



Апрель: в надежде на весеннее ралли

12 апреля 2005 г.

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Риски снижаются?

5 апреля мы повысили справедливые цены большинства анализируемых нами компаний (рассчитываются методом DCF). Соответственно, пересчитан и справедливый уровень индекса РТС, составляющий теперь 815 пунктов, что на 18,4% выше уровня закрытия за 4 апреля. Однако ряд бумаг, не входящих в индекс РТС, обладает более высоким, чем индекс РТС в целом, потенциалом роста. Список акций с рекомендацией ПОКУПАТЬ возглавляют Вымпелком (+63%), Газпром внутренние (+56%), Северсталь (+55%), Норильский Никель (+45%) и Голден Телеком (+43%). Причины повышения DCF-цен: незначительное снижение закладываемой в модель безрисковой ставки, а также улучшение макропоказателей и прогнозов по чистой прибыли нефтяных компаний. Кроме того, круг анализируемых нами акций несколько расширился (АФК «Система»).

В марте существовало опасение, что ускоренный рост процентных ставок в США подтолкнет инвесторов к выводу средств из высокорисковых активов, в частности, из акций компаний развивающихся рынков. В результате долларový индекс MSCI GEM потерял за месяц 6,8%, т.е. примерно столько же, сколько и индекс РТС. Однако если брать период с начала года, индекс РТС заметно вырвался вперед по сравнению со средним индексом по всем развивающимся рынкам (+9% и -1%, соответственно). Мы полагаем, что в течение 2005 г. российские акции будут опережать агрегированный индекс по всем развивающимся рынкам, т.к. в силу сочетания ряда факторов Россия превратилась, образно говоря, в «тихую гавань» посреди «неспокойного океана» развивающихся рынков.

Подведение черты под нерешенными проблемами (пересмотр сделок приватизации и режим налоговых проверок), обещанное президентом Путиным в ходе его недавней встречи с лидерами делового сообщества - позитивный сигнал с точки зрения оценки инвестиционного риска. Для достижения роста экономики в более широких рамках необходимо построение надежных партнерских отношений между государством и бизнесом. Это партнерство будет построено на условиях, продиктованных из Кремля. Учитывая угрозы, нависшие над многими компаниями (и их владельцами) с тех пор, как год назад началось дело Юкоса/Менатеп, лидеры предпринимательского сообщества должны с удовлетворением отнестись к этой возможности. Недавняя встреча – отнюдь не признак разочарования или отчаяния Кремля, а лишь очередной логический шаг на пути к реализации его представлений о будущем росте экономики. Представления – это хорошо, но инвесторам, вкладывающим средства в акции, нужны не громкие фразы, а факты.

Портфельные рекомендации*

Вымпелком	Потенциал роста - 63%; динамично растущая отрасль, ориентированная на потребительский рынок
Газпром (внутренние)	Потенциал роста - 56%; реальная возможность отмены ограничений для нерезидентов на операции с акциями газовой монополии
Северсталь	Потенциал роста - 55%; значительный объем свободных денежных средств, диверсифицированный сталелитейный комбинат
Норильский Никель	Потенциал роста до уровня справедливой стоимости - 45%; крупнейший в мире производитель никеля
Голден Телеком	Потенциал роста - 43%; краткосрочный прогноз по финансовым показателям негативный, однако будущее компании должно быть «безоблачным»

Примечание: * срок инвестиций - 3-6 месяцев

Последние публикации

Миф о налоговой нагрузке в 90% <i>Мэтью Томас и Анна Бутенко</i>	11 апреля
Добыча железной руды: хорошая конъюнктура, активность в сфере слияний и поглощений <i>Максим Матвеев и Наталья Швелелева</i>	30 марта
С учетом дорогой нефти и слабого доллара мы прогнозируем рост курса рубля до 26,5/\$ <i>Наталья Орлова</i>	28 марта
МТС: Расчетная цена АДР повышена до 48\$, несмотря на спорные результаты за 4Кв04 <i>Андрей Богданов и Светлана Суханова</i>	28 марта
Кто же победил? Роснефть? – Вряд ли..... <i>Мэтью Томас и Анна Бутенко</i>	2 марта
Индекс АВ-ICI 2004: рынок не разделяет оптимизма <i>Наталья Орлова</i>	21 февраля

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

СОДЕРЖАНИЕ:

Стратегия: Ориентир по индексу РТС – 815 пунктов	3
DCF-цены не повышались с декабря.....	3
Повышена справедливая DCF-стоимость российских акций.....	4
Россия – «безопасная гавань» среди развивающихся рынков	6
Тема: Риски снижаются?	9
Риск сокращается	9
Мартовская встреча	10
Завершение фазы перехода	11
Подтверждающие свидетельства	11
Почему сейчас?	14
Динамика и оценка акций	17
Графики.....	21
Экономика и политика.....	23
Новости компаний и отраслей.....	25
Нефть и газ	25
Энергетика	32
Телекомы	34
Металлургия.....	41
Машиностроение	44
Пищевая промышленность и розничная торговля	46
Банковский сектор	50
Рынок облигаций	51
Индекс РТС: начало весеннего ралли.....	54

**Стратегия: Ориентир по индексу РТС – 815 пунктов**

Кристофер Уифер, (7095) 103-7322

- Средний потенциал роста российских акций – 18,5%
- Первые строки в списке рекомендуемых для покупки бумаг занимают акции Вымпелкома (+63%) и внутренние Газпрома (+56%)
- Несколько снижена премия за риск
- Повышен прогноз по цене нефти

Справедливые DCF-цены большинства акций анализируемых нами компаний повышены

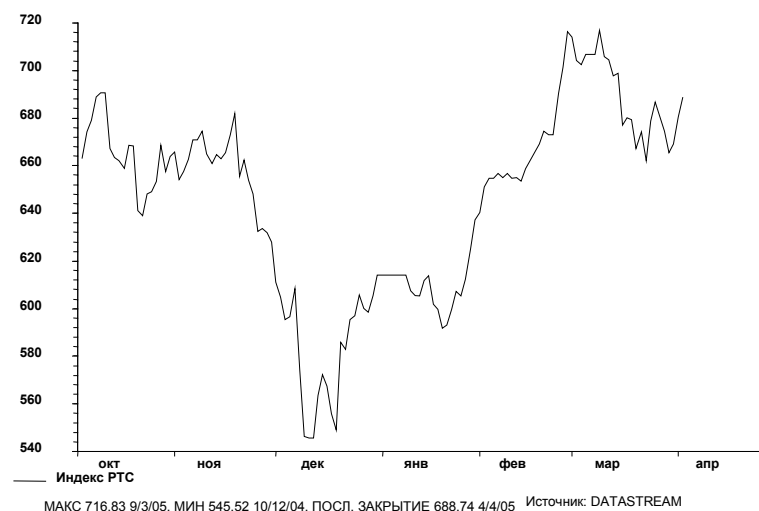
Справедливые цены большинства анализируемых нами компаний (рассчитываются методом DCF) повышены. Соответственно, пересчитан и справедливый уровень индекса РТС, составляющий теперь 815 пунктов, что на 18,4% выше уровня закрытия за 4 апреля. Однако ряд бумаг, не входящих в индекс РТС, обладает более высоким (чем индекс РТС в целом) потенциалом роста. Список акций с рекомендацией ПОКУПАТЬ возглавляют Вымпелком (+63%), Газпром внутренние (+55%), Северсталь (+55%), Норильский Никель (+45%) и Голден Телеком (+43%). Полный перечень изменений исходных параметров финансовой модели и соответствующее обоснование представлены в Илл. 4.

DCF-цены не повышались с декабря

Последний раз DCF-цены корректировались в середине декабря 2004 г.

Последний раз мы корректировали уровень ставки за риск и прогноз по прибыли (заложенные в финансовые модели) в середине декабря прошлого года. На тот момент уровень индекса РТС согласно справедливой стоимости входящих в него акций составлял 710 пунктов. Затем индекс постепенно «карабкался» вверх, и после достижения локального максимума (в начале марта – 716,8 пунктов) началась коррекция вниз.

Илл. 1. Изменение индекса РТС за последние полгода





Повышена справедливая DCF-стоимость российских акций

Инвестиционный риск снижается, нефть дорожает, число анализируемых акций увеличивается

Причины повышения DCF-цен: незначительное снижение закладываемой в модель безрисковой ставки, а также улучшение макропоказателей и прогнозов по чистой прибыли нефтяных компаний. Кроме того, круг анализируемых нами акций несколько расширился (в частности, бумаги АФК «Система»).

Илл. 2. Основные макропоказатели и индикаторы фондового рынка

Текущая капитализация:	\$270 млрд
Доля свободнообращающихся акций:	25,9%
Справедливый уровень индекса РТС по DCF-ценам:	815 (потенциал роста +18,5%)
Средневзвешенная стоимость капитала в DCF-модели:	12%
Расчетный спред относительно казначейских обязательств США:	170 б.п. (в настоящее время - 240 б.п.)
Прогноз по цене нефти (Brent):	\$44 за баррель в 2005 г. с последующим снижением до \$26 и стабилизации на этом уровне начиная с 2009 г.
Обменный курс рубля к доллару:	28,1/\$ на конец 2005 г. с кратковременным снижением до 26,5/\$ в конце лета
Темпы роста ВВП:	6,4% в 2005 г., 6% в 2006 г., 6,1% в 2007 г.
Темп инфляции:	15% в 2005 г., 12% в 2006 г.

Источник: оценка Альфа-Банка

Ставка за риск скорректирована

Ранее мы намеренно завышали ставку за риск с тем, чтобы учесть возможный негативный эффект от нерешенности ряда политических и экономических проблем

Мы снижаем ставку суверенного риска с 7% до 6,5%. Последний раз изменения в этот параметр вносились в декабре, после чего мы намеренно использовали более высокую ставку суверенного риска, чем это следовало из уровня доходности длинных суверенных облигаций. Делалось это с целью учесть риски, связанные с висевшей над предпринимателями «дамокловым мечом» угрозу реприватизации и повальных налоговых «зачисток». Ситуацию усугубляла запутанная схема приобретения Юганскнефтегаза, негативные последствия слияния Газпрома с Роснефтью и, наконец, проволоочки с либерализацией рынка акций газовой монополии. Плюс ко всему высшее российское руководство до последнего момента хранило молчание относительно планов продолжать реформы в экономике и госуправлении. Вместо этого правительство начало спорить о том, «куда идти дальше».

Отмечающиеся в последнее время тенденции позволяют постепенно снижать ставку за риск

И хотя на многие из указанных выше вопросов ответа до сих нет, ряд заявлений, которые мы слышали в последнее время из уст Путина и его ближайшего окружения дает нам основание снизить ставку суверенного риска до уровня доходности длинных суверенных облигаций.

Россия планирует досрочно погасить внешний долг

Примечание: доходность 30-летних суверенных облигаций по ценам закрытия за 4 апреля была несколько выше (6,6%, мы используем ставку 6,5%), но при таком темпе роста золотовалютных резервов ЦБ и стабфонда Россия, скорее всего, пойдет на досрочное погашение долга перед Парижским клубом. Вкупе с улучшением макропоказателей это позволит в течение полугода в очередной раз снизить ставку суверенного риска. Дополнительным стимулом может стать решимость Путина ускорить ход обещанных ранее реформ.

Темпы экономического роста

Главная причина повышения прогноза по прибыли компаний – существенный рост ожидаемых цен на нефть

Говоря о корректировке параметров модели, мы имеем в виду, прежде всего, повышение прогноза по цене нефти и предположение, что дисконт в цене сорта Urals относительно Brent будет и впредь значительно выше долгосрочного среднего показателя (\$2 на баррель). Более того, этот дисконт превысит и аналогичный средний показатель за 2004 г. (\$3,6). Наш прогноз по цене нефти представлен в Илл. 3. Согласно опросу



Reuters, консенсус-прогноз по Brent на 2005 г. - \$42,69 при спреде от \$36 до \$50 баррель. Наш прогноз несколько выше (\$44). Следует отметить, что с начала этого года средняя цена составляет \$48. Наш прогноз на 2006 г. (\$37) несколько ниже консенсус-прогноза (\$38,65).

Илл. 3. Новый прогноз по цене нефти, \$ за баррель

		2005	2006	2007	2008	2009+
Старый прогноз	Brent	33	28	25	25	25
	Спред	3	2	2	2	2
	Urals	30	26	23	23	23
Новый прогноз	Brent	44	37	33	29	26
	Спред	4	3	3	3	3
	Urals	40	34	30	26	23

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Изменение в прогнозе цен на нефть делает необходимым – как прямо, так и косвенно – скорректировать макропоказатели и прогноз по чистой прибыли компаний.

Скорректированная справедливая DCF-стоимость акций

По основным «голубым фишкам» скорректированная справедливая DCF-стоимость акций приведена в Илл. 4. Примечание: акции Юкоса из списка исключены, т.к. мы не считаем бизнес этой компании достаточно долгосрочным для оценки стоимости. Несколько расширился список анализируемых акций (в частности, АФК «Система»).

Мы больше не анализируем акции Юкоса, но в список рекомендуемых бумаг включены бумаги АФК «Система» и ряда перспективных акций компаний «второго эшелона»

Илл. 4. Акции в порядке убывания потенциала роста относительно справедливой DCF-стоимости

Компания	Рыночная капитализация млн \$	Цена закрытия \$ за акцию	Справедливая стоимость		Потенциал роста %
			\$ за акцию		
Вымпелком	7 056	34,40	56,00		62,8
Газпром	67 751	2,86	4,44		55,3
Северсталь	4 983	9,03	14,00		55,0
Норильский Никель	12 877	60,20	87,00		44,5
Голден Телеком	943	25,93	37,00		42,7
ОМЗ	140	3,95	5,50		39,2
МТС	13 874	34,80	48,00		37,9
Седьмой Континент	713	11,05	15,00		35,7
Уралсвязьинформ	1 172	0,04	0,05		35,0
НЛМК	7 869	1,31	1,75		33,3
Система	7 792	16,15	21,30		31,9
ВСМПО	1 362	113,80	150,00		31,8
Иркут	562	0,64	0,84		31,5
ЛУКОЙЛ	29 557	34,75	45,24		30,2
Сургутнефтегаз	26 509	0,74	0,93		25,3
Мечел	3 878	27,95	35,00		25,2
НТМК	1 585	1,21	1,50		24,0
Татнефть	3 693	1,70	2,09		23,3
Сибирьтелеком	703	0,06	0,07		23,1
Аптеки 36.6	146	22,50	27,30		21,3
Мегионнефтегаз	2 613	25,60	30,46		20,0
ММК	5 236	0,54	0,64		18,5
ЗСМК	1 923	145,00	170,00		17,2
Калина	235	24,00	27,40		14,2
Сибнефть	15 409	3,25	3,68		13,2
ЧТПЗ	200	0,42	0,47		11,1
Башнефть	1 082	5,95	6,53		9,7
Волга Телеком	873	3,55	3,86		8,7
Балтика	2 432	19,45	21,00		8,0
Северо-Западный Телеком	667	0,62	0,67		7,5
АвтоВАЗ	810	29,80	32,00		7,4
Дальсвязь	161	1,36	1,38		1,5
Сбербанк	11 790	620,50	617,00		-0,6
МГТС	1 197	15,00	14,80		-1,3
Выксунский метзавод	592	314,50	310,00		-1,4
Центр Телеком	600	0,38	0,37		-2,6
Ростелеком	1 559	2,14	2,05		-4,2
Вимм-Билль-Данн	818	18,59	17,30		-6,9
Транснефть привилегированные	5 352	860,50	760,00		-11,7
ЮТК	287	0,10	0,06		-39,2

Источник: оценка Альфа-Банка

Россия – «безопасная гавань» среди развивающихся рынков

Страх роста ставок банковского процента в США отрицательно влияет на настроения инвесторов в активы развивающихся рынков

Инвесторы, вкладывающие деньги в акции развивающихся рынков, продолжают опасаться, что вскоре тенденция роста процентных ставок в США развернет потоки ликвидности, в последний год обеспечивавшие подъем рынков. Другая причина – страх того, что высокие (и все возрастающие) цены на нефть вскоре негативно скажутся на темпах роста экономики и прибылей корпораций. Дополнительной темой озабоченности долларовых инвесторов стала угроза того, что слабая валюта может усугубить их финансовые потери. Это заставило многих «переложиться» в более надежные активы ближе к дому. С учетом сказанного Россия имеет в данных условиях несколько причин претендовать на статус «безопасной гавани»:

Россия позволяет «подстраховаться» на случай дальнейшего роста цен на нефть

- Россия позволяет «подстраховаться» на случай дальнейшего роста нефтяных цен, ибо именно этот фактор определяет рост



экономики и служит (прямо или косвенно) двигателем корпоративных прибылей.

За последний год российские активы были «хуже» прочих развивающихся рынков, и потому они сегодня не слишком дорогостоящие

- В последние 12 месяцев российские активы вели себя хуже остальных развивающихся рынков (GEM) и зоны EMEA (Европа, Ближний Восток и Африка). (За 12 месяцев индекс РТС упал на 11,1% - по сравнению с ростом +12,2% для GEM и +17,2% для зоны EMEA, все – в долларовом выражении). Вот почему российские активы – гораздо дешевле, чем в среднем по этим рынкам. С учетом цифр EBITDA за 2005 г. российские активы в целом торгуются с 30%-ным дисконтом к средним значениям для GEM (на основе сравнения взвешенных отраслевых цифр). За вычетом «нефтегазовой составляющей» (способной сильно отражаться на показателях чистой прибыли в ходе совокупной рыночной стоимостной оценки) этот дисконт равен 24%.

Из-за «дела Юкоса» зарубежные инвестфонды намеренно занижали долю российских активов в своих портфелях

- Одна из причин слабой динамики российских акций – «дело Юкоса», признаки политической нерешительности (даже в самом правительстве), медлительность в реализации обещанных реформ. По этим и другим причинам многие зарубежные фонды, инвестирующие средства в активы развивающихся стран, намеренно занижали долю российских акций в своих портфелях. Т.о., в случае вывода средств пайщиками погашаться будут в первую очередь относительно дорогие нероссийские активы, тем более что Россия, по-видимому, приступает к решению ряда проблем, препятствующих росту ее фондового рынка. Те же немногочисленные инвестфонды, которые сознательно завышали долю российских активов в своих портфелях, теперь вряд ли станут продавать бумаги, а предпочтут дождаться продолжения ралли на российском рынке акций.

Избыточная местная ликвидность

- Избыточная ликвидность, имеющаяся у местных трейдеров, становится преобладающим фактором динамики цен. За 1-й кв. текущего года на долю отечественных рублевых инвесторов пришлось, в среднем, \$300 млн дневного оборота торгов (или 55% суммарного оборота, включая АДР). За тот же период 2000 г. эта цифра была, в среднем, лишь \$156 млн (или 40% общего оборота). Конечно, это значит также, что повысилась волатильность рынка, так как доля доступных трейдерам и портфельным инвесторам акций в обращении (общей рыночной стоимостью \$270 млрд) все еще не превышает 30%.

