на 30 июня 2004г.

	Дата Погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая Доходность %	Дюрация к безрисковой кол-во лет	Спред ставка бп
Еврооблигации							
Евро-05	24.07.2005	102,50	-0,30	3,0	8,54	8,54	32,18
Евро-07	26.06.2007	112,38	-0,55	4,4	8,90	8,90	115,25
Евро-10	31.03.2010	110,06	-0,28	4,7	7,50	7,50	133,16
Евро-18	24.07.2018	145,94	4,99	6,0	7,54	7,54	198,94
Евро-28	24.06.2028	173,81	6,15	6,5	7,34	7,34	243,13
Евро-30	31.03.2030	107,25	4,63	6,0	4,66	4,66	203,32
Облигации Минфина							
Минфин 5	14.05.2008	93,31	0,20	5,3	3,21	3,21	189,07
Минфин 6	14.05.2006	98,31	0,19	4,4	3,05	3,05	141,62
Минфин 7	14.05.2011	85,56	1,71	5,8	3,51	3,51	212,97
Минфин 8	14.11.2007	94,50	0,53	5,7	3,17	3,17	237,87
Agies							
Agies 2007	25.10.2007	105,56	0,36	Н/Д	5,16	5,16	Н/Д
Agies 2009	25.10.2009	114,50	0,55	4,3	6,77	6,77	149,10
Agies 2014	25.10.2014	126,20	2,39	6,0	7,61	7,61	217,70
Муниципальные облигации							
Москва-04	25.10.2004	Н/Д	Н/Д	0,0	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Москва-06	28.04.2006	109,05	-0,11	3,2	10,04	10,04	92,65
Ниж. Новгород	03.04.2005	100,00	-0,13	9,0	8,75	8,75	652,12
Банковский сектор							
Альфа-Банк	19.11.2005	103,75	1,04	5,6	10,36	10,36	279,82
Внешторгбанк-05	28.04.2005	100,11	-0,13	Н/Д	3,86	3,86	Н/Д
Внешторгбанк-07	30.07.2007	103,95	0,43	Н/Д	4,58	4,58	Н/Д
Внешторгбанк-08	11.12.2008	105,00	0,29	5,4	6,55	6,55	196,36
Газпромбанк-05	04.10.2005	104,00	-0,72	3,2	9,38	9,38	107,83
Газпромбанк-08	30.10.2008	105,20	1,31	5,7	6,89	6,89	224,44
Зенит	12.06.2006	101,00	-0,25	8,4	9,16	9,16	540,37
МДМ-Банк	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
НИКойл	19.03.2007	101,80	2,01	8,0	8,84	8,84	481,51
НОМОС-банк	13.02.2007	102,00	1,90	8,0	8,95	8,95	480,07
Петрокоммерц	09.02.2007	102,08	1,95	7,8	8,82	8,82	463,01
Русский стандарт-05	28.05.2005	101,53	-0,84	5,5	10,83	10,83	293,11
Русский стандарт-07	14.04.2007	103,01	0,99	7,2	8,49	8,49	396,55
Сбербанк	24.10.2006	101,12	0,70	Н/Д	2,84	2,84	Н/Д
Уралсиб	06.07.2006	105,20	1,31	5,0	8,44	8,44	192,19
Нефтегазовый сектор							
Газпром-07	25.04.2007	109,00	0,19	4,8	8,37	8,37	150,18
Газпром-09	21.10.2009	119,58	0,59	5,7	8,78	8,78	218,82
Газпром-10	27.09.2010	113,72	1,65	4,9	6,86	6,86	204,29
Газпром-13	01.03.2013	120,13	1,81	6,4	8,01	8,01	267,25
Газпром-20	01.02.2020	107,20	1,13	5,9	6,72	6,72	215,10
Газпром-34	28.04.2034	119,34	2,24	7,1	7,23	7,23	288,26
Роснефть	20.11.2006	113,13	-0,61	4,9	11,27	11,27	175,85
Сибнефть-07	13.02.2007	108,90	2,25	6,7	10,56	10,56	345,43
Сибнефть-09	15.01.2009	111,00	4,13	7,5	9,68	9,68	402,45
ТНК	06.11.2007	113,38	-0,22	5,6	9,70	9,70	232,06
Телекоммуникационный сектор							
АФК Система-08	14.04.2008	108,24	3,24	7,3	9,47	9,47	392,26
АФК Система-11	28.01.2011	104,04	2,70	8,0	8,53	8,53	440,68
ВымпелКом-05	26.04.2005	101,00	0,70	5,2	10,35	10,35	272,51
ВымпелКом-09	16.06.2009	108,57	4,51	7,6	9,21	9,21	416,93
МТС-04	21.12.2004	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
МТС-08	30.01.2008	108,30	2,53	6,6	9,00	9,00	326,60
МТС-10	14.10.2010	105,08	3,14	7,3	7,97	7,97	368,65
Металлургический сектор							
Евразхолдинг-06	25.09.2006	103,08	2,88	6,8	8,61	8,61	372,48
Евразхолдинг-09	03.08.2009	109,81	2,87	8,2	9,90	9,90	473,02
ММК-05	18.02.2005	100,00	-0,31	9,1	10,00	10,00	0,00
ММК-08	21.10.2008	103,06	1,96	7,0	7,76	7,76	361,81
Северсталь-09	24.02.2009	104,13	3,69	7,4	8,28	8,28	397,90
Северсталь-14	19.04.2014	104,06	3,94	8,6	8,89	8,89	483,21
Другие							
Апроса	06.05.2008	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Вимм-Билль-Данн	21.05.2008	101,49	3,58	8,0	8,38	8,38	458,39