Илл. 5. Изменение фондовых индексов ведущих развивающихся рынков

	За месяц %	С начала года %	За 6 месяцев %	За 1 год %	За 2 года %	За 3 года %
PTC	-6,6%	9,0%	3,2%	-10,7%	86,0%	91,0%
Russia MSCI	-8,5%	4,9%	-3,9%	-15,6%	90,0%	79,0%
Аргентина	-9,1%	13,2%	21,6%	27,0%	134,0%	157,0%
Бразилия	-8,8%	4,2%	23,7%	36,2%	161,0%	71,0%
Чили	1,3%	3,0%	16,0%	28,6%	130,0%	86,0%
Мексика	-9,8%	-2,7%	17,1%	16,7%	95,0%	32,0%
Венесуэла	-9,5%	-15,5%	-19,0%	3,5%	87,0%	41,0%
Латинская Америка	-8,2%	1,8%	19,8%	27,3%	129,0%	60,0%
Чехия	-6,2%	11,1%	51,4%	61,9%	175,0%	288,0%
Венгрия	-11,2%	11,3%	46,3%	69,2%	179,0%	214,0%
Израиль	-0,6%	0,8%	19,9%	7,4%	71,0%	61,0%
Польша	-10,5%	-0,2%	31,3%	45,3%	142,0%	103,0%
Russia MSCI	-8,5%	4,9%	-3,9%	-15,6%	90,0%	79,0%
ЮАР	-9,7%	-7,9%	13,1%	19,4%	96,0%	102,0%
Турция	-15,0%	0,2%	30,3%	22,3%	235,0%	110,0%
Европа, Ближний Восток, Африка	-8,4%	-1,0%	18,1%	5,8%	112,0%	106,0%
КНР	-5,2%	-0,4%	5,0%	2,8%	83,0%	56,0%
Индия	-3,3%	-2,4%	19,1%	12,4%	117,0%	95,0%
Индонезия	-1,1%	5,3%	26,9%	43,4%	181,0%	152,0%
Южная Корея	-5,7%	9,7%	25,1%	12,0%	115,0%	49,0%
Малайзия	-4,7%	-4,1%	1,3%	-4,5%	36,0%	15,0%
Пакистан	-6,2%	26,0%	41,8%	26,9%	86,0%	172,0%
Тайвань	-5,9%	-3,4%	7,0%	-6,8%	48,0%	-1,0%
Таиланд	-11,1%	0,1%	11,5%	6,6%	113,0%	119,0%
Азия	-5,4%	2,1%	14,6%	5,8%	86,0%	38,0%
Развивающиеся рынки в целом	-6,8%	1,2%	16,6%	13,1%	101,0%	57,0%
Мировой рынок акций в целом	-2,2%	-1,5%	8,3%	7,8%	53,0%	15,0%
Dow Jones Industrials	0,2%	-2,6%	3,1%	1,3%	30,0%	1,0%
NASDAQ Comp.	0,3%	-8,1%	2,9%	-0,8%	48,0%	7,0%
European Union	-2,9%	-0,1%	13,9%	15,9%	75,0%	26,0%

* Исходя из цен закрытия за 31 марта 2005 г.; + Все индексы на основе долларовых цен по методике MSCI (кроме PTC, Dow и Nasdaq)

**Тема: Риски снижаются?**

Крис Уифер (7 095) 130-7322

Риск сокращается

Недавняя встреча Путина с лидерами делового сообщества стала позитивным сигналом для оценки инвестиционного риска

Подведение черты под нерешенными проблемами (пересмотр сделок приватизации и режим налоговых проверок), обещанное президентом Путиным в ходе его недавней встречи с лидерами делового сообщества, стало позитивным сигналом, с точки зрения оценки инвестиционного риска. Для достижения роста экономики в более широких рамках необходимо построение надежных партнерских отношений между государством и бизнесом. Впрочем, это партнерство будет построено на условиях, продиктованных из Кремля. Учитывая угрозы, нависшие над многими компаниями (и их владельцами) с тех пор, как год назад началось дело Юкоса/Менатеп, лидеры предпринимательского сообщества должны с удовлетворением отнестись к этой возможности. Недавняя встреча – отнюдь не признак фрустрации или отчаяния Кремля, но лишь очередной логический шаг на пути к реализации его представлений о будущем росте экономики.

Если за этим последуют реальные дела, то вполне возможно снижение размеров премии за инвестиционный риск, которую мы применяем в наших оценочных моделях

Если за примирительными и «успокаивающими» заявлениями последуют реальные дела, то будет оправдан и наш курс на постепенное снижение размеров премии за инвестиционный риск (которую мы применяем в оценочных моделях), и оптимистичный прогноз устойчивого роста доходов в отраслях за пределами добывающего сектора. Это позволит – впервые в истории – обосновать торговлю российскими активами по ценам сопоставимых отраслевых компаний развивающихся экономик, а также убедит мировые инвестиционные фонды повысить «вес» российских акций в их портфелях.

Улучшение отношений власти и бизнеса – необходимый (и ожидаемый) шаг в стремлении обеспечить устойчивый рост экономики

За последний год часто казалось, что правительство просто не знает, что делать дальше, или что оно потеряло контроль над процессом экономических реформ. Конечно, такие события, как дело Юкоса, налоговые претензии к Вымпелкому и халтурно проведенная монетизация льгот заставляют поверить слухам, будто Путин разочарован отсутствием реальной поддержки и слабой работой плохо продуманных социальных механизмов. Тем не менее, хотя отдельные события и медленный ход реформ действуют удручающе, есть много свидетельств в пользу того, что основные цели экономических и социальных изменений остались прежними. Чтобы удержаться на извилистом пути прогресса, необходимо выбрать конкретный и удобный маршрут.

Не за горами выборы 2008 г., и Путину необходимо обеспечить устойчивый экономический рост

В то же время недавнее «сближение» Путина с большим бизнесом и инвесторами представляет собой рискованный ход. Ясно, что в аппарате правительства есть лица, желающие проводить не столь резкую реформаторскую политику и «плыть по течению» на волне нефтяных доходов. Многие заставляют предположить, что в правительстве имеются слабо контролируемые силы, преследующие чисто личные амбиции. При этом Путин, породивший в народе надежды на рост благосостояния и улучшение условий жизни, не может позволить себе не оправдать их накануне выборов 2008 г. Поэтому ему надо убедить лидеров делового сообщества в необходимости инвестировать в отечественную экономику и сотрудничать с государством на условиях пересмотренной стратегии роста, которую мы сейчас наблюдаем в ее становлении.

Пока это – лишь слова, но для инвесторов они звучат весьма ободряюще

Для фондовых инвесторов актуальным остается вопрос: «Где доказательства?». Однако события последних недель, безусловно, ободряют – и вполне соответствуют нашим прогнозам в отношении инвестиционного климата на 2005 г. и 2006 г.



Мартовская встреча

Эта встреча продолжает тенденцию к «наведению мостов» с предпринимательским сообществом

Состоявшаяся в прошлом месяце встреча Путина с лидерами российского бизнеса, впервые после выборов марта 2004 г., продолжает тенденцию «наведения мостов» с инвестиционным и деловым сообществом, начатую в последние недели. Стремление президента сдержать обещание (т.е. положить конец неопределенности в отношении приватизационных сделок и пересмотра налоговых дел) было еще раз подтверждено недавним (показанным по ТВ) заседанием министров, на котором Путин заявил: «Все, о чем мы договорились (с лидерами бизнес сообщества) должно быть выполнено».

Законопроект, ограничивающий срок давности для пересмотра приватизационных сделок тремя годами

Конкретно Президент хочет провести в жизнь законопроект, который сократит срок давности для пересмотра приватизационных сделок (с нынешних 10 лет до 3 лет). Т.о., предметом расследований станут лишь приватизационные сделки, заключенные после середины 2002 г. Крупнейшей такой сделкой был аукцион по продаже государственного пакета акций компании Славнефть в декабре 2002 г.

Примечание: В 2005 г. исполнилось 10 лет с момента, когда начала действовать схема «акции за кредиты», ставшая основной частью программы приватизации эпохи Ельцина.

Путин хочет также изменить режим налоговых проверок и сдержать ретивость некоторых госчиновников

Путин призвал к изменению режима налоговых проверок и к сдерживанию (нередко весьма агрессивных) действий госчиновников в ходе таких (и подобных им) проверок. Он также обещал снизить административные и юридические барьеры, препятствующие крупным российским компаниям вкладывать средства за рубежом. Многие российские компании являются в своих отраслях мировыми лидерами (по объему производства), но им - чтобы воспользоваться этим преимуществом – нужно расширять инвестиции на международных рынках. В прошлом году компания Норильский Никель убедилась в том, что для таких инвестиций необходимы соответствующие структуры, а их создание дает почву подозрениям в уходе капитала – и влечет за собой политические трудности.

Подведение черты под наследием эпохи Ельцина призвано положительно повлиять на инвестиционный климат в стране

Подведение черты под наследием эпохи Ельцина (коллизии приватизации и уход от налогов), оказывавшим дестабилизирующее влияние на инвестиционный климат в стране – одно из главных необходимых условий для снижения размеров премии за инвестиционный риск, которую мы применяем в моделях оценки российских активов. Другим условием является прояснение стратегии роста и реформирования экономики, которую (стратегию) правительство будет готово принять (проигнорировав, в основном, программу реформ времен мартовских выборов).

Это позволит устранить механизмы, порождающие тревожные ожидания очередных атак государства на бизнес

Для инвестиционного климата все это весьма благоприятно. Одна из причин, почему мы сохранили значительную премию за риск по акциям, применяемую в оценочных моделях – это неопределенность (вызванная «Дамокловым мечом», нависшим над главными компаниями) и неуверенность в том, что Путин получит политическую поддержку (осуществлению стратегии, направленной на рост и реформирование экономики). Все это вызвало опасения в отношении того, что Путин, возможно, утратил контроль над некоторыми элементами среди Силовиков, и что нас ожидают активное вмешательство государства (и его бюрократов) в дела бизнеса, а также политически мотивированные атаки на лидеров делового сообщества. Подведение черты под пересмотром приватизационных сделок и введение четких правил налоговых проверок позволит, как минимум, устранить самые одиозные механизмы, порождающие эти тревожные сценарии.



Завершение фазы перехода

Путину теперь необходимо перейти от политических приоритетов первого срока к приоритетам экономической реформы, обещанной на второй срок

Прагматичный подход к проекту экономической реформы, на этот раз в иной редакции, чем первоначальный план Грефа

Сотрудничество частного бизнеса с государством будет происходить на условиях Кремля

«Сухой остаток» после недавних событий и заявлений со стороны президента и ряда министров, составляющих «ближний круг» его советников, сводится к тому, что Путин стремится завершить фазу перехода от политических (т.е. нацеленных на контроль) приоритетов его первого срока к приоритетам экономической реформы, обещанной на второй срок. Впрочем, не следует ожидать, что изначальный (и изрядно запылившийся) план Грефа станет руководством к действию. За последний год стало ясно, что это не работает, и главная причина – отсутствие надежной инфраструктуры (т.е. бюрократии) плюс противодействие со стороны ряда чиновников (гражданских или из Силовиков), желающих проводить иную (и порой чисто личную) политическую линию.

Вместо этого мы видим появление стратегии (направленной на рост и реформирование экономики), рисующей более надежные, по мнению правительства, перспективы быстрого и устойчивого роста ВВП (и позволяющей Кремлю осуществлять прямой контроль над процессом). Потратив большую часть прошлого года на выбор самых оптимальных путей осуществления указанной стратегии – и, возможно, на ряд попыток восстановить контроль над ключевыми отраслями, «захваченными» конкурирующими группами в Кремле – Путин теперь обрел эту стратегию. Чтобы она работала, Путину необходимо активное сотрудничество со стороны делового сообщества в целом.

Нет сомнения, что сотрудничество будет происходить на условиях Кремля. «Правила игры» были ясно изложены на прошлых встречах. Недавняя встреча и другие события и заявления (в поддержку нашего взгляда на «сближение» президента с лидерами инвестиционного и делового сообщества) – не признак отчаяния или разочарования (как это трактуют комментаторы ряда СМИ), но лишь логический шаг на пути к осуществлению «путинской» версии экономических реформ – и на его условиях.

Подтверждающие свидетельства

Помимо заявлений, сделанных на недавней встрече, в последние недели произошел ряд событий, подтверждающих точку зрения, что Путин готов выдвинуть приоритеты экономической реформы, хотя и в иной редакции, чем первоначальный план Грефа. В число этих событий входит:

1. «Реабилитация» реформаторов в правительстве

Либеральные экономисты в составе Кабинета возвращают себе часть бывшего влияния; особенно это касается министра экономики

В истекший год либеральных экономистов Кабинета публично оттесняли на обочину политической жизни. Особенно это касается министра экономики Грефа, который потерял несколько важных сфер ответственности и подвергся открытой критике со стороны премьер-министра Фрадкова. Еще осенью прошлого года в ходе открытого (для СМИ) заседания правительства Грефа покритиковал сам Путин. Тогда многим наблюдателям показалось, что Грефа «оттирают» в сторону именно в тот момент, когда правительство занялось разработкой стратегии активного вмешательства государства в экономику.

Несколько недель тому назад Путин официально встретился с Грефом. «Беседа Президента с министром» - не самый сенсационный заголовок, но уже тот факт, что встреча состоялась, был всеми отмечен как весьма важный (особенно после того, как Греф в течение целого года оставался не у дел).



*Не похоже, чтобы
изначальный план
реформ был вновь
взят на вооружение,...
но его отдельные
элементы будут
осуществляться,
хотя и медленнее, чем
предполагалось*

*Предотвратив
снижение ставки НДС,
экономисты-
реформаторы
одержали важную
победу*

*Попытка «умыкнуть»
Роснефть сорвана*

*Необходимым
условием отмены
«двойного рынка»
акций является
слияние Роснефти с
Газпромом*

*Отмена «двойного
рынка» акций стала
компенсацией за
ущерб
инвестиционному
климату в результате
дела Юкоса*

«Реабилитация» Грефа и других либеральных экономистов следует той же логике, что и «сближение» с бизнесом. Оно будет происходить строго на условиях Путина. На год оказавшись «в забвении» - и столкнувшись с перспективой полной потери программы реформ, министр экономики должен стать гораздо «покладистее», чтобы «продвинуть» хотя бы часть своей программы (вместо того, чтобы требовать полного и немедленного ее выполнения, как это делалось раньше).

2. Решение относительно ставки НДС

Решение правительства - не проводить предложенное снижение ставки НДС – очень важная победа реформаторов в составе Кабинета. «Впрыскивание» денег в экономику (\$11 млрд) в результате снижения ставки НДС (якобы в интересах потребителей и производителей) посчитали попыткой подправить ситуацию «на скорую руку», т.е. тактикой, которую министр экономики и министр финансов не одобряют. Потеря \$11 млрд бюджетных поступлений заставило бы правительство компенсировать «брешь» за счет увеличения налогов с «нефтянки», и хотя эта мера способствовала бы росту ВВП, задача по сдерживанию инфляции стала бы гораздо более трудной.

3. Роснефть-Юганскнефтегаз

Недавние попытки заблокировать слияние Газпрома и Роснефти можно истолковать как попытку ряда лиц в правительстве (или среди Силовиков) создать гигантскую, непрозрачную, управляемую государством «машину для извлечения денег». Путин решительно вмешался, чтобы вернуть на повестку дня вопрос о сделке и «снять» проблему прав собственности на Юганскнефтегаз (до тех пор, пока не потеряют актуальность юридические угрозы). Этот шаг показывает, что президент стремится блокировать любые ходы, чреватые усилением коррумпированности государства, и выполнить обещание инвесторам – отменить «двойной рынок» акций Газпрома.

4. Газпром

В прошлом году Путин обещал инвесторам, что ограничения на право нерезидентов владеть акциями Газпрома будет отменено «в течение нескольких месяцев». Хотя указанный срок, разумеется, был нарушен, нам ясно дано понять, каково главное условие, после которого начнется отсчет времени до отмены ограничений. Этим условием является слияние двух компаний (точнее – приобретение Роснефти Газпромом), после чего государственная доля в газовом гиганте превысит 50%. По словам министров, это должно произойти к июню, и хотя отсрочка не исключена, всем ясно, что «процесс пошел». По крайней мере, нам дан жесткий график и четкий механизм окончательной отмены «двойного рынка» акций «в течение нескольких месяцев» (после указанного события).

Частью «образа действий» правительства является компенсация его агрессивных шагов рядом противоположных мер, которые полностью (или почти) уравнивают исходное (и преднамеренное) действие. Например, такой неожиданной мерой стало согласие Путина подписать Киотский протокол, когда казалось, что гнев Европейского Союза по поводу событий в Украине может нарушить сроки приема России в ВТО. Еще пример: действия против Юкоса были умышленными, а ущерб инвестиционному климату был «просчитанным риском». Частью этого риска стал расчет на возможность предложить инвесторам «компенсацию» подобно тому, как подведение черты под ревизией приватизационных сделок и налоговыми проверками стало компенсацией лидерам делового сообщества. До тех пор, пока наиболее агрессивные меры против Юкоса и Менатеп продолжались, в предложении такой компенсации не было смысла, но теперь, когда этим мерам почти положен конец, время для выравнивания баланса пришло.



Отмена «двойного рынка» акций позволит резко увеличить «удельный вес» активов России (как более эффективных инструментов) в портфелях иностранных инвесторов.

5. Меры по поддержке малого и среднего бизнеса

Путин вернул вопрос о судьбе малого бизнеса на повестку дня

Путин публично критиковал министров за то, что в прошлом году они приложили мало усилий в помощь отечественным отраслям (обрабатывающая промышленность, сфера услуг и т.д.), и в особенности компаниям в сегменте малого и среднего бизнеса.

Создание стимулов роста малого и среднего бизнеса было ключевым приоритетом второго срока Путина. Год спустя после обещаний ничего значительного не сделано

Создание стимулов роста и устранение препятствий, с которыми сталкивается в работе малый и средний бизнес, было одним из ключевых приоритетов, заданных Путиным и Фрадковым накануне прошлых президентских выборов. Было обещано, что для помощи этим предприятиям правительство будет вести борьбу с бюрократизмом и коррупцией. В действительности ничего значительного с тех пор не произошло.

Вернув эти вопросы на повестку дня, Путин послал обществу сигнал о том, что теперь хотя бы некоторые элементы первоначального плана реформ должны реализоваться, включая – как мы надеемся – административную, законодательную и бюджетную помощь компаниям малого и среднего бизнеса.

6. Борьба с коррупцией?

Коррупция обходится легальному бизнесу в \$50 млрд ежегодной «дани» - однако есть признаки того, что вскоре с этим злом начнется активная борьба

На прошлой неделе министр внутренних дел, обращаясь к Верхней палате парламента, заявил, что свыше 500 важных компаний в России контролируются организованными преступными группировками. Это заявление совпало по времени с президентским предложением мира деловому сообществу в целом - и стало сигналом, что борьба с бюрократизмом, в конце концов, пойдет всерьез. Это совпадение может означать, что обещанные меры против коррупции возвращаются на повестку дня. Правительство еще в январе 2004 г. создало комиссию по борьбе с коррупцией под председательством премьер-министра Касьянова. Представляется, что с тех пор комиссия тихо скончалась. Заявление МВД вновь обратило внимание общества на проблему, которая обходится легальному бизнесу в \$50 млрд годовой «коррупционной дани». Во всяком случае, это внимание вселяет оптимизм.

7. Новая стратегия роста

Появляется новый вариант плана ускоренного роста экономики и ее реформ

Мы продолжаем составлять из фрагментов новое «полотно», отображающее план роста экономики и ее реформ. Эта тема станет предметом подробной аналитической записки, которая выйдет позднее. Теперь же стоит отметить, что министр связи подтвердил сделанные ранее заявления министра экономического развития о том, что правительство работает над подготовкой пакета комплексной законодательной и финансовой поддержки сферы ИТ, чтобы содействовать ее росту. Эта сфера стала одной из стратегических отраслей, заслуживающих поддержки правительства (и ключевой, с точки зрения пересмотренной модели роста).

8. Некоторый прогресс реформ

Наконец, создание системы страхования банковских депозитов завершено

Завершение первой фазы внедрения системы страхования банковских депозитов (через 18 месяцев после того, как она была предложена) – позитивный признак. Он говорит о том, что изменения в ключевых отраслях, наконец, получают поддержку со стороны правительства.

Частью мер, направленных на изменение и рост в отдельных стратегических отраслях, стали перемены, объявленные в нефтяном секторе (проект «Закона о недрах»).



Почему сейчас?

Главная причина – в том, что Путину для обеспечения устойчивого экономического роста нужна поддержка бизнеса. Частью этой стратегии всегда были усилия по привлечению инвесторов и лидеров делового сообщества на сторону правительства.

1. Правильный выбор момента

За последний год первоначальный план реформ экономики (т.е. план Грефа) был значительно изменен, и теперь мы видим появление его в той редакции, которая позволяет Кремлю напрямую контролировать процесс (и имеет больше шансов на реализацию). Одна из причин – в том, что новая редакция адресована отраслям, где уже наблюдается рост (например, добывающий сектор) или где Россия имеет, по мнению Путина, конкурентные преимущества (например, высокие технологии). Другая причина – в том, что рост и перемены в этих отраслях можно легко контролировать из Кремля (например, поставив во главе их верных людей). Кроме того, эти отрасли в меньшей мере зависят от бюрократов, доказавших свою ненадежность в прошлом.

Вот эти стратегические отрасли:

Наблюдается рост	Нефть Газ Металлургия/Минеральное сырье
Конкурентное преимущество	Оборонные отрасли Целлюлозно-бумажная и деревообрабатывающая отрасли Аэрокосмическая/Авиационная отрасли Информационные технологии
Ключевая инфраструктура	Электроэнергетика Телекоммуникации (исключая сотовую связь) Банки

Видимо, решено проводить менее радикальный план реформ/роста экономики, в основе которого – упор на стратегические отрасли (вместо широкой «кампании»)

Состоящая из пяти пунктов программа поощрения «контролируемого роста»

Это - отрасли, в которых возможно максимальное вмешательство государства в бизнес (в качестве «регулирующей силы» и конкурента). Весьма вероятно, что государство:

разработает промышленную политику в интересах роста – нечто вроде центрального планирования на макроэкономическом уровне;

будет контролировать крупнейших отраслевых игроков, т.е. важнейшие национальные компании;

выступит «регулятором» каждой отрасли;

будет поощрять частные компании к сотрудничеству с госкомпаниями; и

будет поощрять участие в российском бизнесе крупных иностранных компаний – но лишь в роли миноритарных партнеров.



Темп роста экономики замедляется из-за снижения инвестиционной активности

2. Экономический рост неустойчив

Согласно данным министерства экономики, в первом квартале ожидается рост чуть выше 5% год-к-году. Эта цифра сильно проигрывает, по сравнению с ростом свыше 7%, достигнутым за тот же период прошлого года. Итог вступает в прямое противоречие с тем фактом, что средняя цена нефти с начала текущего года выросла уже на 40% (по сравнению с аналогичным периодом прошлого года).

Причиной тому стало существенное замедление инвестиций деловым сообществом и усиление оттока капитала. Это означает, что крупных вложений в производственные мощности сделано не было, и темп роста экономики неизбежно замедляется. Путину необходимо быстро решить эту проблему, в противном случае есть риск, что все обернется общей потерей доверия со стороны инвесторов. Это может повлиять на рост доходов и, следовательно, на уровень общественной поддержки правительству.

3. Снижение общественной поддержки

Снижение общественной поддержки правительства наблюдается с середины прошлого года, и эта тенденция резко усилилась с начала текущего года в ответ на халтурно проведенную монетизацию льгот.

Выборы 2008 г. будут, вероятно, иметь в качестве главной темы «экономику», и хотя Путин едва ли станет баллотироваться на третий срок, Новое Политбюро в верхнем эшелоне правительства наверняка захочет, чтобы его выбор преемника был поддержан обществом. Для этого необходимо сделать так, чтобы ожидания народа в отношении роста доходов и улучшения условий жизни оправдались, что предполагает здоровую экономику. Возможно, что цена на нефть будет поддерживать их «на плаву» и дальше, но это – громадный и неприемлемый риск. Гораздо надежнее – поощрять инвестиции в экономику в целях расширения производственных мощностей.

4. Возвращение Касьянова

Возвращение бывшего премьер-министра М. Касьянова на политическую авансцену – ясный сигнал, что он готов бросить вызов кандидату Кремля на президентский пост. Для этого Касьянову нужна финансовая поддержка. Если большой бизнес будет и дальше испытывать страх перед «Дамокловым мечом» незавершенных коллизий и страдать от периодических «наездов» со стороны госчиновников, то такая финансовая поддержка окажется весьма возможной.

5. Внутренняя борьба в правительстве

Одна из возможных причин, по которой в последний год столь мало сделано для продвижения реформ, состоит в том, что Путин боролся за сохранение единства в верхних эшелонах правительства и старался сдерживать амбиции части Силовиков.

Наступает момент, когда бороться против всех становится уже невозможно, и для дальнейшего движения вперед необходимо строить надежную политическую опору.

Опросы общественного мнения указывают на снижение уровня поддержки правительства и падение доверия к его политике

Кандидатура бывшего премьер-министра Касьянова на пост президента в 2008 г. – весьма реальна, если он получит достаточную поддержку

Вероятно, весь прошлый год Путин боролся за сохранение единства в правительстве



Путин хочет, чтобы Россия стала членом ВТО в 2005 г., и чувствует необходимость сбить волну критики за жесткое обращение с бизнесом и инвестиционным сообществом

Все говорит о том, что фаза перехода окончилась, а с нею исчезла и вся прежняя неопределенность, и что мы движемся согласно обновленному плану реформ и роста экономики

6. Образ России в глазах мирового сообщества

Путин весьма заинтересован в том, чтобы Россия стала членом ВТО в 2005 г. и сыграла важную роль в G8, а также принимала полное участие в делах мировой политики. Общая неуверенность, характеризующая инвестиционный климат страны в целом, и дело Юкоса, в частности, дали богатый арсенал доводов тем, кто хотел бы отодвинуть Россию на обочину мировой политики.

В целом те позитивные сигналы, что пришли в прошлом месяце со встречи Путина с лидерами большого бизнеса, усиливают тенденцию, обозначенную рядом событий последних недель. Большую часть прошлого года Путин провел, сдерживая внутренние распри в Кабинете, либо пытаясь нащупать прагматичный путь развития экономики. Теперь все говорит о том, что «новый путь вперед» определен, и для движения по нему Путину необходима поддержка со стороны инвесторов и бизнеса в целом.

Наконец, с опозданием на год, фаза перехода от приоритетных целей первого президентского срока Путина к целям второго срока может завершиться. Если это подтвердится, то мы сможем более оптимистично взглянуть на перспективы роста экономики и менее пессимистично – на инвестиционный риск. Это позволит поднять уровень справедливой стоимости российских фондовых активов. На данный момент признаки благоприятны.



Динамика и оценка акций

Илл. 6. Динамика АДР, с начала месяца, на 1 апреля 2005г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели	
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$
Нефть и Газ								
Газпром	114A, REG S	10 в 1	1,4	33,4	-8,6	-5,9	39,7	26,1
ЛУКОЙЛ	Уровень 1	4 в 1	31,0	133,3	-4,6	8,3	141,0	97,3
Сибнефть	Уровень 1	5 в 1	4,0	15,9	-10,2	6,0	19,3	11,5
Сургутнефтегаз	Уровень 1	50 в 1	19,0	35,7	-15,1	-3,9	42,2	29,0
Татнефть	Уровень 2	20 в 1	25,0	32,0	-11,0	10,3	37,3	21,0
Юкос	Уровень 1	4 в 1	20,0	2,1	-32,6	-41,4	62,1	1,6
Энергетика								
Иркутскэнерго	Уровень 1	50 в 1	Н/Д	10,8	5,4	6,9	11,7	8,8
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	51,9	-9,1	0,0	64,8	41,5
Мосэнерго	Уровень 1	100 в 1	20,0	8,3	-38,5	-44,7	25,3	6,5
РАО ЕЭС	Уровень 1	100 в 1	22,0	29,2	-5,8	5,2	35,5	22,8
Телекоммуникации								
ВымпелКом	Уровень 3	1 в 1	14,0	25,6	-13,0	-3,0	36,2	22,5
Голден Телеком	Уровень 3	5 в 1	22,0	34,7	-13,6	0,1	40,2	24,6
МТС	N/A	50 в 1	19,0	16,3	-13,8	-4,4	18,9	15,7
Система	Уровень 3	1 в 4	40,0	34,3	-14,5	-5,2	42,9	25,0
МГТС	Уровень 1	1 в 1	Н/Д	13,0	-9,1	5,3	13,0	8,0
Волга Телеком	Уровень 1	2 в 1	8,5	7,1	-10,7	19,8	6,5	4,0
Ростелеком	Уровень 2	6 в 1	19,7	12,6	-2,4	14,7	15,9	10,0
Уралсвязьинформ	Уровень 1	1 в 2	Н/Д	4,5	-12,5	34,6	4,5	2,5
ЮжТелеком	Уровень 1	200 в 1	Н/Д	7,2	-13,0	6,7	7,7	4,6
Прочие сектора								
ГМК Норильский Никель	Уровень 1	1 в 1	17,0	57,5	-13,2	4,5	84,0	43,0
ОМЗ	144A, REG S	1 в 1	16,6	3,6	2,9	7,7	8,2	2,2
Вимм-Билль-Данн	144A, REG S	1 в 1	32,0	29,2	0,0	80,0	24,8	6,0

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 7. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 7 апреля 2005г.

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E	EV/EBITDA		Расчетная	Потенциал	Рекомендация
	MTD	YTD	%	%	Макс.	Мин.				2004П	2005П			
	\$	%	%	\$	\$	млн. \$	млн. \$					\$	%	
Нефть и Газ														
Газпром	2,892	-2	9	2,999	1,797	63,2	68 463	11,2	8,0	7,1	4,6	4,44	54	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	36,3	4	22	36,3	24,55	4,2	29 806	7,5	6,8	4,9	4,6	45,2	25	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	3,30	-5	6	3,75	2,33	0,4	15 646	6,1	7,1	5,1	6,0	3,68	12	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,775	-7	6	0,833	0,605	0,9	32 464	12,1	12,6	3,6	3,5	0,93	20	ПОКУПАТЬ
Татнефть	1,755	-3	22	1,860	1,065	0,2	3 970	4,5	5,6	3,3	3,7	2,09	19	ПОКУПАТЬ
Юкос	0,56	-29	-16	15,34	0,50	0,0	1 253	0,2	0,3	1,7	2,1	пересмотр	Н/Д	Пересмотр
Petrobras	46,25	-5	14	49,44	24,01	14,3	48 223	7,4	6,16	4,1	3,4			
PetroChina	0,60	-5	13	0,65	0,41	53,4	105 947	8,5	8,69	5,1	5,4			
Sinorec	0,43	-6	5	0,46	0,32	33,4	44 969	8,7	8,69	4,8	5,0			
Среднее								8,2	7,9	4,7	4,6			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,232	5	12	0,2425	0,140	0,0	1 106	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,570	-21	-32	0,920	0,570	0,0	437	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,060	-53	-59	0,245	0,060	0,1	1 696	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,305	-1	10	0,354	0,229	3,7	12 497	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
CEZ	5,55	2	2	5,65	3,24	5,5	2 031	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Sopel	2,76	-7	-7	3,21	1,96	0,4	832	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Eletrobras	13,37	-19	-19	17,69	5,34	3,6	4 310	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
МГТС	15,00	-3	23	15,50	11,35	0,0	1 365	20,1	18,8	6,4	5,8	14,8	-1	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	15,44	-11	-11	18,28	12,15	3,5	8 906	10,5	9,5	4,2	4,0			
Tele Norte Leste	18,13	-3	7	21,26	9,83	3,6	6 425	отр	отр	6,0	5,3			
Среднее								10,5	9,5	5,1	4,6			
Ростелеком	2,24	3	21	2,64	1,70	1,2	2 022	22,2	26,7	4,8	5,7	2,05	-8	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,50	-7	-15	0,67	0,34	9,7	2 710	15,4	12,5	5,2	4,2			
Embratel	2,21	-8	-11	4,05	1,46	0,0	1 394	Н/М	33,2	4,1	3,6			
Среднее								21,0	22,9	4,7	3,9			
Голден Телеком	25,64	-13	-3	36,2	22,5	2,0	930	14,4	9,7	5,2	3,8	37,0	44	ПОКУПАТЬ
Netia	1,55	-7	-7	1,81	1,34	2,2	483	отр	11,1	3,7	3,4			
МТС	34,7	-14	0	40,2	24,6	49,4	13 814	13,5	10,3	7,4	5,7	48,0	39	ПОКУПАТЬ
Система	16,3	-14	-4	19	16	49,4	7 865	15,0	11,8	2,9	2,4	21,4	31	ПОКУПАТЬ
ВымпелКом	34,3	-15	-5	42,9	25,0	29,1	7 030	19,3	9,4	7,7	5,0	56,0	63	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	20,70	3	12	24,260	14,140	Н/Д	1 840	14,3	14,4	5,3	5,5			
Mobinil	42,54	-10	28	51,66	17,60	0,0	4 204	26,2	20,4	14,7	9,4			
Среднее								26,2	17,4	8,5	7,4			
Металлургия														
Норильский Никель	61,5	-5	15	81,1	45,9	1,7	13 155	7,9	10,9	4,5	5,4	87,0	41	ПОКУПАТЬ
Amplats	36,52	0	-27	64,77	34,97	1 205,9	7 938	21,2	22,9	9,6	11,2			
Inco	37,49	2	-14	45,48	32,58	30,3	7 036	12,4	6,6	5,5	Н/Д			
Implats	86,48	1	-13	110,42	71,75	2 788,3	5 761	11,6	15,3	8,1	7,4			
Среднее								15,1	13,9	7,5	8,0			
Северсталь	9,01	-11	20	207,50	7,49	0,4	4 969	3,7	4,0	2,0	2,3	14,0	55	ПОКУПАТЬ
China Steel	1,11	0	31	1,16	0,81	51,2	10 932	6,9	6,8	4,8	4,8			
POSCO	186,42	0	20	188,81	122,37	44,3	16 253	4,6	4,0	3,0	2,6			
Среднее								5,7	4,9	3,9	3,2			
Продукты														
Балтика	19,5	9	18	19,5	11,8	0,0	2 285	17,3	11,7	9,9	7,5	21,0	8	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	29,2	14,8	35	20,5	11,9	6,1	811	23,1	14,0	6,5	5,3	9,4	-68	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	19,4	0	0	0,0	0,0	0,0	851	35,5	15,7	16,4	11,2	17,3	-11	ДЕРЖАТЬ
Grupo Modelo-C	3,1	13	11	3,1	2,4	1,8	9 965	19,8	17,6	7,6	6,9			
GUINNESS Malaysia	1,4	1,9	5,8	1,5	1,2	0,1	433	19,8	17,6	7,6	6,9			
Среднее								19,8	17,6	7,6	6,9			
Торговля														
Аптеки 36,6	18	0	0	18,25	18,25	0,0	144	77,8	49,5	13,3	10,9	27,3		ПОКУПАТЬ
Robinson & Co	3,96	2	5	5,13	3,22	0,0	340	18,7	17,3	14,7	12,7			
Matahari Putra Prima	72,16	0	17	78,08	48,47	4,4	195	15,7	15,8	5,9	4,7			
Среднее								17,2	16,6	10,3	8,7			
Машиностроение														
ОМЗ	3,99	5	18	9,4	3,26	0,0	141	6,2	Н/З	5,2	5,1	5,5	38	ПОКУПАТЬ
Caterpillar	90,15	-7,4	-7,5	99,9	68,50	238	31 260	12,6	10,9	15,0	12,3			
Atlas Copco	40,63	0	10	41,89	34,01	67,6	10 708	19,9	13,5	8,6	6,9			
Среднее								12,9	12,2	9,6	8,1			

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

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка



Илл. 8. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 7 апреля 2005г

Тикер	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСарР/Е	EV/EBITDA				Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.			2003П	2004П	2003П	2004П			
Компания	\$	%	%	\$	\$	\$ '000	млн. \$	2003П	2004П	2003П	2004П	\$	%	
Нефть и Газ														
Мегийоннефтегаз	26	6	37	26,35	15,5	12,7	3 198	8,0	Н/Д	5,6	Н/Д	30,46	17	ПОКУПАТЬ
Башнефть	6,0	9	29	6	3,68	36,2	1 144	4,1	4,6	2,2	2,9	6,53	9	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	4,8	8	24	4,8	2,95	431,0	483	4,9	Н/Д	4,6	Н/Д	4,76	-2	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,315	-5	2	0,39	0,300	12,5	328	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,022	-15	-31	0,041	0,016	4,5	103	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Краноярскэнерго	0,620		29	0,66	0,400	0,0	370	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	7,3		85	7,35	6,87	0,0	130	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,670	-4	-4	0,735	0,580	8,0	406	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	19	0	23	19	13	0,5	257	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	5,40	0	4	5,4	4	0,1	196	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,050		43	0,062	0,047	0,0	156	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Самарэнерго	0,125		4	0,125	0,098	0,0	438	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,415	0	0	0,49	0,340	0,8	217	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Дальсвязь	1,40	2	27	1,435	0,89	29,6	173	5,8	16,5	8,3	5,7	1,38	-1	ДЕРЖАТЬ
ЦентрТелеком	0,3795	-9	32	0,4175	0,26	60,6	747	211,3	115,2	6,3	5,1	0,37	-3	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	3,8	-10	17	4,2	2,4	185,6	1 156	13,9	11,5	6,4	5,1	3,86	2	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,638	-2	21	0,657	0,44	70,8	676	28,7	14,9	6,8	4,8	0,67	5	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,06	-10	7	0,07	0,04	126,2	903	15,1	11,7	5,9	4,8	0,07	17	ПОКУПАТЬ
ЮжТелеком	0,10	-8	40	0,1	0,07	135,2	386	-36,2	-41,6	8,3	6,4	0,059	-43	ПРОДАВАТЬ
Уралсвязьинформ	0,04	-8	4	0,045	0,029	476,9	1 237	25,8	14,5	7,1	5,2	0,05	28	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	29,65	-1	4	30,9	21,5	7,2	952	9,5	3,7	3,0	2,10	32	8	ДЕРЖАТЬ
Челябинский трубный з-д	0,470	13	63	0,470	0,205	25,5	222	14,8	11,7	5,8	5,7	0,47	0	ДЕРЖАТЬ
Выксунский МЗ	309,0	8	53	313	153	36,1	582	7,9	7,6	4,8	4,6	310	0	ДЕРЖАТЬ
НТМК	1,220	-6	23	1,300	0,59	106,9	1 598	4,8	5,3	2,7	3,0	1,5	23	ПОКУПАТЬ
Мечел	251,5	-1	2	270	97	26,5	795	7,0	7,2	3,7	3,7	275	9	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	624,5	6	22	624,5	345	784,7	12 175	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	520	-17	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 9. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 7 апреля 2005г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	Дисконт прив. к об.	Дивиденды	Дивиденд. доход	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.							
	\$	%	%	\$	\$		%	\$	%		%	
Нефть и Газ												
Транснефть прив.	869	-7	-3	1025	755	595,5		17,62	2,0	760	-13	ПРОДАВАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,62	-4	15	0,68	0,393	234,8	20	0,02	3,4	0,65	5	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,99	12	23	0,99	0,545	31,8	43	0,08	8,4	1,36	37	ПОКУПАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,265	-5	11	0,3385	0,210	23,2	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,62	-1	16	1,79	1,25	62,9	28	0,106	6,7	1,53	-5	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



Илл. 10. Календарь корпоративных событий

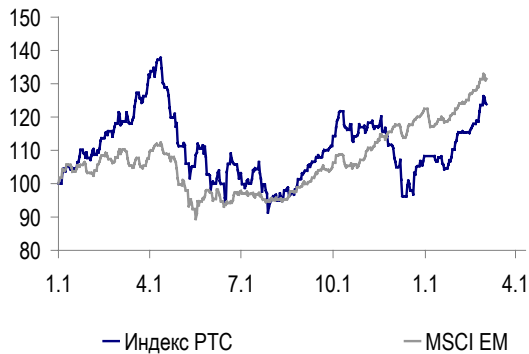
Дата	Компания / Сектор	Событие
В течение месяца	Вымпелком	Отчет за 4Кв04
В течение месяца	ЦентрТелеком	Отчет за 2004 г. по РСБУ
В течение месяца	С.-Западный Телеком	Отчет за 2004 г. по РСБУ
В течение месяца	ЮТК	Отчет за 2004 г. по РСБУ
В течение месяца	Уралсвязьинформ	Отчет за 2004 г. по РСБУ
В течение месяца	ВолгаТелеком	Отчет за 2004 г. по РСБУ
В течение месяца	Сибирьтелеком	Отчет за 2004 г. по РСБУ
В течение месяца	Дальсвязь	Отчет за 2004 г. по РСБУ
В течение месяца	Норильский Никель	Отчет за 2004 г. по РСБУ
5 апреля	Тверьэнерго	Госрегистрация акций новой генерирующей компании
7-8 апреля	ЕЭП	Встреча представителей России, Украины, Беларуси и Казахстана в Москве
8 апреля	Ленэнерго	Утверждение плана реструктуризации АО-энерго на внеочередном собрании акционеров
1-10 апреля	АвтоВАЗ	Закрытие реестра акционеров
15 апреля	РАО ЕЭС	Отчет за 2004 г. по РСБУ
15-20 апреля	Аэрофлот	Закрытие реестра акционеров, имеющих право на получение дивидендов за 2004 г.
18 апреля	Пурнефтегаз	Закрытие реестра акционеров, имеющих право участвовать в очередном общем собрании
22 апреля	Нижнекамскнефтехим	Очередное общее собрание акционеров
25 апреля	Юкос	Заседание Московского арбитражного суда по иску Юганскнефтегаза против Юкоса на \$11,5 млрд
25 апреля	НОВАТЭК	Закрытие реестра акционеров, имеющих право участвовать в очередном общем собрании
26 апреля	Башнефть	Очередное общее собрание акционеров
26 апреля	Уфаоргсинтез	Очередное общее собрание акционеров
26 апреля	Уфанефтехим	Очередное общее собрание акционеров
26 апреля	Уфимский НПЗ	Очередное общее собрание акционеров
26 апреля	Новойл	Очередное общее собрание акционеров
29 апреля	Ритек	Закрытие реестра акционеров, имеющих право участвовать в очередном общем собрании
30 апреля	Сургутнефтегаз	Очередное общее собрание акционеров
30 апреля	Красноярскэнерго	Утверждение плана реструктуризации АО-энерго на внеочередном собрании акционеров
Конец апреля	Калина	Отчет за 2004 г. по РСБУ