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

Индекс РТС: с прицелом на 813?

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

Илл. 82. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1-31 января	
		Краткосрочный	Долгосрочный						
РТС	ДЕРЖАТЬ 654	Восходящий	Нейтральный	R4 812.94	Граница клина	S1 637.81	6-месячная МА	OP	608.20
	ЛОНГ			R3 785.52	Историческ. максимум	S2 584.31	3-лет. линия тренда	HI	640.41
	ЦЕЛЬ 813			R2 691.89	Максимум12.10.04	S3 570.48	24-месячная МА	LO	590.78
	ПРОДАВАТЬ 637			R1 559.70	100.0% FiboE	S4 555.16	Основной	CL	637.41

Источник: оценка Альфа-Банка

Основные выводы

- Долгосрочный тренд на РТС нейтральный, в то время как краткосрочный тренд пока остается восходящим.
- Как мы и ожидали, индекс РТС пробил верхнюю границу крупной треугольной формации, а затем на РТС началась нисходящая техническая коррекция точно от 660.
- Прорыв крупного треугольника потенциально может привести к началу новой волны роста к 813 только в том случае, если индекс РТС удержится выше отметки 637 в течение следующих нескольких недель. При таком исходе прорыв будет считаться истинным.
- Мы полагаем, что в ходе технической коррекции индекс РТС сможет сформировать одну из следующих фигур продолжения тенденции: треугольник, флаг или бычий клин. Только пробитие ниже ключевой поддержки 637 может привести к более значительному падению к 3-летней восходящей линии тренда.
- Мы рекомендуем инвесторам **ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** до тех пор, пока индекс РТС будет оставаться выше отметки 637, и советуем **ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** в случае прорыва ниже этой ключевой поддержки.

Илл. 83. Индекс РТС - Месячные технические характеристики, по состоянию на 8 февраля 2005 г.



Wed Feb 09 2005 11:27:02
Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

CQG © 2005

Есть хорошие шансы, что текущий «прорыв» крупного треугольника окажется истинным

Мы не исключаем формирования одной из следующих фигур продолжения тенденции на РТС: треугольника, флага или бычьего клина в ходе коррекции

Краткосрочный тренд на РТС по-прежнему восходящий

Медленный момент продолжает расти, в то время как быстрый уже падает

Новая фаза падения краткосрочного CWC сопровождается медвежьей дивергенцией относительно быстрой ATL

Классический технический анализ

Как мы и ожидали, индекс РТС пробил верхнюю границу крупной треугольной формации, после чего на РТС последовала нисходящая техническая коррекция на РТС, которая началась от уровня близкого к 660. После того как 4 февраля 2005 г. индекс РТС закрылся на отметке 654.63, шансы того, что текущий «прорыв» окажется истинным, сильно возросли. Теоретически прорыв крупной треугольной формации может привести к началу ралли на РТС с целью вблизи отметки 813. Однако это произойдет только в том случае, если индекс закрепится выше уровня 637 в течение следующих нескольких недель. Поскольку только при таком исходе текущий прорыв можно будет считать истинным.