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Графики

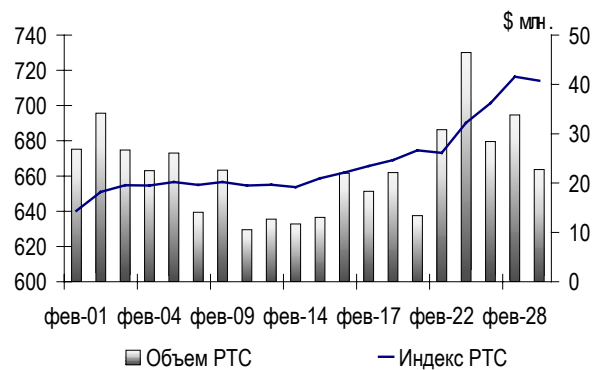
Илл. 11. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года



Источники: РТС, Рейтер

- Индекс РТС потерял в марте 6,6%, т.е. примерно столько, сколько развивающиеся рынки

Илл. 12. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

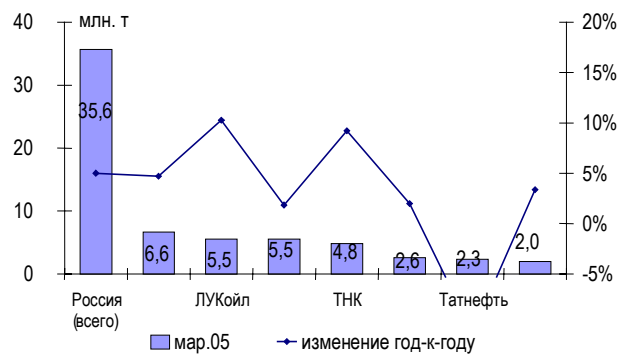
Илл. 13. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

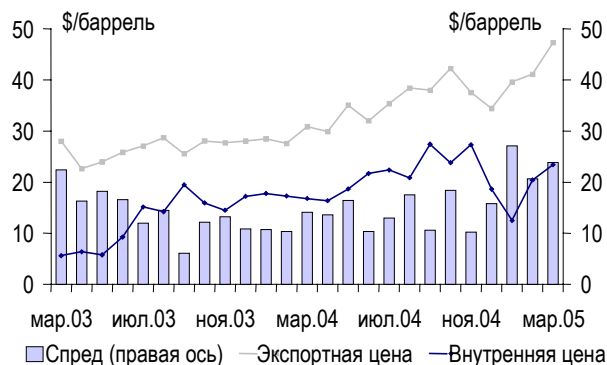
- Нефть подорожала, достигнув в середине месяца максимума на уровне \$56/баррель (Brent), несмотря на сезонное снижение спроса
- В феврале добыча нефти в России увеличилась на 5% год-к-году; на второе место, опередив Роснефть, выдвинулась ТНК-ВР (темпы роста добычи свыше 10%)

Илл. 14. Добыча нефти компаниями, март 2005



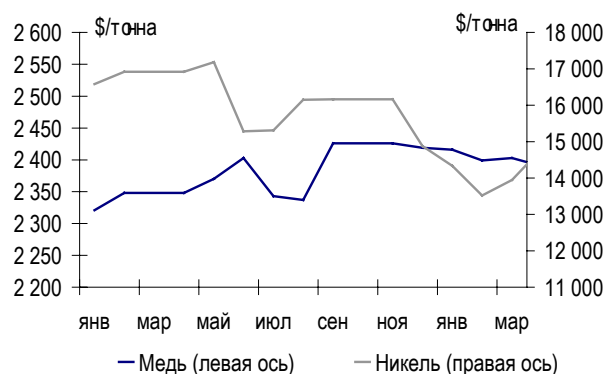
Источник: Министерство энергетики

Илл. 15. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2005гг.



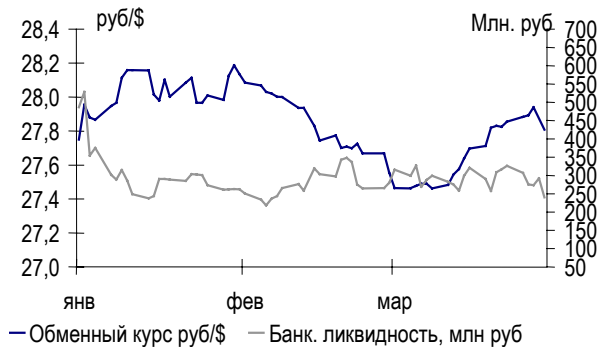
Источник: Министерство энергетики

Илл. 16. Цены на медь и никель, последние 12 мес.



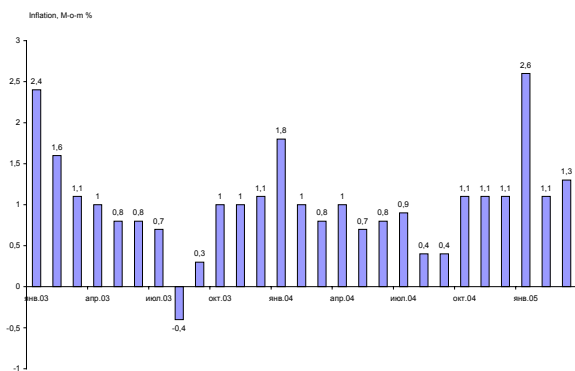
Источник: Блумберг

- Цены на никель и медь оставались высокими – в среднем \$16230/т и \$3380/т, соответственно
- В результате сокращения избыточного предложения цены на внутреннем рынке выросли на 15%

Илл. 17. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев


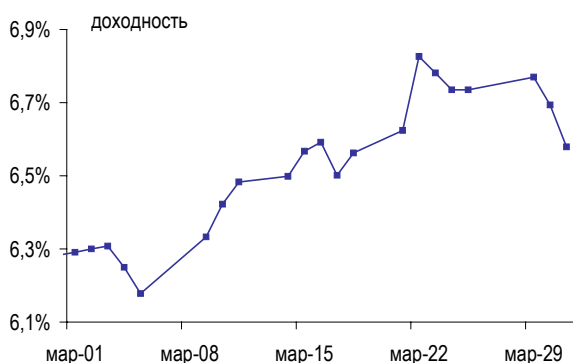
Источник: ЦБР

- Курс рубля несколько снизился из-за укрепления доллара к основным мировым валютам
- Золотовалютные резервы ЦБ достигли очередного исторического максимума - \$139 млрд

Илл. 19. Темпы инфляции


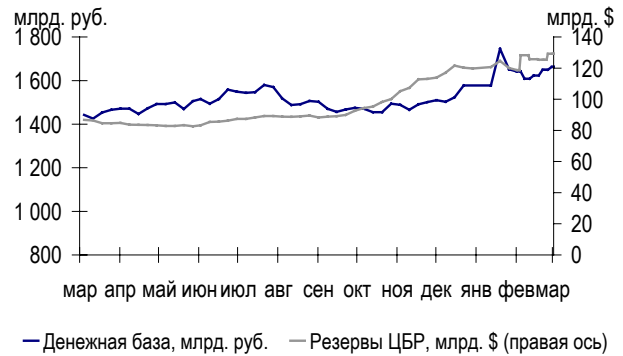
Источник: ЦБР

- Темпы инфляции составили 1,3% в основном из роста цен на продукты питания

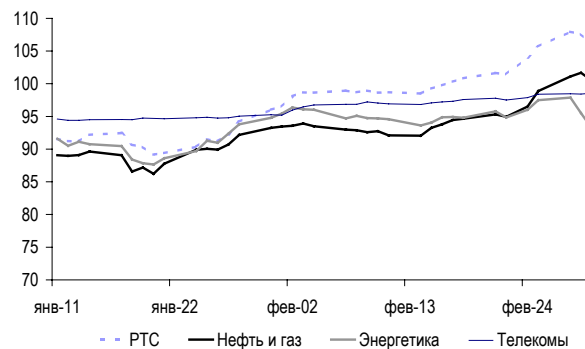
Илл. 21. Динамика Евро-30, с начала месяца


Источник: Рейтер

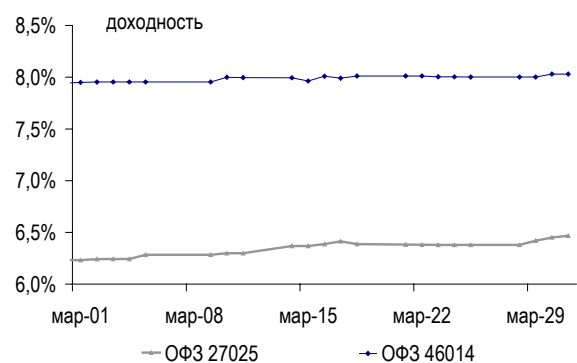
- В ожидании ускоренного повышения процентных ставок в США трейдеры «подняли» доходность облигаций практически на всех рынках
- Рынок ОФЗ впал «в спячку»

Илл. 18. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев


Источник: ЦБР

Илл. 20. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 22. Динамика ОФЗ 27025–46014, с начала месяца


Источник: Рейтер

Экономика и политика

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

По нашим оценкам, в январе-марте 2005 г. инфляция составила 5%, а по итогам всего года будет на уровне 15%

В апреле, по-видимому, с новой силой разгорится спор о том, какой должна быть экономическая политика России. Одна из причин – высокая инфляция в 1Кв05 (цифры, которые должны выйти в течение первой недели апреля, скорее всего, будут плохими). За первые 20 дней марта ИПЦ вырос на 0,8%, а за весь месяц, по нашим оценкам, на 1,2% (5% в январе-марте). Теперь правительству придется определять новый ориентир по инфляции: прежний – 8,5% – как-то «незаметно» расширился до 8-10%.

Мы свой прогноз по итогам текущего года (15%) не меняем, поскольку слабость бюджетной политики очевидна. Несмотря на то, что первоначальный бюджетный план на 2005 г. предусматривал социальные расходы в размере \$10 млрд, фактическая сумма расходов на эти цели будет на \$6 млрд больше (\$6 млрд = 25% денежных средств, находящихся в обращении). Мы полагаем, что из-за мартовской индексации пенсий инфляция в летние месяцы не замедлится, как обычно, а будет находиться на уровне 0,5%.

Проект бюджета 2006 г. предусматривает повышение цены отсечения доходов в стабфонд с \$20 до \$27 за баррель

От того, каким будет уровень инфляции, во многом зависит характер бюджетной политики, которую правительство будет проводить в будущем году (нынешнюю политику можно охарактеризовать как экспансивную). Судя по предварительным параметрам бюджета, цена нефти, используемая для отсечения доходов в стабфонд, повышена с \$25 до \$27 за баррель. Повышение цены отсечения позволит увеличить расходную часть федерального бюджета (которая растет вместе с инфляцией) примерно на \$3 млрд. Если цена нефти, заложенная в бюджет 2006 г. (средняя цена Urals \$34 за баррель), будет соответствовать фактической, стабфонд вырастет за год на \$12 млрд.

Однако усиление роли будущих поступлений в стабфонд в качестве источника финансирования бюджета может вызвать дестабилизацию последнего в долгосрочном плане. В пользу такого утверждения есть два аргумента. Во-первых, даже в 2004 г. превышение общей суммы налоговых поступлений (34% ВВП) над бюджетными расходами (33%) обеспечивалось высокой ценой нефти, т.е. если нефть будет стоить меньше \$30 за баррель, в бюджете возникнет «дыра». Во-вторых, расходы на соцнужды растут одновременно с ростом инфляции и поэтому при отсутствии адекватных компенсационных механизмов ведут к замедлению темпов роста промышленности. Т.о., правительству придется решать, стоит ли продолжать увеличивать и без того большие социальные расходы, представляющие угрозу для бездефицитного бюджета.



Илл. 23. Основные события

Дата	Событие
1 марта	Греция планирует выпустить 30-летние еврооблигации объемом 3-5 млрд. евро. По всей видимости, исключительно успешное размещение 50-летних облигаций Франции - когда при объеме выпуска 6 млрд. евро спрос достиг 19 млрд. евро - положило начало череде подобных аукционов. В ближайшие месяцы аналогичные шаги можно ожидать от Германии и Италии, которые, скорее всего, предпочтут финансировать дефицит бюджета размещением длинных выпусков. В настоящий момент на мировом рынке долга наблюдается острый дефицит долгосрочных инструментов (США перестали выпускать 30-летние КО еще в 2001 г.), который, скорее всего, будет восполнен европейскими странами.
2 марта	В выступлении перед Бюджетным Комитетом Глава ФРС США выразил пессимизм по поводу долгосрочных перспектив дефицита бюджета. В своей речи Алан Гринспен заявил, что дефицит бюджета вызывает серьезное беспокойство, особенно в долгосрочной перспективе. Даже ускорение экономического роста не способно заметно улучшить эту ситуацию, если не будут приняты кардинальные меры. Основной причиной столь пессимистичных оценок является проблема старения населения. Так, к 2008 г значительная часть населения достигнет 62-летнего возраста, когда вступают в силу пенсионные льготы, и, как показывает опыт, приблизительно половина этими льготами воспользуется. К 2011 г, т.е. к 65 годам, выйдя на пенсию и пользование медицинской страховкой этой части населения еще более усилит давление на бюджет.
3 марта	Аргентина провела успешную реструктуризацию, обменяв 76% основной суммы долга. Были объявлены результаты обмена долга Аргентины, согласно которым было реструктурировано 76% долга, что позволяет признать прошедшую реструктуризацию успешной. (По стандартам МВФ, при коэффициенте участия 50% обмен долга признается состоявшимся, свыше 75% - реструктуризация считается успешной.) Основной причиной успешного проведения реструктуризации стало принятие правительством Аргентины законопроекта, запрещающего проведение повторного обмена долга. Таким образом, инвесторы, не принявшие участие в реструктуризации, скорее всего, не смогут получить выплаты по облигациям.
4 марта	Инфляция в РФ в феврале составила 1,2% и за 2 месяца 2005 г достигла 3,9% – Росстат. По-прежнему опережающий рост в феврале продемонстрировали тарифы на платные услуги населению, увеличившиеся на 2,2%. Потребительские цены на продовольственные товары выросли на 1,4%. Итоги первых двух месяцев текущего года свидетельствуют о неэффективности попыток правительства снизить инфляционное давление. В частности, за весь I квартал 2004 г рост потребительских цен составил 3,5% по сравнению с 3,9% за январь-февраль 2005 г. В марте повышение тарифов и цен на продовольственную продукцию продолжится.
9 марта	Диверсификация золотовалютных резервов ЦБ Японии способна дестабилизировать мировой рынок долга. Премьер-министр Японии в ходе своего выступления перед Бюджетным Комитетом в Парламенте заявил о необходимости диверсифицировать золотовалютные резервы Японии, которые в настоящий момент превышают \$800 млрд. По всей видимости, ЦБ Японии действительно проводит политику по сокращению долларовой части резервов, о чем свидетельствует динамика объема КО США в портфелях иностранных инвесторов из Японии.
9 марта	В докладе ФРС США “Beige Book” отмечаются улучшение рынка труда и рост цен на уровне производителей. В докладе ФРС США “Beige Book” отмечается улучшение рынка труда почти во всех штатах США по сравнению данными в предыдущем отчете. Хотя в ряде регионов произошло повышение уровня заработной платы, в целом, этот индикатор увеличивается умеренными темпами. Тем не менее, производственные издержки продолжают расти из-за высоких цен на сырье. Как и в предыдущем докладе “Beige Book”, отмечается, что рост цен на уровне производителей пока не приводит к скачку потребительских цен. Тем не менее, риск ускорения инфляции сохраняется, что будет держать долговой рынок США в напряжении.
11 марта	ФСФР предлагает разрешить ВЭБу инвестировать пенсионные средства в акции и корпоративные облигации. Такое предложение содержится в стратегии развития фондового рынка на 2005-2008 гг. По мнению чиновников, инвестиции пенсионных средств в госдолг не позволяют обеспечить приемлемый уровень прибыльности, что ставит под сомнение эффективность пенсионной реформы. Кроме того, в планы ФСФР входит увеличить капитализацию рынка акций до 50% ВВП с текущих 40%, а корпоративных облигаций – до 3% ВВП с текущих 1,5% ВВП.
15 марта	Объем нетто-покупок ценных бумаг США иностранными инвесторами вырос в январе до \$91,5 млрд превысив прогноз \$58,5 млрд и предыдущее значение \$60,7 млрд. Столь резкое увеличение данного индикатора достигнуто за счет сегмента КО США. Так, объем нетто-покупок КО США со сроками обращения от 2-х лет составил в январе \$30,75 млрд, почти в 4 раза превысив декабрьские данные. На высоком уровне остались показатели нетто-покупки облигаций государственных агентств (\$26 млрд). На корпоративные облигации и акции пришлось порядка \$35 млрд. Таким образом, продолжается мощный приток в США иностранных инвестиций, что позволяет финансировать дефицит платежного баланса. Под влиянием этой новости курс доллара относительно евро укрепился на 0,8% до 1,33 \$/евро.

Источник: оценки Альфа-Банка



Новости компаний и отраслей

Нефть и газ

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

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

Мы повысили прогноз по цене нефти на 2005-2008 гг.

Мы пересмотрели наши прогнозы по цене на нефть, существенно повысив ожидания на 2005-2008 гг., не отказываясь при этом от более устойчивого долгосрочного ценового ориентира в \$23/баррель по сорту Urals. В то же время мы перенесли предполагаемый срок возврата цен на «нормализованный» уровень с 2007 на 2009 год. Мы считаем, что такой подход в целом соответствует тому, как аналитики рынка нефти и финансовые аналитики оценивают перспективы нефтяных цен. Мы бы не хотели, чтобы наш прогноз воспринимался как слишком оптимистичный, либо чрезмерно консервативный, и поэтому пытаемся дать «срез» мнений отрасли и финансового рынка.

Илл. 24. Новый прогноз по цене нефти, \$ за баррель

		2005	2006	2007	2008	2009+
Старый прогноз	Brent	33	28	25	25	25
	Спред	3	2	2	2	2
	Urals	30	26	23	23	23
Новый прогноз	Brent	44	37	33	29	26
	Спред	4	3	3	3	3
	Urals	40	34	30	26	23

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Пересмотр прогнозов цен на нефть привел к росту стоимостных оценок на 18-29%

Наш пересмотр прогнозов нефтяных цен привел к росту стоимостных оценок на 18-29%, в чем учитывается также пересмотр макроэкономических прогнозов (в свете новых цен на нефть), а также небольшое снижение предположения по безрисковой ставке (подробности см. в разделе, посвященном стратегии).

Высокие нефтяные цены имеют значение

Повышение стоимостных оценок – довольно существенное, несмотря на то, что рынок ощущает как незначительный любой выигрыш добывающих компаний от роста нефтяных цен выше \$25/баррель сорта Urals. Причина столь сильного воздействия – в том, что для добывающих компаний цена сырой нефти имеет значение, ибо средняя налоговая нагрузка при прочих равных условиях составляет лишь 80% от увеличения цены на нефть даже при высоком уровне цен (вопреки распространенному на рынке мнению о нагрузке в 90%, или даже ближе к 100%). Этому есть ряд объяснений: 1) компании не являются экспортерами одной лишь нефти (что означало бы ту самую нагрузку в 90%), но имеют диверсифицированную структуру продаж; 2) экспортная пошлина на нефтепродукты заметно ниже, чем на нефть, особенно после изменений формулы ее расчета, вступивших в силу с апреля; и 3) цены внутреннего рынка – не фиксированные, а по большей части зависят от паритета (netback parities) с ценой экспорта (т.е. при высоких ценах производитель выигрывает на внутренних продажах, не облагаемых экспортной пошлиной). (Подробнее об этом см. нашу аналитическую записку от 11 апреля 2005 г.: «Миф о налоговой нагрузке в 90%»).