В то же время, индекс РТС уже тестировал уровень 100%-ного растяжения Фибоначчи, равный 659.70, но не смог пробиться выше этого сильного сопротивления. По этой причине, мы предполагаем, что текущая нисходящая техническая коррекция продлится еще некоторое время, а именно: от нескольких дней до нескольких недель. На наш взгляд, в ходе этой технической коррекции в сторону понижения может быть сформирована одна из следующих фигур продолжения тенденции: треугольник, флаг или бычий клин. И только возможный повторный прорыв ниже 6-месячной скользящей средней и верхней границы крупной треугольной формации может привести в результате к более значительному падению индекса РТС вплоть до уровня 3-летней восходящей линии тренда. В этом случае текущий «прорыв» на РТС следует считать ложным. Однако мы оцениваем вероятность такого пессимистического сценария как относительно малую, так как долгосрочный тренд на РТС в настоящее время нейтрален.

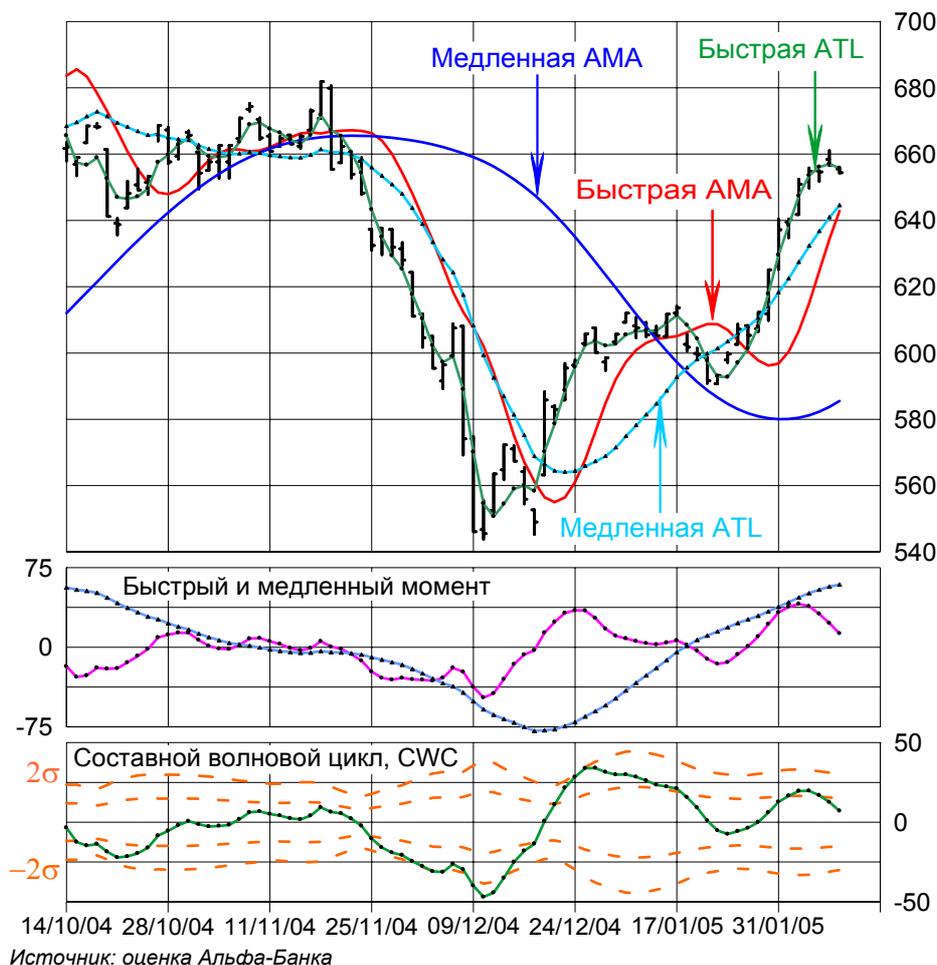
Краткосрочный тренд и циклы

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 84 продолжила свой рост на прошлой неделе, это значит, что краткосрочный тренд на РТС по-прежнему восходящий. Медленная адаптивная скользящая средняя (АМА) сформировала свой локальный минимум, и возобновила рост, это подтверждает наличие краткосрочного бычьего тренда на РТС. В то же время, быстрая адаптивная линия тренда (ATL) миновала свою новую локальную вершину и начала нисходящее движение. Это, безусловно, является очевидной медвежьей предпосылкой.