В среднем российские нефтяные компании сохраняют 20% с каждого дополнительного доллара за баррель нефти при цене свыше \$25/баррель

Из «голубых фишек» мы рекомендуем покупать, прежде всего, ЛУКОЙЛ, а также Сургутнефтегаз

После развенчания мифа о налоговой нагрузке становится ясно, что даже небольшие изменения в ценовых прогнозах, особенно в год, завершающий прогнозный период, гораздо больше воздействуют на котировки, чем сегодня считается.

Одним словом, текущие рыночные котировки не являются адекватным отражением изменений (в сторону повышения) долгосрочных прогнозов по ценам на нефть, и все меньше отражают даже краткосрочные ценовые тенденции. Страсти вокруг «дела Юкоса» понемногу улягутся, и рынку волей-неволей придется смириться с вмешательством государства в нефтяную отрасль. При этом воздействие роста нефтяных цен на оценку справедливой стоимости компаний будет, как мы полагаем, осознаваться глубже. Тот, кто не сможет правильно определить степень налоговой нагрузки на нефтяные компании, рискует сильно недооценить потенциал их роста.

Из наиболее ликвидных компаний мы по-прежнему выделяем ЛУКОЙЛ как наш фаворит; сейчас компания имеет хороший потенциал роста (30%) до справедливой цены \$45,2 и заслуживает рейтинг ПОКУПАТЬ. Для нас Сургутнефтегаз - не лучший, но возможный альтернативный выбор, слабость которого можно проигнорировать, пока добыча нефти увеличивается в условиях высоких цен на нефть. Компания имеет потенциал роста в 25% до справедливой цены в \$0,93 и имеет рейтинг ПОКУПАТЬ. Татнефть, из нефтяных компаний имеющая максимальную чувствительность к ценовым изменениям (в силу ее низкой прибыльности), обещает привлекательный потенциал роста (24%) до новой справедливой цены \$2,09 - при рейтинге ПОКУПАТЬ. Наименее привлекательным активом остается Сибнефть. В общем, она – наряду с другими нефтяными компаниями – получила за счет увеличения прогнозов цен позитивный импульс, но присущие ей риски снижают привлекательность вложений в Сибнефть. Мы даем по ее акции рекомендацию ДЕРЖАТЬ при потенциале роста в 13% до справедливой цены в \$3,68.

В целом, мы сохраняем уверенность в привлекательности Газпрома, учитывая реорганизацию сектора. Наша оценка стоимости компании остается, по сути, неизменной. Хотя экспортные цены газа и подтягиваются следом за ростом прогнозных цен на нефть, мы на данной стадии изъяли из наших оценок предположение о переходе компании Юганскнефтегаз под контроль Газпрома. Но как бы то ни было, с нашей точки зрения, перспективы инвестиций в бумаги газовой монополии определяются не столько ее фундаментальными показателями, сколько трансформациями, наблюдающимися в российском нефтегазовом секторе и роль которую в них будет играть Газпром. Наша рекомендация по акциям Газпрома - ПОКУПАТЬ (33%-ный и 55%-ный потенциал роста до справедливой цены АДА и внутренней акции - \$44,4 и \$4,44, соответственно).

Илл. 25. Новые рекомендации и справедливые цены

	Справедливая стоимость			Рыночная цена \$ за акцию	Потенциал роста %	Рекомендация
	старая	новая	изменение			
ЛУКОЙЛ	36,19	45,24	25%	34,75	30	ПОКУПАТЬ
Сургутнефтегаз (обыкновенные)	0,77	0,93	20%	0,74	25	ПОКУПАТЬ
Сургутнефтегаз (привилегированные)	0,49	0,65	33%	0,62	5	ДЕРЖАТЬ
Сибнефть	3,12	3,68	18%	3,25	13	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1,62	2,09	29%	1,70	24	ПОКУПАТЬ
Татнефть (привилегированные)	0,81	1,36	68%	0,98	40	ПОКУПАТЬ
Газпром (АДА)	44,50	44,42	0%	33,50	33	ПОКУПАТЬ
Газпром (внутренние)	4,45	4,44	0%	2,86	55	ПОКУПАТЬ

Источник: оценка Альфа-Банка

Газпром

Илл. 26. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	26 719	32 727	42 926	44 111
ЕБИТДА, млн. \$	10 625	11 862	18 243	17 519
Чистая прибыль, млн. \$	5 186	6 098	8 553	8 580
P/E	13,2	11,2	8,0	8,0
EV/ЕБИТДА	7,9	7,1	4,6	4,8
Капитализация, млн. \$	68 463			
EV, млн. \$	83 849			
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

Дата	Событие
2 марта	Объединение Газпрома с Роснефтью продолжится согласно первоначальной схеме; Юганскнефтегаз в сделке не участвует...пока Предправления Газпрома Алексей Миллер и президент Роснефти Сергей Богданчиков объявили о том, что процесс объединения двух компаний состоится: передав Газпрому 100% акций Роснефти (как и предполагалось изначально), государство напрямую получит контрольный пакет акций газовой монополии. Объединение компаний позволит государству снять ограничения для нерезидентов на операции с акциями Газпрома. Что касается Юганскнефтегаза, то руководители Газпрома и Роснефти заявили, что эта компания в сделке участвовать не будет: ее превратят в самостоятельную 100%-ную госкомпанию.
14 марта	Христенко: Основные процедуры консолидации активов Газпрома и Роснефти будут завершены в июне Минпромэнерго распространило заявление Виктора Христенко о том, что план совместных действий по консолидации активов Газпрома и Роснефти согласован. Основные процедуры будут завершены в июне, говорится в заявлении Христенко. О конкретных механизмах консолидации ничего сказано не было.
22 марта	Газпром предлагает «отпустить» цены на газ для промышленных потребителей начиная с 2006 г., но шансы монополии получить поддержку государства минимальны Предправления Газпрома Алексей Миллер предложил полностью либерализовать тарифы на газ для промышленных потребителей с 2006 г., используя рыночные механизмы. Для населения и бюджетников предлагается сохранить регулируемые тарифы.
29 марта	Шувалов подтверждает, что слияние Газпрома и Роснефти завершится к середине лета В своем выступлении на проходящей в США конференции Торговой Палаты Помощник Президента РФ Игорь Шувалов заверил инвесторов, что слияние Газпрома и Роснефти состоится «в намеченные сроки» - не позднее июня-июля этого года. Шувалов не уточнил, какая именно схема выбрана для проведения этой сделки. С аналогичными заявлениями несколько ранее выступали руководитель Минпромэнерго Виктор Христенко и министр экономического развития и торговли Герман Греф.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 29. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	22 299	32 201	36 096	32 880
EBITDA, млн. \$	4 196	6 542	6 858	6 383
Чистая прибыль, млн. \$	3 701	3 973	4 376	4 034
P/E	8,1	7,5	6,8	7,4
EV/EBITDA	7,6	4,9	4,6	5,0
Капитализация, млн. \$	29 806			
EV, млн. \$	31 807			
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

Дата	Событие
22 марта	ЛУКОЙЛ намерен довести свою долю в Ритеке до 64% ЛУКОЙЛ намерен увеличить свою долю в капитале Ритека на 5% до 64,2%. Решение утверждено правлением ЛУКОЙЛА. После получения разрешения от ФАС акции будут выкупаться у третьих сторон по рыночным ценам. Решение ЛУКОЙЛА должно порадовать рынок, который давно уже ожидал консолидации доли ЛУКОЙЛА в компании. Консолидация РИТЭКа укладывается в стратегию ЛУКОЙЛА по увеличению долей в дочерних предприятиях, подстегиваемый стремлением удержать статус крупнейшего нефте-производителя в России. Решение ЛУКОЙЛА послужит сильной поддержкой акциям РИТЭКа, тем более, что рынок, скорее всего, будет ожидать продолжения консолидации доли компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 32. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	7 017	9 270	10 637	9 695
EBITDA, млн. \$	2 337	3 305	2 846	2 490
Чистая прибыль, млн. \$	2 278	2 551	2 197	1 820
P/E	6,9	6,1	7,1	8,6
EV/EBITDA	7,3	5,1	6,0	6,8
Капитализация, млн. \$	15 646			
EV, млн. \$	17 003			
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 Славнефти

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

Дата	Событие
28 марта	Сибнефть выиграла аукцион на разработку двух участков в ХМАО Сибнефть получила право на разработку двух нефтяных участков в Ханты-Мансийском АО – Салымский-2 и Салымский-3. Эти два участка обойдутся компании в \$19,6 млн. Извлекаемые ресурсы месторождений составляют оценочно 360 млн. баррелей (49,36 млн. т). Т.о., каждый баррель ресурсов обошелся Сибнефти в \$0,05. Лицензия позволяет Сибнефти проводить геологическое изучение участков в течение 5 лет с гарантированной возможностью получения права на добычу при успешной разведке.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 35. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	8 904	12 841	16 148	14 892
ЕБИТДА, млн. \$	2 933	4 057	4 094	3 965
Чистая прибыль, млн. \$	1 792	2 503	2 406	2 211
P/E	15,6	12,1	12,6	13,7
EV/ЕБИТДА	4,9	3,6	3,5	3,6
Капитализация, млн. \$	32 464			
EV*, млн. \$	14 459			
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	6 095	6 827	6 132
ЕБИТДА, млн. \$	920	1 431	1 306	1 192
Чистая прибыль, млн. \$	509	845	687	599
P/E	7,5	4,5	5,6	6,4
EV/ЕБИТДА	5,2	3,3	3,7	4,0
Капитализация, млн. \$	3 970			
EV, млн. \$	4 794			
Добыча, млн. бнэ	185			
Запасы, млн. бнэ	6 211			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 38. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Зависимость от правительства Татарстана (31.1% голосующих акций)
- Неразвитые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)
- Выработанные на 90% запасы ведут к более высоким издержкам на добычу

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Илл. 39. Основные события

Дата	Событие
4 марта	Татнефть выявила ошибки в отчетах за 2001 г. - 1П03 по US GAAP; сроки выхода отчета за 2003 г. не определены Татнефть объявила о выявлении погрешностей в отчетах за 2001 г. – первую половину 2003 г. по US GAAP. Из-за ошибок в учете расходов по отложенному налогу на прибыль, а также расходов на износ, амортизацию и истощение запасов чистая прибыль компании за 2001-2002 гг. оказалась завышенной (износ и амортизация занижены на \$73 млн в отчете за 2002 г. и на \$7 млн – за 2001 г.) На сколько именно завышена чистая прибыль, компания не уточняет. В отчете за 1П03 отложенный налог на прибыль за 2002 г. оказался, наоборот, завышенным, в результате чего компания показала чистую прибыль на \$64 млн меньше, чем следовало бы. Однако, согласно компании, с учетом корректировки по ряду других статей, окончательная цифра по чистой прибыли не сильно изменится. Окончательные измененные цифры будут опубликованы вместе с отчетом за 2003 г. по US GAAP. Сроки публикации компания не называет.
11 марта	Правительство опять отложило введение дифференцированного налога на добычу: потенциал роста акций Татнефти и Башнефти может снизиться Акции нефтедобывающих компаний с высокими издержками, в т.ч. Татнефти и Башнефти, могут лишиться мощного фактора роста: правительства отложило, как минимум на год, принятие решения по введению дифференцированного налога на добычу. Эта новость может оказаться позитивной для производителей с низкими издержками, в частности, Сибнефти, которым теперь повышение этого налога не будет грозить как минимум до марта 2006 г.
14 марта	Правительство Татарстана рекомендует Татнефти выплатить дивиденды за 2004 г. в размере 15% чистой прибыли; дивидендная доходность «префов» может составить 9% Правительство Татарстана (владеет 36% голосующих акций через Связынвестнефтехим) предложило Татнефти направить на выплату дивидендов 15% чистой прибыли, полученной по итогам 2004 г. Татнефть пока не объявляла окончательные данные о чистой прибыли за 2004 г. по РСБУ, используемой для расчета дивидендов. Если же исходить из размера уже объявленной доналоговой прибыли за прошлый год (\$1,25 млрд), чистая прибыль может быть достаточно большой – на уровне \$890 млн (используя при расчетах эффективную ставку налога на прибыль в 29%, которую компания показала за 9 мес. 2004 г.), а дивидендные выплаты, соответственно, \$133 млн. Таким образом, коэффициент выплаты дивидендов может быть вдвое выше прошлогоднего (7%), а общая сумма дивидендных платежей в 5 раз больше, чем по итогам 2003 г.

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	15 674	21 839	20 986	19 735
ЕБИТДА, млн. \$	5 442	7 469	6 037	5 517
Чистая прибыль, млн. \$	4 474	5 345	4 256	3 849
P/E	0,3	0,2	0,3	0,3
EV/ЕБИТДА	2,4	1,7	2,1	2,3
Капитализация, млн. \$	1 253			
EV, млн. \$	12 885			
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

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Разрешение конфликта с властями

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Илл. 42. Основные события

Дата	Событие
9 марта	Юкос оспаривает решение Летиции Кларк в окружном суде США; апелляция может быть рассмотрена в течение недели Юкос подал вторую апелляцию на решение суда г.Хьюстон, отказавшегося рассматривать дело о добровольном банкротстве компании по законам США – на этот раз в вышестоящую инстанцию (Федеральный суд Южного округа штата Техас). Судья Хьюстонского суда по делам о банкротстве Летиция Кларк уже дважды отклоняла ходатайства Юкоса, ссылаясь на отсутствие юрисдикции. Новую апелляцию будет рассматривать судья Нэнси Атлас (предположительно на следующей неделе). Г-жа Атлас выразила надежду, что до момента вынесения постановления суда никакие активы Юкоса продаваться не будут, отметив при этом, что «это не приказ суда, а только пожелание». Юкос уже дважды отказали в аналогичных апелляциях, поэтому его шансы добиться своего с третьей попытки представляются нам небольшими.
15 марта	Александр Темерко, старший вице-президент ЮКОСа, отвечавший за связи с государством, покидает компанию Совет директоров ЮКОСа рекомендовал уволить старшего вице-президента компании Александра Темерко. По словам председателя совета директоров ЮКОСа Виктора Герашенко Александр Темерко покинул компанию по собственному желанию. В компании Темерко был ответственным за связи с государством. Вполне возможно, что практическим отсутствием надежд на какой-либо продуктивный диалог с властью, в должности занимаемой Темерко, теперь просто больше нет нужды. Согласно собственному заявлению Темерко, его уход связан с планируемой реорганизацией компании, детали которой будут озвучены в ближайшем будущем.
18 марта	Суд США отклонил ходатайство Юкоса о защите активов компании на период апелляции Судья окружного суда штата Техас Нэнси Атлас отклонила ходатайство Юкоса о защите активов компании на период рассмотрения апелляции. В скором времени в окружном суде будет рассматриваться апелляция Юкоса на решение нижестоящего суда не рассматривать дело о банкротстве, но шансы на положительное решение минимальны. Свое решение Н.Атлас мотивировала тем, что, по ее мнению, данное дело не должно рассматриваться ни в суде Южного округа штата Техас, ни в любом другом суде США.
21 марта	Генеральная прокуратура советует дочкам Юкоса взыскивать \$11,5 млрд возмещения убытков с материнской компании. Генеральная прокуратура направила письма главам двух ключевых оставшихся дочерних компаний Юкоса, Самарнефтегаза и Томскнефти, в которых рекомендует им требовать с Юкоса возмещения убытков в размере \$11,5 млрд., возникших в результате использования Юкосом трансфертных цен в 2001-2003. Давление на менеджмент дочерних компаний следовать этим «рекомендациям» очень высоко, так как и Сергей Шимкевич (глава Томскнефти) и Павел Анисимов (глава Самарнефтегаза) на данный момент находятся под следствием.
22 марта	Государство открывает «второй фронт» в войне за активы Юкоса Юганскнефтегаз намерен подать иск с требованием о банкротстве Юкоса. Об этом сообщил Интерфакс со ссылкой на предправления Юкоса Александра Темерко. Если Юганскнефтегазу удастся через суд востребовать с Юкоса \$11 млрд, то дочка Роснефти наряду с государством (долг перед бюджетом превышает \$6 млрд) сможет стать его крупнейшим кредитором. Роснефть утверждает, что именно такую сумму бывшая материнская компания должна вернуть Юганскнефтегазу за неэффективное управление, повлекшее недополучение выручки, а также налоговую задолженность в размере \$5,1 млрд.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Энергетика**

Виталий Зархин, (7 095) 788-0320

Роман Филькин, (7 095) 783-5009

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

РАО ЕЭС**Илл. 43. Основные события**

Дата	Событие
9 марта	Правительство собирается усилить контроль над ОГК Правительство предложило передать функции собрания акционеров ОГК от Правления РАО ЕЭС к Совету директоров с целью усиления контроля над ОГК со стороны акционеров РАО ЕЭС. Данное предложение по изменению процедуры управления ОГК было сделано Министерством экономического развития и торговли и уже получило поддержку со стороны ряда миноритарных акционеров РАО ЕЭС. Комитет по Стратегии и реформированию РАО ЕЭС рассмотрит это предложение на своем заседании 15 марта, и может рекомендовать Совету директоров РАО ЕЭС внести данный вопрос в повестку общего годового Собрания акционеров компании в качестве поправки к уставу РАО ЕЭС.
11 марта	Счетная палата призывает Правительство ускорить принятие решений по реформе Состоялось заседание Коллегии Счетной Палаты РФ, на котором рассматривались результаты проверки процесса реформирования РАО ЕЭС в 2003-2004 годах. В то время как замечание к менеджменту РАО ЕЭС в основном носили технический характер, Счетная Палата выразила неудовлетворение задержками в решениях по реформе со стороны Правительства, в особенности в отношении схемы и сроков увеличения доли государства в Федеральной сетевой компании (ФСК). После окончания реорганизации РАО ЕЭС, государство получит 52.7% в ФСК, в то время как законодательство предусматривает дальнейшее увеличение доли государства в ФСК как минимум до 75%. Правительство пока не определилось со сроками и механизмом этого процесса. Кроме того, Счетная Палата поручила менеджменту РАО ЕЭС составить реестр объектов, которые должны будут войти в ФСК.
21 марта	Минпромэнерго одобрило создание Норильско-Таймырской генерирующей компании Межведомственная комиссия Министерства промышленности и энергетики по реформе электроэнергетики одобрила проект создания Норильско-Таймырской генерирующей компании в процессе реструктуризации Таймырэнерго (100% акций принадлежит РАО ЕЭС). План создания Норильско-Таймырской генерирующей компании предполагает, что РАО ЕЭС получит 49% акций новой компании, в то время как доля Норильского Никеля составит 51%. Компании будут переданы в аренду на десять лет генерирующие активы Таймырэнерго (две ГЭС общей мощностью 1,041 МВт) и активы Норильскэнерго (три ТЭЦ общей мощностью 1,205 МВт). Также межведомственная комиссия поручила Правлению РАО ЕЭС проработать возможность последующей продажи генерирующих активов Таймырэнерго.
23 марта	РАО ЕЭС займется алюминиевым бизнесом через совместный проект с РУСАЛом Согласно заявлению Председателя Правления РАО ЕЭС, энергохолдинг и Базэл нашли потенциальное компромиссное решение касательно достройки Богучанской ГЭС (65% акций принадлежит РАО ЕЭС, 31% - РУСАЛ), которая будет осуществляться на паритетной основе. Соглашение предполагает, что Базэл и РАО ЕЭС будут иметь 50% акций гидроэлектростанции, а в обмен на снижение своей доли РАО ЕЭС получит 50% в алюминиевом заводе, который планирует строить в этом регионе РУСАЛ (объем инвестиций составляет порядка \$2.5 млрд.) и который будет потреблять около трех четвертей вырабатываемой на ГЭС электроэнергии.
25 марта	Совет директоров РАО ЕЭС одобрил создание Норильско-Таймырской энергетической компании и утвердил дату ОСА 29 июня Состоялось очередное заседание Совета директоров РАО ЕЭС. Наиболее важным решением заседания стал вопрос распоряжения генерирующими активами Таймырэнерго (100% акций принадлежит РАО ЕЭС). Совет директоров одобрил создание Норильско-Таймырской энергетической компании (НТЭК) как совместное предприятие с Норильским Никелем, которое получит в аренду на десять лет активы Таймырэнерго (две ГЭС общей мощностью 1,041 МВт) и активы филиала Норильского Никеля Норильскэнерго (три ТЭЦ общей мощностью 1,205 МВт). Согласно плану доля РАО ЕЭС в капитале НТЭК составит 49%, в то время как Норильский Никель получит контрольный пакет - 51% акций создаваемой компании.
28 марта	МЭРТ предлагает провести первый аукцион по ОГК до конца года за деньги и акции РАО ЕЭС Министерство экономического развития и торговли (МЭРТ) подготовило проект решения по судьбе ОГК, который должен быть представлен в Правительство до конца марта. МЭРТ предлагает провести первые аукционы ОГК до завершения разделения РАО ЕЭС, причем платежными средствами на них будут как денежные средства, так и акции энергохолдинга. Пилотную ОГК-5 (8.6 ГВт), которая должна осуществить переход на единую акцию в июне и начать торговаться в июле, предлагается продать до конца этого года. В то же время, решения о последующих продажах ОГК должно приниматься исходя из результата продажи ОГК-5.

Источник: оценки Альфа-Банка



Иркутскэнерго

Илл. 44. Основные события

Дата	Событие
4 марта	Иркутскэнерго утвердило кандидатов в Совет директоров компании Совет директоров Иркутскэнерго на заседании 3 марта утвердил список кандидатов на предстоящие выборы в новый совет директоров компании. Согласно официальной информации, государство, владеющее 40% акций Иркутскэнерго, предложило семь кандидатов, в то время как частные акционеры выдвинули пятнадцать. Совет директоров Иркутскэнерго состоит из 11 членов, из которых в настоящее время пять – представители государства, четыре – Базового элемента и два – КЭС.

Источник: оценки Альфа-Банка

Телекомы

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

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

Либерализация рынка ДС начнется с 1 июля 2005 г.

Выбранный властями «горизонтальный» тип либерализации рынка дальней связи благоприятствует местным операторам

Услуги ДС будут предоставлять операторы ДС, которым достанется также и вся выручка

Год 2005 становится решающим годом для российского рынка телекомов, с точки зрения перемен его ландшафта: вводится новое регулирование, ожидается либерализация рынка дальней связи (ДС) и потенциальная приватизация традиционных операторов. Недавно правительство утвердило второй документ, важный для либерализации рынка дальней связи, и подтвердило ее «горизонтальный» сценарий.

В целом, «горизонтальный» сценарий благоприятствует местным операторам проводной связи, располагающим собственными средствами доступа к «последней миле». В этом сценарии использована идея «контент-провайдеров»: любой абонент на территории России должен иметь доступ к любому провайдеру контента (т.е. оператору дальней связи) - либо путем набора добавочного «префикса», либо путем предварительного заказа (через местного оператора).

Противоположный – так называемый «вертикальный» сценарий – предполагает право любого оператора создавать прямые каналы доступа к абоненту. Этот сценарий благоприятствует операторам ДС, которые получают право обслуживать самых выгодных клиентов. Здесь имеется риск неравномерности инвестиций: создание избыточной инфраструктуры на самых прибыльных направлениях, вместо «социально значимых».

Либерализация рынка значительно изменила «status quo», с точки зрения доступа к абонентам. В настоящий момент у региональных телекомов при оказании услуг ДС имеется монопольный доступ к абонентам. После либерализации эти услуги будут предоставлять операторы ДС, которые получают от абонентов всю выручку от звонков на дальние расстояния (см. Илл. 45 ниже).

Илл. 45. Взаимоотношения: абонент/ДС/местный оператор

Сегодня



После ДС либерализации



Источник: оценка Альфа-Банка

Интерконнект будет существовать между оператором ДС и внутризоновым оператором

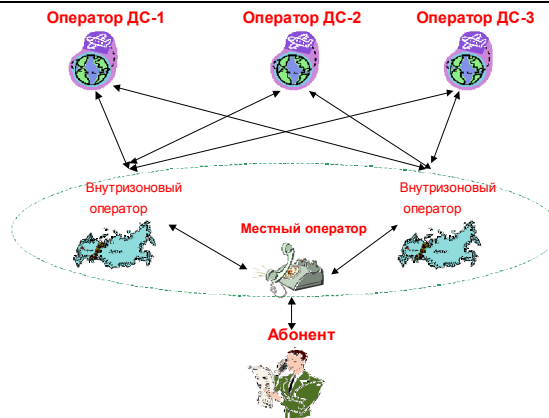
По новым правилам регулирования, между оператором ДС и местным оператором не будет «прямого интерконнекта»: он будет между оператором ДС и внутризоновым оператором. С учетом новых требований в отношении таких операторов мы предполагаем, что ими могут быть местные операторы, либо Ростелеком (если ему будет позволено «откусить» от «пирога» выручки потенциального местного оператора, что сомнительно).

Мобильные операторы будут иметь статус внутризоновых операторов

Внутризоновый оператор получит лицензию на оказание услуг в конкретных регионах России (из их общего числа 88). Прямой обмен трафиком ДС между внутризоновыми операторами в разных регионах будет запрещен.

По заявлениям представителей Министерства ИТ и связи, в целях ДС интерконнекта мобильные операторы будут иметь статус внутризоновых операторов, при условии, что они оперируют «внегеографическими» кодами, специфическими для каждого макрорегиона (единственное исключение – Вымпелком, все еще применяющий на территории России одни и те же «внегеографические» коды; в этом была одна из косвенных причин нехватки у него номерной мощности, с которой Вымпелком столкнулся летом 2004 г.).

Илл. 46. Взаимоотношения: абонент/ДС/местный оператор



Источник: оценка Альфа-Банка

Все будет зависеть от содержания 166 приказов, которые будут изданы с целью конкретизировать порядок исполнения новых «Правил»

Новые «Правила присоединения сетей» носят (в отличие от первоначально предложенного проекта) более общий характер. Во исполнение «Правил» Мининформсвязи предполагает издать 166 новых приказов и распоряжений, которые уже не подлежат согласованию ни с правительством, ни с участниками рынка. Последнее обстоятельство повышает риск непредсказуемости содержания будущих распоряжений министерства.

Новые «Правила» вступают в силу с 1 июля 2005 г.

Новые правила, вступающие в силу с 1 июля 2005 г., предполагают, что операторы дальней связи получают плату в размере 100% тарифа, а затем выплачивают комиссию местным и внутризоновым операторам. Однако в каком соотношении будет распределяться выручка, и каким будет размер платы за терминацию, пока не известно.

В течение двух недель вводится система «платит звонящий»

В течение двух недель будет принят документ, регулирующий введение системы СРР («платит звонящий»). Принятие нового документа может иметь ряд последствий для акций анализируемых нами компаний:

Судя по всему, бизнес МРК не пострадает

- В краткосрочной перспективе бизнес МРК не пострадает: они обладают монопольным правом доступа к последней миле и у них есть больше шансов получить внутризоновые лицензии. В более отдаленной перспективе возможно сокращение валовой прибыли МРК вследствие снижения тарифов на дальнюю связь и



изменения доли, достоящейся оператору дальней связи (в частности, если с 1 января 2007 г. будет отменено перекрестное субсидирование). С другой стороны, выручка МРК может увеличиться в результате перехода на систему СРР, но, по нашим оценкам, выигрыш будет незначительным.

Ростелеком может лишиться значительной части выручки и рынка

- Более негативными могут быть последствия для Ростелекома, особенно в долгосрочной перспективе, когда на рынке появятся новые операторы дальней связи и «отнимут» часть выручки. Мы полагаем, что Ростелеком окажется в проигрыше даже в том случае, если сможет увеличить выручку от сдачи каналов в аренду другим операторам дальней связи (т.е. своим конкурентам). По нашим оценкам, в долгосрочном плане Ростелеком потеряет до 30% своей выручки. Если же говорить о краткосрочной перспективе, то выручка (а не рентабельность) компании может вырасти в силу того, что с 1 июля 2005 г. на счета Ростелекома начнут поступать платежи от абонентов.

Может несколько снизиться рентабельность у Голден Телекома

- Есть опасность некоторого снижения рентабельности у Голден Телекома: даже если компания получит лицензию на дальнюю связь, ей придется маршрутизировать трафик своих абонентов через внутризонального оператора (т.е. через одну из МРК): прямое присоединение между оператором дальней связи и местным оператором, минуя оператора внутризонального, запрещено. Другая проблема, с которой может столкнуться Голден Телеком – рост себестоимости опорной сети, т.к. эту сеть придется арендовать у конкурента – Ростелекома или Транстелекома.

На бизнесе мобильных операторов новые «Правила» практически не отразятся

- С точки зрения присоединения сетей, мобильные операторы, по-видимому, будут рассматриваться как внутризональные. Стоимость их бизнеса существенно не изменится. Переход на систему СРР также не будет иметь особого эффекта, если объем трафиков M2F и F2M, а также стоимость останутся на прежнем уровне (то же самое можно сказать и об обмене трафиком с другими операторами мобильной связи). В целом же мы полагаем, что будет наблюдаться тенденция к росту эфирного времени (как это произошло на Украине после введения СРР).

На данный момент мы не меняем рекомендации по акциям и их расчетные цены: необходимо дождаться выхода приказов Мининформсвязи, конкретизирующих порядок исполнения принятых «Правил».



Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 47. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	361	584	761	948
EBITDA, млн. \$	115	171	229	288
Чистая прибыль, млн. \$	55	65	96	125
P/E	16,8	14,4	9,7	7,5
EV/EBITDA	7,7	5,2	3,8	3,1
Капитализация, млн. \$	930			
EV, млн. \$	880			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 48. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Самый большой альтернативный оператор в России
- Широкая представленность на региональном рынке и Украине

Слабые стороны

- Относительно низкая ликвидность
- Ограниченная транспортная инфраструктура

Возможности

- Дальнейшее расширение в регионы и страны СНГ
- Национальная лицензия дальней связи
- Рост рентабельности вследствие улучшения управления

Угрозы

- Увеличение платежей Ростелекому за аренду каналов связи

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 49. Основные события

Дата	Событие
9 марта	Выходит отчет Голден Телекома за 2004 г.: показатели будут на уровне расчетных, норма EBITDA 29% Должен выйти отчет Голден Телекома за 2004 г. Мы полагаем, что фактические финансовые показатели не будут сильно отличаться от прогнозов, публиковавшихся ранее самой компанией. Последний такой прогноз инвесторы получили от Голден Телекома месяц назад (8 февраля). По оценкам компании, сделанным в ноябре прошлого года, выручка за 2004 г. должна была составить \$580-590 млн. В февральском прогнозе (скорректированном) показатель EBITDA был снижен на 7% до \$172 млн, (норма EBITDA – на 3 п.п. до 29%) из-за повысившихся тарифов на интерконнект (мы считаем, что отчасти это произошло из-за усиления контроля за Интернет-телефонией), расходов на реорганизацию (объединение с Comincom/Combellga), появления дополнительных статей коммерческих и общехозяйственных расходов. Т.о., из последнего (февральского) прогноза компании следует, что норма EBITDA за 4Кв04 составила лишь 28%.
10 марта	Вышедший отчет Голден Телекома за 4Кв04 и 2004 г. не должен повлиять на текущие котировки акций компании Как мы и предполагали, финансовые показатели соответствуют прогнозам: Рост выручки составил 62% год-к-году, однако только на четверть он является следствием органического роста компании, остальное – доходы от консолидации Comincom/Combellga (отражаются на балансе Голден Телекома с 1 декабря 2003 г.). Оказал влияние также ряд статей, носящих разовый характер, в т.ч. расходы по реорганизации Comincom/Combellga (\$7,3 млн), расходы, связанные с продажей части мобильных активов на Украине (около \$4 млн) и др. Все это вместе взятое, а также повысившиеся тарифы на интерконнект с национальным оператором проводной связи привело к снижению нормы EBITDA на 3 п.п. (до 32%). Фактическая ставка налога составила 32%.

Источник: оценки Альфа-Банка

МТС

Илл. 50. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	2 546	3 887	5 152	5 885
EBITDA, млн. \$	1 339	2 095	2 730	3 149
Чистая прибыль, млн. \$	517	1 023	1 335	1 566
P/E	26,7	13,5	10,3	8,8
EV/EBITDA	11,6	7,4	5,7	4,9
Капитализация, млн. \$	13 814			
EV, млн. \$	15 477			
Число абонентов, '000	0			
Кол-во акций, млн.	399			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 51. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Относительно небольшое количество акций в свободном обращении
- Возможное избыточное предложение бумаг в следствии продажи ДТ доли в МТС

Возможности

- Расширение на рынки СНГ (и разумные затраты на это)
- Включение в индекс MSCI

Угрозы

- Введение Резерва универсального обслуживания

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 52. Основные события**

Дата	Событие
21 марта	Выходит отчет МТС за 4Кв04: мы прогнозируем снижение рентабельности Выходят финансовые отчеты МТС за 4Кв04 и 2004 г. Большинство аналитиков считают, что результаты будут плохими. Единственное в чем расходятся аналитики, так это в оценке того, насколько большим будет снижение показателей – в первую очередь рентабельности. Прогнозируя размер выручки, мы учли возможность снижения ARPU на 17% в России и на 12% на Украине. В России ARPU может снизиться особенно сильно из-за действия сезонных факторов и сверхактивного маркетинга, с помощью которого МТС надеялась сохранить свои позиции на рынке (в результате начатой в ноябре прошлого года маркетинговой компании показатель «проникновение SIM-карты» повысился, а, ARPU -заметно снизился).
22 марта	Отчет МТС за 4Кв04: Плохие результаты сюрпризом не стали МТС выпустила отчеты за 4Кв04 и 2004 г. Результаты близки к нашему прогнозу. Еще раз повторим, что показатели плохие, хотя для многих аналитиков сюрпризом они не стали: ухудшение по двум ключевым показателям - ARPU (-20% кв-к-кв) и рентабельности (-22%) в России и на Украине (-19% и -16%, соответственно). Т.о., впервые на нашей памяти МТС показало сокращение консолидированной выручки (-1% кв-к-кв). Норма EBITDA фактически «провалилась» - до 46% в 4-м кв (3-й кв - 58%) из-за резкого роста операционных расходов, связанных со сверхактивным маркетингом в течение отчетного квартала с целью сохранить первое место на российском рынке по числу абонентов.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом**Илл. 53. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1 336	2 206	3 268	3 970
EBITDA, млн. \$	613	1 063	1 627	2 054
Чистая прибыль, млн. \$	234	365	748	982
P/E	30,0	19,3	9,4	7,2
EV/EBITDA	13,3	7,7	5,0	4,0
Капитализация, млн. \$	7 030			
EV, млн. \$	8 175			
Число абонентов, '000	0			
Кол-во акций, млн.	205			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 54. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 55. Основные события

Дата	Событие
9 марта	Вымпелком подтвердил свои лидирующие позиции на российском рынке в феврале по чистому приросту абонентов Рост рынка мобильной связи в феврале был более скромным по сравнению с январем, тем не менее, уровень проникновения мобильной связи вырос еще на 2,4 п.п. до 56,3%. Результаты деятельности операторов связи были на уровне января с единственным исключением в отношении Мегафона, который первый раз в истории занял первое место по чистому приросту абонентов в Москве (36,5%), хотя мы не ожидаем продолжения этой тенденции (покрытие в Москве уже достигло 107%, а верхняя граница ограничена в любом случае). Вымпелком опять продемонстрировал лидерство в росте во всех сегментах (Россия в целом, Санкт-Петербург, регионы).

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 56. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	473	559	646	728
EBITDA, млн. \$	207	232	254	278
Чистая прибыль, млн. \$	70	71	76	78
P/E	20,6	20,1	18,8	18,4
EV/EBITDA	7,2	6,4	5,8	5,3
Капитализация, млн. \$	1 365			
EV, млн. \$	1 478			
Используется линий, '000	4 128			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 57. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Доступ к последней миле в Москве

Слабые стороны

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

Возможности

- Пересмотр соглашений с Ростелекомом о расчетах за дальнюю связь

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Связьинвест

Илл. 58. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	5 125	6 177	7 276	7 706
EBITDA, млн. \$	1 563	1 882	2 189	2 475
Чистая прибыль, млн. \$	299	432	512	706
P/E	11,9	8,2	7,0	5,0
EV/EBITDA	2,0	1,6	1,4	1,3
Капитализация, млн. \$	3 559			
EV, млн. \$	3 094			
Число абонентов, '000	0			
Кол-во акций, млн.	0			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 59. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Увеличение операционной эффективности
- Развитие новых дополнительных услуг

Угрозы

- Либерализация рынка дальней связи
- Дальнейшее откладывание приватизации Связьинвеста

Источники: оценки Альфа-Банка

Ростелеком

Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	1 039	1 219	1 296	1 358
EBITDA, млн. \$	385	457	381	385
Чистая прибыль, млн. \$	41	98	81	100
P/E	53,5	53,5	53,5	53,5
EV/EBITDA	5,6	4,8	5,7	5,6
Капитализация, млн. \$	2 022			
EV, млн. \$	2 171			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 61. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Либерализация рынка дальней связи

Источники: оценки Альфа-Банка

Холдинги

Система

Илл. 62. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	3 760	5 682	6 988	8 042
ЕБИТДА, млн. \$	1 627	2 512	3 080	3 408
Чистая прибыль, млн. \$	387	525	665	748
P/E	20,3	15,0	11,8	10,5
EV/ЕБИТДА	4,5	2,9	2,4	2,1
Капитализация, млн. \$	7 865			
	7 277			
EV, млн. \$	0			
Кол-во акций, млн.	483			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 63. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Диверсифицированные операции
- Обширный опыт в телеком секторе

Слабые стороны

- Сильная зависимость от стоимости МТС

Возможности

- Приобретение активов Связьинвеста по заниженной цене

Угрозы

- Неспособность развить бизнес вне телеком сектора

Источники: оценки Альфа-Банка

**Металлургия**

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

ММК направит на дивиденды 43% чистой прибыли по РСБУ (\$0,5 млрд)

Сразу несколько российских металлургических компаний объявили о размере дивидендов за 2004 г. Довольно крупные дивиденды может выплатить ММК: общая сумма выплат 14,2 млрд руб. (\$0,5 млрд), или 43% от чистой прибыли по РСБУ (33,4 млрд руб., или \$1,1 млрд). Совет директоров рекомендовал акционерам утвердить одинаковые дивиденды в размере 1,34 руб. (\$0,05) на обыкновенные и привилегированные акции, что предполагает доходность на уровне 9% и 14%, соответственно. По сравнению с 2003 г. (0,027 руб. на обыкновенную и 0,081 руб. на привилегированную акции) это существенно более крупные дивиденды. Мы, однако, не считаем, что последняя рекомендация совета директоров задает некий ориентир для выплаты дивидендов в последующие годы, т.к. определяться со своей дивидендной политикой компания начинает только теперь, после продажи госпакета (о том, какой она будет, мы ожидаем, акционерам будет объявлено до конца 2005 г.). Основными факторами роста котировок являются возможное IPO (2005 г.), решение проблем с дефицитом собственных источников железной руды и коксующегося угля, а также повышение прозрачности.

НкМК утвердил размер дивидендов за 2004 г.

Акционеры Новокузнецкого меткомбината (входит в состав Евразхолдинга) утвердили дивиденды за 2004 г. в размере 15574 рубля (\$541) на акцию на общую сумму \$65 млн. Исходя из предварительных данных по чистой прибыли комбината по РСБУ (\$168 млн), коэффициент выплаты дивидендов составит 39%.

Акции Северстали – самый оптимальный объект для инвестиций среди бумаг компаний черной металлургии

Мы продолжаем считать, что акции Северстали самый оптимальный объект для инвестиций среди бумаг российских предприятий сталелитейной промышленности. В апреле компания, по нашим ожиданиям, выпустит отчет за 4Кв04, который, по-видимому, будет соответствовать ранее объявленным предварительным оценкам самой компании, в том числе и по чистой прибыли за 2004 г. (по МСФО). В этом случае коэффициент дивидендных выплат будет на уровне нашего прогноза - 25%, а дивиденд составит \$0,6 на акцию.

Операционная рентабельность ВСМПО-АВИСМА увеличилась на 6 п.п.

ВСМПО-АВИСМА опубликовала основные показатели за 2002-2003 гг. по МСФО, а также предварительные данные за 2004 г. По оценкам компании, в 2004 г. выручка увеличилась на 39% до \$557 млн. В физическом выражении объем продаж титана увеличился на 30% до 20176 т, а доля этой продукции в выручке составила 63%.

Компания имеет собственное производство титановой губки, и поэтому имеет возможность оптимизировать затраты. В результате норма EBITDA достигла 30% по сравнению с 25% в 2003 г., что существенно выше аналогичного показателя у большинства зарубежных компаний.