Линия медленного момента в средней части Илл. 84 продолжает быть направлена вверх, что подтверждает господство краткосрочной тенденции на РТС. В то время, линия быстрого момента сформировала свой локальный максимум в области положительных значений и возобновила падение. Сейчас линия быстрого момента уже приближается к принципиально важному нулевому уровню. Такая комбинация этих индикаторов указывает на приближение более серьезной технической коррекции в сторону понижения на РТС.

После формирования «гребня» между уровнями плюс «сигма» и плюс два «сигма», краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 84 возобновил фазу падения на прошлой неделе, и в настоящее время падает в умеренно перекупленной области около уровня плюс «сигма». Новая фаза падения краткосрочного CWC уже сейчас сопровождается медвежьей дивергенцией относительно локальных максимумов быстрой адаптивной линии тренда ATL. Как только быстрый момент станет отрицательным по величине, то существенный потенциал падения может быть реализован в виде глубокой технической коррекции в сторону понижения в результате массивной фиксации прибыли.

Илл. 84. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 8 февраля 2005 г.



Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд на РТС нейтральный

Долгосрочный тренд на РТС нейтральный, так как медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в настоящее время направлена горизонтально. В то же время, на Илл. 85 можно разглядеть несколько бычьих сигналов. Во-первых, и быстрая адаптивная линия тренда (АТЛ) и быстрая адаптивная скользящая средняя (АМА) уже сформировали свои локальные минимумы, и в настоящее время растут. Другой бычий сигнал в верхней части Илл. 85 – это то, что медленная адаптивная скользящая средняя (АМА) растет в тандеме с быстрой АТЛ и быстрой АМА.

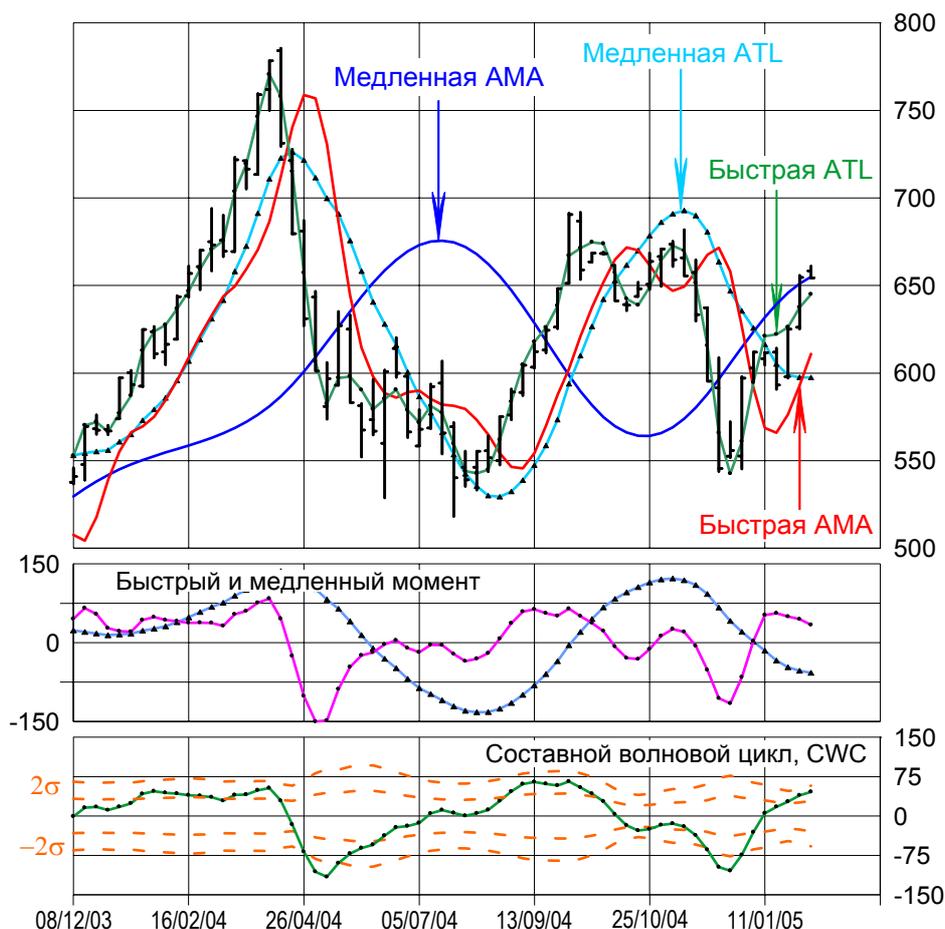
Обе быстрая и медленная линии момента падают