Улучшив показатели на операционном уровне, компания смогла повысить рентабельность до 20% (в 2003 г. - 14%). Мы скорректируем финансовую модель на основе фактических финансовых показателей (после выхода отчета за 2004 г. по МСФО).

Норильский Никель

Илл. 64. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	5 196	6 608	6 123	5 437
ЕБИТДА, млн. \$	1 967	2 883	2 242	1 849
Чистая прибыль, млн. \$	861	1 657	1 098	817
P/E	15,3	7,9	12,0	16,1
EV/ЕБИТДА	6,6	4,5	5,8	7,0
Капитализация, млн. \$	13 155			
EV, млн. \$	12 936			
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

Дата	Событие
3 марта	<p>Норильский Никель близок к раскрытию всех данных по МПГ</p> <p>Президент Путин подписал давно ожидаемый указ, который позволяет раскрытие ранее засекреченных сведений о металлах платиновой группы (МПГ) и алмазах. Данный шаг является одним из шагов в длинной серии изменений в законодательстве, которые позволяют окончательно снять секретность с данных по МПГ. Теперь власти на уровне министерств должны изменить соответствующие документы, и мы ожидаем, что процесс займет несколько месяцев.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 67. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	3 202	6 399	6 285	6 448
ЕБИТДА, млн. \$	1 035	2 331	2 031	1 873
Чистая прибыль, млн. \$	591	1 333	1 252	1 125
P/E	N/3	3,7	4,0	4,4
EV/ЕБИТДА	4,5	2,0	2,3	2,5
Капитализация, млн. \$	4969			
EV, млн. \$	4665			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	552			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 68. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение
- Профессиональная команда руководства

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Илл. 69. Основные события

Дата	Событие
14 марта	<p>ЕБИТДА рентабельность Северсталь-Авто (держать, \$16) за 2004 год выросла до 15% с 13% в 2003, наравне с нашими ожиданиями</p> <p>Северсталь-Авто опубликовала финансовые результаты по МСФО. Несмотря на снижение в объемах производства, компания смогла увеличить выручку на 26% до \$799 млн. в 2004 году благодаря изменению продуктового ряда в пользу более дорогих моделей и увеличению отпускной цены.</p> <p>Жесткий контроль над издержками и унификация запасных частей в модельном ряду позволили Северсталь-Авто увеличить рентабельность компании, несмотря на растущие цены на сталь. ЕБИТДА компании выросла на 43% до \$117 млн. в 2004 году, что привело к росту рентабельности ЕБИТДА с 13% в 2003 году до 14.6% в 2004, наравне с нашими ожиданиями. Улучшение оперативного управления позволили компании увеличить чистую прибыль до \$47 млн по сравнению с \$29 млн в 2003.</p>
24 марта	<p>До конца первого полугодия 2005 г. один из нынешних акционеров Северсталь-Авто планирует разместить в ходе IPO 30% своих акций; доля свободнообращающихся акций возрастет до 36-38%</p> <p>Северсталь-Авто планирует предложить в рамках IPO российским и иностранным институциональным инвесторам 8,94 млн своих акций (около 30% нынешнего уставного капитала). Выставить акции на продажу предполагает один из нынешних акционеров - Newdeal Investments Ltd. (контролируется Алексеем Мордашовым). В настоящее время Newdeal Investments контролирует 88% акций. В случае успешного размещения бумаг Newdeal Investments сможет выручить \$130-150 млн.</p>
30 марта	<p>Северсталь опубликовала хорошие результаты за 2004 г. по РСБУ; мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ</p> <p>Северсталь опубликовала хорошие результаты за 2004 г. по российской системе учета. 70%-ный рост выручки (до \$4,527 млрд) по сравнению с 2003 г. связан как ростом производства, так и с ростом цен на металлы. Благодаря жесткому контролю за ростом издержек операционная прибыль увеличилась по сравнению с 2003 г. на 134% (до \$1,988 млрд). Операционная рентабельность выросла соответственно с 32% в 2003 г. до 44% в 2004 г. Для сравнения, ММК и НЛМК увеличили этот показатель в 2004 на 1 п.п. и 8 п.п. до 34% и 50%, соответственно. Благодаря хорошим операционным показателям чистая рентабельность у Северстали выросла с 23% до 30%.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка



Машиностроение

Максим Матвеев CFA, (7 095) 795-3736,

Было много новостей по Северсталь-Авто

В минувшем месяце было особенно много новостей по Северсталь-Авто. 14 марта компания одной из первых в России выпустила отчет за 2004 г. Причина такой оперативности обнаружилась двумя неделями позже, когда компания объявила о готовящемся размещении 30% акций на РТС и ММВБ.

Отчет за 2004 г. по IFRS: Рост выручки и повышение рентабельности одновременно

Отчет за 2004 г., как и ожидалось, оказался хорошим: имело место не только увеличение выручки, но и рост рентабельности. Несмотря на сокращение объема производства, выручка увеличилась на 26% до \$799 млн. Причины – увеличение в продажах доли более дорогих моделей и повышение отпускных цен.

Северсталь-Авто планирует предложить в рамках IPO российским и иностранным институциональным инвесторам 8,94 млн своих акций уже в первом полугодии 2005 г.

Жесткий контроль за ростом издержек и унификация запчастей по всему модельному ряду позволили Северсталь-Авто повысить рентабельность, несмотря на дорогую сталь. Показатель EBITDA вырос сразу на 43% до \$117 млн, норма EBITDA – с 13% в 2003 г. до 14,6% в 2004 г. (как мы и прогнозировали). Улучшив операционные показатели, компания смогла увеличить чистую прибыль до \$47 млн (2003 г. - \$29 млн).

25 марта Северсталь-Авто объявила о своих планах предложить в рамках IPO российским и иностранным институциональным инвесторам 8,94 млн своих акций (около 30% нынешнего уставного капитала). Выставить акции на продажу предполагает один из нынешних акционеров - Newdeal Investments Ltd. (контролируется Алексеем Мордашовым). В настоящее время Newdeal Investments контролирует 88% акций. В случае успешного размещения бумаг Newdeal Investments сможет выручить \$160-180 млн.

В пресс-релизе Северсталь-Авто говорилось, что около половины вырученной в ходе IPO суммы предполагается направить на выкуп акций новой эмиссии. Северсталь-Авто планирует выпустить 4,47 млн новых акций (15% нынешнего уставного капитала). После допэмиссии общее число акций составит 34,27 млн. Newdeal Investments намерена воспользоваться преимущественным правом приобретения новых акций в размере до 88% от объема допэмиссии. Контрольный пакет Северсталь-Авто (свыше 62%) останется за Newdeal Investments и после допэмиссии (если Newdeal Investments приобретет все 100% акций новой эмиссии, ее доля в капитале Северсталь-Авто составит 63,5%).

Мы полагаем, что в апреле Северсталь-Авто разместит свои акции по цене \$18-20, что будет соответствовать стоимости акционерного капитала на уровне \$540-600 млн. При такой цене расчетный на 2005 г. коэффициент EV/EBITDA составит 4,4-4,9. На данный момент мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ и расчетную цену \$18 за акцию.

Федеральные органы продолжают тянуть с выдачей Siemens разрешения на покупку 71% акций Силовых Машин

Судьба сделки Siemens-Силовые Машины все еще не определена. Федеральные ведомства не хотят давать Siemens разрешение на покупку 71% Силовых Машин (все ждут официального решения ФАС). Мы ждем каких-то ответных шагов от Siemens и Интерроса в течение 1Кв05, которые позволили бы им получить добро на эту сделку.



Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	546	620	679	700
ЕБИТДА, млн. \$	57	58	46	44
Чистая прибыль, млн. \$	23	-84	11	15
P/E	6,2		12,3	9,6
EV/ЕБИТДА	5,2	5,1	6,4	6,7
Капитализация, млн. \$	141			
EV, млн. \$	296			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 71. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Пищевая промышленность и розничная торговля

Светлана Суханова, (7 095) 795-37-42

В России рынок соков консолидируется: после сделки «Кока-Кола/Мултон» свои связи укрепляют компании «Пепси» и «Нидан»

В апреле российский рынок соков стал ближе к завершению консолидации сектора: «Кока-Кола» официально поглотила «Мултон», а «Пепси» плавно движется к сделке с «Нидан» (компания - четвертый производитель соков в стране). С одной стороны, эти события предполагают, что конкуренция будет постепенно слабеть, а рентабельность снижаться (что затронет и Вимм-Билль-Данн (ВБД), и «Лебедянский»). С другой стороны, значительный объем соответствующих сделок должен породить у ряда крупных иностранных компаний оптимистичный настрой в отношении российского рынка соков.

В 2004 г. пивной сегмент возглавили «Балтика», «Сан Интербрю» и Heineken; эта тенденция сохранится в 2005 г.

В пивном сегменте показатели «Балтики» за 4-й кв. 2004 г. оказались несколько выше наших ожиданий, что дало акции потенциал роста до нашей расчетной справедливой цены. В целом мы видим, что рынок пива поделен между теми компаниями, чьи показатели были лучше рынка (крупные, присутствующие в разных сегментах национальные игроки с мощными брэндами: «Балтика», «Сан Интербрю», Heineken) - и теми, чьи показатели были хуже рынка (местные игроки с ограниченными бюджетами на рекламу, не представленные в ряде сегментов). Таков российский пивной рынок – еще не достигший точки насыщения, но находящийся под влиянием сильнейших игроков. Мы ожидаем в секторе дальнейших слияний, по мере того, как мелкие производители уступают позиции более мощным компаниям.

Акция ВБД разогрета необоснованно – ее финансовые данные слабы, а ключевые инвесторы продали еще 3% своих бумаг

В марте активно торговались акции Вимм-Билль-Данн. Во-первых, ВБД обнародовала довольно слабые показатели: ее цифры операционной и чистой рентабельности вновь (в восьмой раз подряд) снизились, что стало в глазах рынка негативной новостью. Несколькими днями позже компания получила еще один удар: ее финансовый директор ушел в отставку, а основные акционеры продали часть акций. Впрочем, эти факторы были почти сразу же сбалансированы сильным спросом (без явного мотива), после чего курс акций компании взлетел до максимума за последние 12 месяцев.

Мы не испытываем энтузиазма по поводу фундаментальных показателей компании и рассматриваем последний всплеск интереса к ее акциям как спекулятивный, т.е. не ожидаем, что он продлится долго. В настоящий момент акция ВБД слишком «горяча» (пользуется слишком большим спросом), чтобы покупать ее сейчас, но и продавать ее, возможно, не стоит, пока столь высокий спрос не снижается. Поэтому мы сохраняем по акции рекомендацию ДЕРЖАТЬ.



ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 72. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	938	1189	1466	1593
EBITDA, млн. \$	80	97	148	133
Чистая прибыль, млн. \$	21	24	54	43
P/E	40,4	35,5	15,7	19,9
EV/EBITDA	19,2	15,9	10,4	11,6
Капитализация, млн. \$	851			
EV, млн. \$	1536			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 73. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 74. Основные события

Дата	Событие
21 марта	Вимм-Билль-Данн (ДЕРЖАТЬ; \$16,7) выпустил очередной слабый отчет: в 4Кв04 показатель EBITDA снизился на 11% по сравнению с 4Кв03, рентабельность также снижается. Вимм-Билль-Данн снова показал весьма посредственные результаты: несмотря на 26%-ный рост выручки, операционная прибыль практически осталась на уровне 4Кв03 (+0,7%), а показатель EBITDA снизился на 11%. Рост выручки – следствие увеличения объема производства молочной продукции на 6% (как мы и прогнозировали), а соков – на 25%. В то же время у компании слабые возможности для их дальнейшего повышения – при росте средней цены на «молочку» на 25%, темпы роста производства снизились с 12% за год до 6% 4Кв04. С другой стороны, снижение средней цены соков на 13% стимулировало рост объема продаж.
30 марта	Уход Преображенского из Вимм-Билль-Данна (ДЕРЖАТЬ, \$16,8) не отразится на бизнесе компании, возможно лишь кратковременное снижение котировок Главный финансовый управляющий Вимм-Билль-Данна Владимир Преображенский объявил, что через полтора месяца уходит из компании. Преображенский проработал в Вимм-Билль-Данне 3 года. Контракт не продлевается по взаимному согласию сторон.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 75. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	737	994	1177	1207
EBITDA, млн. \$	227	253	342	351
Чистая прибыль, млн. \$	123	132	195	199
P/E	18,6	17,3	11,7	11,5
EV/EBITDA	10,9	9,8	7,2	7,0
Капитализация, млн. \$	2285			
EV, млн. \$	2466			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 76. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 77. Основные события**

Дата	Событие
25 марта	Балтика выпустила неплохие отчеты за 4Кв04 и 2004 г Балтика выпустила неплохие отчеты за 4Кв04 и 2004 г. В 4Кв04 выручка увеличилась на 27,7% до \$232,8 млн (мы прогнозировали \$219 млн) за счет роста объема производства как за квартал (+44,6%, как мы и предполагали), так и по итогам года в целом (+23,6%). Т.о., в 2004 г. доля Балтики в общероссийском производстве пива составила 25% (в 2003 г. 20%). В 4Кв04 средняя цена реализации продукции снизилась на 11,7% год-к-году из-за увеличения в физическом выражении доли более дешевых сортов пива. Снижение цены реализации – явление закономерное: компания идет в регионы, где ниже и доходы населения, и уровень потребления. Что же касается роста средней цены реализации по итогам года на 7,8%, то это в основном результат укрепления обменного курса рубля (+6,5% год-к-году).

Источник: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю**Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	612	818	971	1075
EBITDA, млн. \$	114	145	174	192
Чистая прибыль, млн. \$	24	35	58	67
P/E	33,6	23,1	14,0	12,2
EV/EBITDA	8,8	6,9	5,8	5,3
Капитализация, млн. \$	811			
EV, млн. \$	1008			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 79. 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. 80. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	157	187	216	246
EBITDA, млн. \$	23	29	33	38
Чистая прибыль, млн. \$	14	19	22	25
P/E	14,2	10,3	9,0	7,9
EV/EBITDA	9,8	7,1	5,9	4,9
Капитализация, млн. \$	200			
EV, млн. \$	225			
Кол-во акций, млн.	8,4			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 81. Краткий обзор компании**Сильные стороны**

- Ведущий российский производитель косметики с портфелем сильных брэндов
- 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

**Илл. 82. Основные события**

Дата	Событие
14 марта	Калина (ДЕРЖАТЬ; \$26.5) выплатит дивиденды \$0.31 на акцию за 2П04 - наравне с ожиданиями; годовая доходность составит 1.8% «Концерн Калина», крупнейший в России производитель косметики и парфюмерии, выплатит дивиденды за 2П04 года в размере \$0.31 на обыкновенную акцию, в то время как общий размер дивидендов за год составит \$0.45, а доходность - 1.8%, что является одним из минимальных уровней для российских компаний. Дата закрытия реестра - 3 марта 2005. Общий объем выплат составит \$4.5 млн, что соответствует 20% прибыли компании.
17 марта	Калина не смогла консолидировать 30% пакет в Dr. Scheller из-за низкой цены оферты: Негативно для компании Истек срок предложения Калины на покупку 30% акций компании Dr. Scheller Cosmetics, небольшого немецкого производителя декоративной косметики. Предложенная Калиной цена (€4.2 за акцию) оказалась недостаточной для акционеров компании Dr. Scheller, которая осуществила публичный выпуск акций несколько лет назад по €7 за акцию. Поскольку компании уже сообщалось, что предложенная цена слишком низкая, вероятность возвращения Калины с более высоким предложением минимальна.
21 марта	Калина (Держать; \$26.5) удивляет рынок приобретением Dr. Scheller – позитивно для компании Только на прошлой неделе компания анонсировала, что ей не удалось консолидировать 30% акций в Dr. Scheller Cosmetics, небольшом немецком производителе декоративной косметики, как компания удивляет нас снова: было объявлено о приобретении Калиной 30%-ного пакета акций немецкой компании. Мы считаем это позитивной новостью, поскольку компания приобрела дешевые активы с потенциалом роста, что может увеличить доход и прибыльность Калины в среднесрочном периоде. Если проект окажется удачным, мы видим потенциал для Калины увеличить ее долю в Dr. Scheller до 50%+, что позволит компании консолидировать доходы. Мы сохраняем рекомендацию Держать для акций компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Аптеки 36,6**Илл. 83. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2003П	2004П	2005П	2006П
Выручка, млн. \$	148	209	282	380
EBITDA, млн. \$	14	16	20	32
Чистая прибыль, млн. \$	1	2	3	10
P/E	134,0	77,8	49,5	14,8
EV/EBITDA	13,3	13,3	10,9	7,1
Капитализация, млн. \$	144			
EV, млн. \$	212			
Кол-во акций, млн.	8			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 84. Краткий обзор компании**Сильные стороны**

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Конкуренция снизит прибыльность
- Рост может быть сдержан недостаточным финансированием

Источники: оценки Альфа-Банка

Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

К апрелю в систему страхования депозитов вступили 824 банка

В марте ЦБР объявил первые итоги подготовки к внедрению системы страхования депозитов: из более чем 1100 банков, подавших заявку на вступление, в систему включены лишь 824. Впрочем, остальные 300 банков получают отсрочку, дабы успеть подготовиться к вступлению в систему, и могут быть включены в нее позднее. Сегодня в России все еще имеется свыше 1300 банков.

ВТБ намерен через год-два провести IPO (10% акций)

Другой сферой активности стали события вокруг продажи 10% акций Внешторгбанка (ВТБ). Хотя в конце предыдущего года появились слухи о возможной продаже этого пакета итальянскому или германскому банку, в марте чиновники ВТБ дали понять, что предпочтительным решением было бы первичное размещение (IPO) его акций.

На наш взгляд, это говорит не столько о заинтересованности руководства банка в IPO, сколько о нежелании продавать пакет стратегическому партнеру. В любом случае, сейчас ВТБ занят реструктуризацией Гута-Банка, купленного летом прошлого года, в розничный банк. Кроме того, ВБД приобрел «Промстройбанк Санкт-Петербург», а недавно вознамерился подать заявку на покупку принадлежащего ЦБР пакета акций компании «Московский народный банк (Лондон)». Так что потенциальное IPO может произойти лишь через 1-2 года.

Отчет Сбербанка за 2004 г. (по РСБУ) ожидается в конце апреля

Сбербанк отложил публикацию отчета за 2004 г. (по РСБУ); в предыдущие годы отчет публиковался в конце марта. В этом году представители банка ожидают публикации итогов к концу апреля, так как сроки подачи в ЦБР отчетности по РСБУ изменились.

Сбербанк

Илл. 85. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2003	2004П	2005П	2006П
Активы, млн. \$	50 170	67 453	75 983	84 870
Чистая прибыль, млн. \$	473	767	824	929
P/E	25,1	15,5	14,4	12,8
Капитализация, млн. \$	12 175			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 86. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Рынок облигаций

Валентина Крылова, (7 095) 795-3742

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

Илл. 87. Основные события

Дата	Событие, комментарий
3 марта	Европейский Центробанк сохранил свою базовую ставку без изменения на уровне 2%
3 марта	Аргентина произвела успешный обмен 76% своего просроченного долга. Устойчивый рост цен на мировых долговых рынках и законопроект, запрещающий дополнительную реструктуризацию долга (для тех, кто не участвовал в этом обмене), стали основными причинами успешного обмена.
9 марта	Спекуляции на тему возможной диверсификации золотовалютных резервов странами Азии вызвали активные продажи по всему спектру облигаций. Причиной послужило заявление, сделанное премьер-министром Японии на Бюджетном комитете, в котором он призвал диверсифицировать резервы страны (составляющие в настоящее время свыше \$800 млрд). Вероятность такого исхода подтверждается динамикой объемов КО США в портфелях японских инвесторов: начиная с сентября 2004 г. их объемы практически не росли, в то время как в течение предыдущих месяцев нетто-покупки японских инвесторов составляли \$10-20 млрд в месяц.
15 марта	Информация о нетто-покупках иностранными инвесторами ценных бумаг США встревожила долговой рынок и спровоцировала продажи облигаций. Несмотря на то, что январские данные продемонстрировали резкий скачок до \$91,5 млрд против \$60,7 млрд в декабре, более детальный анализ показывает, что объем КО США в портфелях инвесторов из азиатских стран (прежде всего из Японии), на самом деле, сократился. Эта информация усилила опасения того, что инвесторы из азиатских стран перестанут активно покупать американские обязательства.
16 марта	Центральный банк Бразилии повысил ставку Selic на 50 б.п. до 19,25% в соответствии с ожиданиями.
22 марта	ФРС США повысила ключевую ставку на 25 б.п. – до 2,75% годовых. Однако впервые за последнее время прозвучало предостережение Комитета о том, что инфляционное давление усилилось. (На предыдущих заседаниях заявлялось, что инфляция и ее долгосрочные оценки остаются умеренными.) Хотя направленность денежно-кредитной политики США пока осталась без изменений – “умеренное повышение ставок” – инвесторы опасаются, что при нарастании инфляционных процессов ФРС перейдет к более активным мерам, возможно, уже на следующей встрече 3 мая. На этом фоне доходность 10-летних КО США взлетела на 18 б.п. – до 4,65% годовых. Более сильным падением отреагировали развивающиеся рынки. В частности, Россия-30 подешевела на 1,6% - до 100,75% от номинала, при этом ее спред увеличился до 219 б.п., вернувшись к уровню конца января.
23 марта	Европейский совет одобрил новую редакцию “Договора о стабильности и росте”. Эта мера, вероятно, будет способствовать снижению финансовой дисциплины стран ЕС и более жесткой позиции членов Парижского клуба кредиторов при обсуждении вопроса о досрочном погашении российского долга.