Линия медленного момента в середине Илл. 85 в настоящее время падает в области отрицательных значений. Линия быстрого недельного момента сформировала свой локальный максимум несколько недель назад и сейчас тоже падает вместе с линией медленного момента. Это указывает на возможность возвращения долгосрочного медвежьего тренда на РТС в среднесрочной перспективе.

Долгосрочный CWC достигнул сильной перекупленной области

Сформировав свою «впадину» в сильно перепроданной отрицательной области, долгосрочный CWC возобновил фазу роста, и уже достиг сильной перекупленной области около уровня плюс два «сигма». Это усиливает наши ожидания приближения нисходящей коррекции на РТС на фоне среднесрочной фазы консолидации.

Илл. 85. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 8 февраля 2005 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Уровни поддержки и сопротивления

Сильная область сопротивления расположена между отметками 660 и 663

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл. 82 и Илл. 83. Сильная область сопротивления сейчас расположена между отметками 660 и 663. Ключевой уровень поддержки лежит вблизи 637. Основная поддержка – 555.

Потенциал роста и падения индекса РТС

С учетом вышеприведенных факторов мы делаем следующие выводы:

Наша долгосрочная цель для индекса РТС равна 813

1. Недельные графики на Илл. 85 показывают, что долгосрочный тренд на РТС нейтральный, в то время как краткосрочный тренд пока остается бычьим, что теоретически пока сохраняет возможность начала ралли в направлении 813 на долгосрочном временном горизонте.
2. Как мы и предсказывали, индекс РТС пробил верхнюю границу крупной треугольной формации, после чего на рынке началась нисходящая техническая коррекция от уровня, расположенного вблизи 660.
3. Прорыв крупного треугольника потенциально может привести к началу новой волны роста к верхней границе крупного клина 813 только в том случае, если индекс РТС удержится выше отметки 637 в течение следующих нескольких недель. При таком исходе этот прорыв будет считаться истинным.

Только повторный прорыв ниже ключевой поддержки 637 может привести к более значительному падению к 3-летней восходящей линии тренда

4. Мы полагаем, что в ходе технической коррекции индекс РТС сможет сформировать одну из следующих фигур продолжения тенденции: треугольник, флаг или бычий клин. Только повторный прорыв ниже ключевой поддержки 637 может привести к более значительному падению в направлении 3-летней восходящей линии тренда.
5. Поэтому мы рекомендуем инвесторам ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ до тех пор, пока индекс РТС будет оставаться выше отметки 637, и советуем ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ в случае прорыва ниже этой ключевой поддержки.
6. И только прорыв ниже текущего значения 3-летней восходящей линии тренда, который в принципе нельзя полностью исключить в соответствии с нашим самым пессимистическим сценарием, может послужить триггером для начала распродажи на российском рынке акций. Это может привести к успешному пробитию вниз основного уровня поддержки 555, но мы оцениваем вероятность такого исхода близкой нулю, по крайней мере, сейчас.

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
Потребительские товары

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

Метью Томас

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

Государственные ценные бумаги

Валентина Крылова, Екатерина Леонова,
Оксана Клыпина
Владимир Кравчук, к.ф.-м. н.
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

Адрес

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

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

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