Источник: оценки Альфа-Банка

Резкое ухудшение настроений на мировом рынке долга спровоцировало активные продажи

В марте мировой долговой рынок испытывал резкое падение цен под влиянием ухудшения настроений. Опасения относительно более активного повышения ставки ФРС и сокращения спроса на КО США со стороны азиатских инвесторов стали основной движущей силой тенденции понижения.

1. Выступая на Бюджетном комитете, премьер-министр Японии призвал к диверсификации валютных резервов страны. Ранее аналогичное мнение было озвучено официальными лицами из Китая и Южной Кореи. Принимая во внимание тот факт, что инвесторы из азиатских стран являются самыми крупными держателями КО США (почти треть рыночного госдолга США), эта новость встревожила инвесторов и привела к активным продажам облигаций.
2. Ускорение глобальных инфляционных процессов на фоне роста цен на товарных рынках, а также высоких затрат американских производителей усилили опасения относительно отказа ФРС от своих предыдущих заявлений о том, что «инфляция контролируется и ее долгосрочные оценки остаются умеренными». Это означает, что Комитет по открытому рынку будет вынужден принять более активные меры по повышению официальных ставок. Негативные новости не заставили себя долго ждать. Впервые за последнее время прозвучало предостережение Комитета о том, что инфляционное давление усилилось.

Развивающиеся рынки отреагировали больше других, спреды по российским облигациям увеличились на 10-40 б.п.

Резкое падение цен КО США (с середины февраля доходность по 10-летним КО США выросли на 50 б.п. до 4,5%) вынудило инвесторов покрывать убытки за счет продажи высоко рискованных активов, в число которых входят еврооблигации развивающихся стран. Несмотря на присвоение России инвестиционного рейтинга, инвесторы все же продолжают рассматривать российский долг как рискованный актив, что заставило котировки российского долга двигаться в tandem с бразильскими облигациями. В результате этого спреда по российскому суверенному долгу увеличились на 10-40 б.п. против КО США, в то время как цены снизились на 2-4,2%. В частности, к концу месяца спред по Россия-30 стабилизировался в диапазоне 210-220 б.п. по сравнению с 180-190 б.п., наблюдавшимся в начале марта.

Опасения относительно ускорения инфляционных процессов в США окажут влияние на мировой рынок долга

Мировой долговой рынок сохранит свою высокую волатильность. Данные по инфляции в США будут в центре внимания. Все больше инвесторов опасается, что ускорение инфляционных процессов вынудит ФРС США перейти к политике более активного повышения официальных ставок. Кроме того, рынок будет следить за новостями о динамике спроса на КО США со стороны иностранных инвесторов. В частности, результаты аукциона по продаже 5-летних КО США (13 апреля) и публикация данных по объему КО США в портфелях иностранных инвесторов (15 апреля) помогут прояснить ситуацию о готовности инвесторов стран Азии приобретать новые выпуски. Нам представляется, что в апреле на мировом долговом рынке будут доминировать пессимистические настроения. Рекордно высокие цены на товарных рынках и перспектива их дальнейшего роста оставляют мало надежды на благоприятные инфляционные данные. При условии отсутствия благоприятных новостей о ходе переговоров между Россией и Парижским клубом кредиторов котировки российских еврооблигаций будут следовать динамике цен на КО США.



Илл. 88. Динамика валютных облигаций на 7 апреля 2005г.

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	Спред к безрисковой ставке бп
Еврооблигации						
Евро-05	24.07.2005	101,38	-0,86	4,1	8,63	122,58
Евро-07	26.06.2007	109,94	-1,90	5,2	9,10	140,27
Евро-10	31.03.2010	107,69	-1,99	5,4	7,66	146,86
Евро-18	24.07.2018	137,75	-4,22	6,7	7,99	220,66
Евро-28	24.06.2028	163,44	-4,21	7,1	7,80	256,14
Евро-30	31.03.2030	102,81	-2,20	6,6	4,86	208,59
Облигации Минфина						
Минфин 5	14.05.2008	92,00	-1,41	5,9	3,26	196,46
Минфин 6	14.05.2006	98,13	-0,32	4,8	3,06	140,36
Минфин 7	14.05.2011	83,38	-2,91	6,4	3,60	213,10
Минфин 8	14.11.2007	95,50	-0,33	5,3	3,14	148,81
Agies						
Agies 2007	25.10.2007	105,19	-0,41	н/д	5,18	н/д
Agies 2009	25.10.2009	112,13	-1,10	4,7	6,91	180,10
Agies 2014	25.10.2014	120,00	-3,23	6,7	8,00	239,10
Муниципальные облигации						
Москва-04	25.10.2004	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Москва-06	28.04.2006	107,85	-0,78	3,3	10,15	107,90
Ниж. Новгород	03.04.2005	100,00	0,02	0,0	8,75	0,00
Банковский сектор						
Альфа-Банк	19.11.2005	103,46	-0,33	5,0	10,39	183,94
Внешторгбанк-05	28.04.2005	100,07	-0,02	н/д	3,86	н/д
Внешторгбанк-07	30.07.2007	103,58	-0,21	н/д	4,60	н/д
Внешторгбанк-08	11.12.2008	102,73	-1,87	6,0	6,69	204,81
Газпромбанк-05	04.10.2005	103,22	-0,64	3,0	9,45	86,47
Газпромбанк-08	30.10.2008	103,09	-1,82	6,3	7,03	230,16
Зенит	12.06.2006	101,25	0,25	8,1	9,14	468,99
МДМ-Банк	16.12.2005	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
НИКойл	19.03.2007	101,00	-1,22	8,4	8,91	468,97
НОМОС-банк	13.02.2007	101,57	-0,84	8,2	8,98	449,06
Петрокоммерц	09.02.2007	102,73	-0,75	7,4	8,76	368,93
Русский стандарт-05	28.05.2005	100,89	-0,38	4,7	10,90	195,50
Русский стандарт-07	14.04.2007	101,46	-1,92	8,0	8,62	421,44
Сбербанк	24.10.2006	100,99	-0,07	н/д	2,84	н/д
Уралсиб	06.07.2006	103,09	-1,82	6,3	8,61	281,14
Нефтегазовый сектор						
Газпром-07	25.04.2007	106,95	-1,46	5,5	8,53	174,74
Газпром-09	21.10.2009	115,38	-2,34	6,5	9,10	249,18
Газпром-10	27.09.2010	110,58	-2,12	5,5	7,05	246,73
Газпром-13	01.03.2013	113,90	-4,26	7,3	8,45	300,21
Газпром-20	01.02.2020	102,00	-3,96	6,8	7,06	253,08
Газпром-34	28.04.2034	111,08	-5,15	7,7	7,76	306,84
Роснефть	20.11.2006	111,50	-1,14	5,3	11,43	169,12
Сибнефть-07	13.02.2007	108,29	0,06	6,7	10,62	298,21
Сибнефть-09	15.01.2009	110,92	0,32	7,4	9,69	340,41
ТНК	06.11.2007	111,60	-1,32	6,1	9,86	224,27
Телекоммуникационный сектор						
АФК Система-08	14.04.2008	106,80	-1,32	7,7	9,60	379,98
АФК Система-11	28.01.2011	103,07	-1,27	8,2	8,61	н/д
ВымпелКом-05	26.04.2005	100,25	-0,54	5,9	10,42	н/д
ВымпелКом-09	16.06.2009	106,57	-1,92	8,1	9,38	н/д
МТС-04	21.12.2004	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
МТС-08	30.01.2008	106,50	-1,57	7,2	9,15	н/д
МТС-10	14.10.2010	102,17	-2,88	7,9	8,20	н/д
Металлургический сектор						
Евразхолдинг-06	25.09.2006	103,00	-0,25	н/д	8,62	н/д
Евразхолдинг-09	03.08.2009	108,33	-1,91	н/д	10,04	0,09
ММК-05	18.02.2005	0,00	н/д	н/д	н/д	0,00
ММК-08	21.10.2008	102,19	-0,93	н/д	7,83	0,07
Северсталь-09	24.02.2009	102,23	-1,19	н/д	8,44	0,08
Северсталь-14	19.04.2014	102,00	-2,91	н/д	9,07	0,09
Другие						
Алроса	06.05.2008	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Вимм-Билль-Данн	21.05.2008	99,88	-1,61	9988,0	8,51	0,09

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

**Индекс РТС: начало весеннего ралли**

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

Илл. 89. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1-31 марта	
		Краткосрочный	Долгосрочный	R4	R3	S1	S2		
РТС	ПОКУПАТЬ 700-716 ЦЕЛЬ 818-836	Нейтральный К повышению	Восходящий	R4	836.74	100% FiboE	S1	696.87	OP 714.20 HI 722.16 LO 658.36 CL 669.07
				R3	818.42	Граница клина	S2	662.78	
				R2	785.52	Исторический максимум	S3	598.08	
				R1	716.40	Линия тренда	S4	566.54	

Источник: оценка Альфа-Банка

Основные выводы

- Долгосрочный тренд на РТС стал восходящим, в то время как краткосрочный тренд – нейтральный и сдвигается в сторону повышения. Это указывает на близкое начало традиционного весеннего ралли.
- Мы повысили нашу долгосрочную техническую цель для индекса РТС с 815 до 836.
- Мы ожидаем «прорыва» выше отметки 716 в течение 1-2 последующих недель, что вызвало бы очередную волну роста индекса РТС к новому историческому максимуму.
- Мы поэтому рекомендуем инвесторам ПОКУПАТЬ в диапазоне 700-716 с технической целью 818-836.

Илл. 90. Индекс РТС - Месячные технические характеристики, по состоянию на 7 апреля 2005 г.

Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка



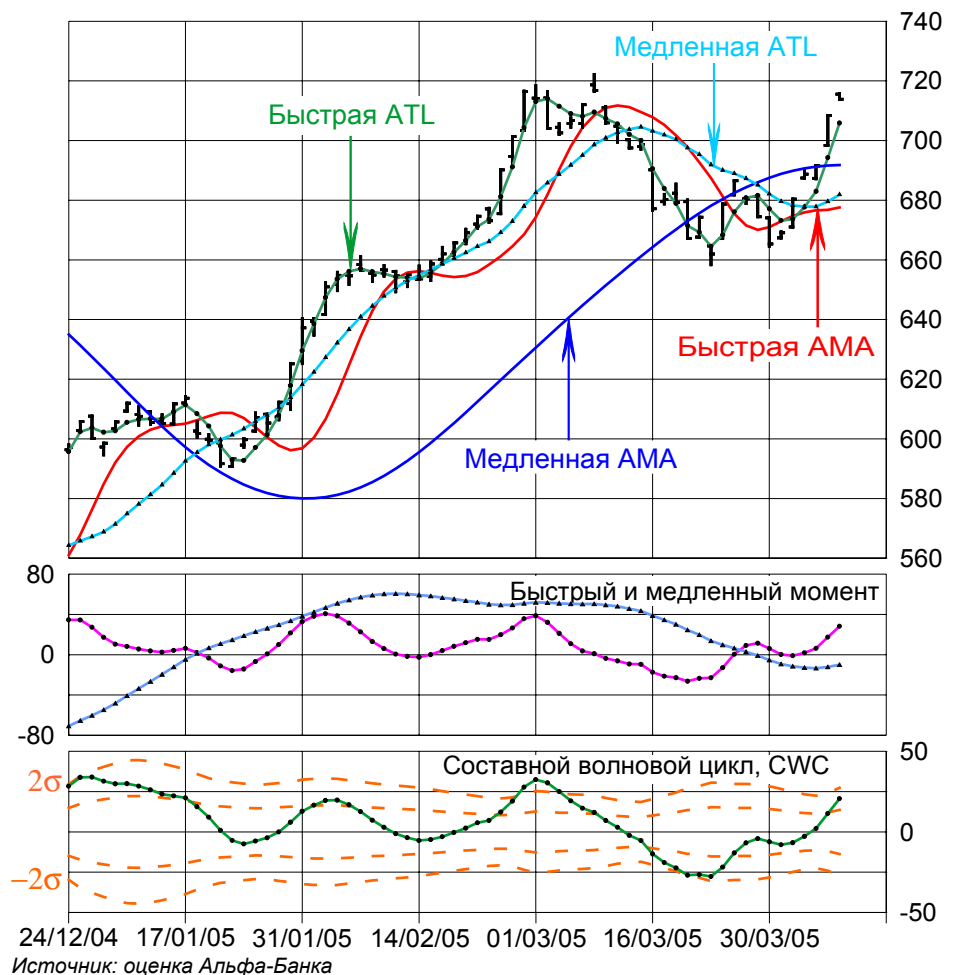
Долгосрочный тренд на РТС стал «бычьим», что предполагает начало ралли к новым историческим максимумам

Классический технический анализ

В марте 2005 г. индекс РТС «отскочил» от 6-месячной скользящей средней, и начал восстанавливаться, что, безусловно, является хорошим знаком для игроков на повышение. В настоящее время индекс РТС вплотную приблизился к нисходящей линии тренда (760) и тестирует этот уровень сопротивления на прочность. Другая хорошая новость для «быков» – это то, что долгосрочный тренд на РТС наконец-то стал восходящим. Этот факт указывает на близкое начало новой волны роста после того, как и краткосрочный тренд станет «бычьим». «Прорыв» выше отметки вызвал бы новую волну роста индекса РТС к новому историческому максимуму 816. На наш взгляд, индекс РТС имеет хорошие шансы для осуществления этого прорыва. Мы полагаем, что «прорыв» выше 716 может состояться уже в течение 1-2 последующих недель.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 91. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 7 апреля 2005 г.



Краткосрочный тренд на РТС нейтральный и сдвигается в сторону повышения

Медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 91 нашла своё локальное «дно» и начала расти, оставаясь ниже медленной адаптивной скользящей средней (АМА). По этой причине мы должны рассматривать краткосрочный тренд на РТС как нейтральный, меняющийся в сторону «бычьего». В то же время, обе - быстрая АТЛ и быстрая АМА в настоящее время растут в тандеме с медленной адаптивной линией тренда (АТЛ), что, во-первых, должно считаться дополнительным аргументом в пользу сдвига нейтральной

Быстрый момент «отскочил» от нулевой отметки и растет

Краткосрочный CWC тоже находится в фазе роста

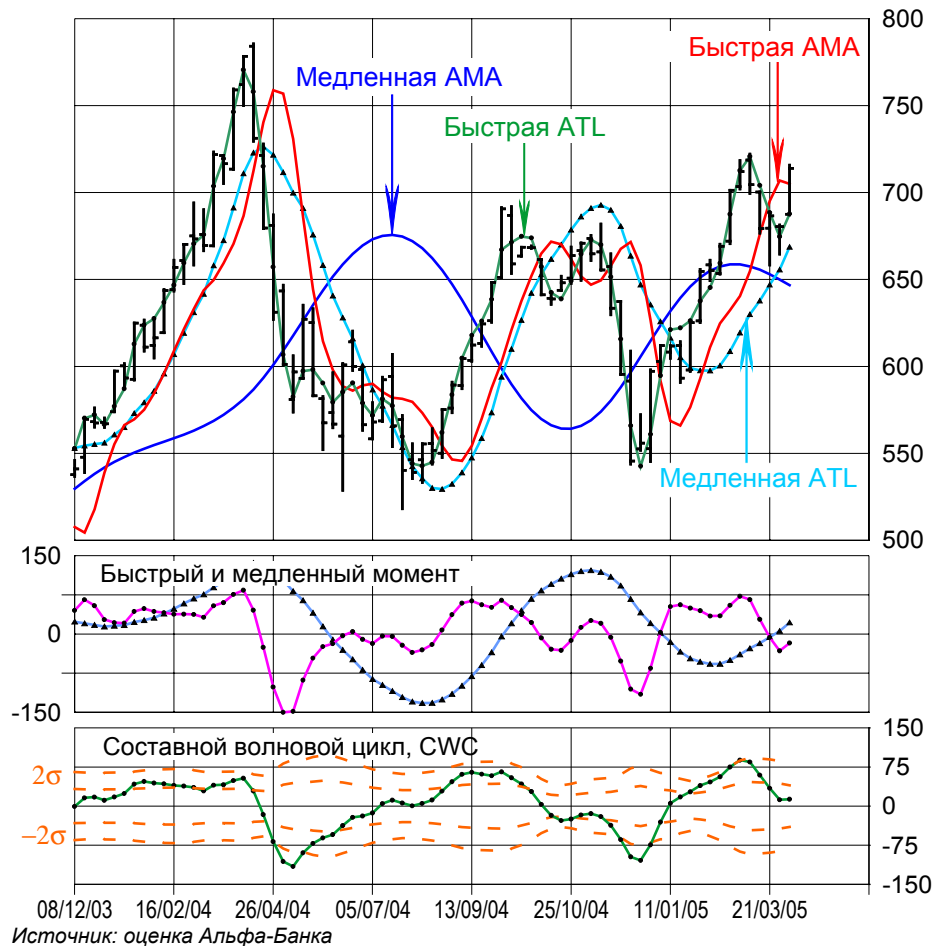
краткосрочной тенденции на рынке в сторону повышения и, во-вторых, увеличивает шансы восходящего «прорыва» на РТС.

Линия медленного момента Илл. 91 приближается к своему новому локальному минимуму, что указывает на формирование модели перелома господствующей тенденции. Тем временем быстрый момент сформировал свой локальный минимум близи нулевого уровня, и возобновил рост. Это предполагает возможное ускорение роста на РТС в самое ближайшее время.

После того, как краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 91 миновал свою «впадину» вблизи уровня минус «два сигма», он возобновил фазу роста, в которой находится и сейчас. В настоящее время краткосрочный CWC уже достиг умеренно перекупленной области, расположенной между уровнями плюс «сигма» и плюс «два сигма». Это предполагает высокую вероятность возобновления восходящей краткосрочной тенденции на российском рынке ценных бумаг в самое ближайшее время.

Долгосрочный тренд и циклы

Илл. 92. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 7 апреля 2005 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Долгосрочный тренд на РТС стал восходящим

Растущая медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 92 пересекла снизу вверх медленную адаптивную скользящую среднюю (АМА). Это указывает, что долгосрочный тренд на РТС стал восходящим. В то же время, быстрая адаптивная линия тренда (АТЛ) миновала свой локальный минимум и сейчас движется в тандеме с



Обе - быстрая и медленная линии момента растут

Долгосрочный CWC приближается к своему локальному «дну» вблизи нулевой отметки

Сильный уровень сопротивления расположен на отметке 716

Прорыв выше 716 на РТС очень вероятен в течение 1-2 недель

медленной ATL. Это, безусловно, является дополнительными бычьими знаком.

После того, как линия медленного момента в середине Илл. 92 миновала свой локальный минимум, она продолжает свой рост, и в настоящее уже достигла области положительных значений. Другой бычий знак – это то, что линия быстрого недельного момента сформировала свой локальный минимум и возобновила рост, пока оставаясь на отрицательной территории. Это подтверждает возвращение долгосрочного «бычьего» тренда на РТС.

После прохождения своей «вершины» в сильно перекупленной области вблизи уровня «два сигма», долгосрочный CWC возобновил фазу падения, и к настоящему моменту приближается к своему локальному «дну» вблизи принципиально важного нулевого уровня. Мы ожидаем, что долгосрочный CWC сформирует свой новый минимум вблизи нулевой отметки и возобновит свой рост уже через 1-2 недели, что будет указывать на завершение фазы консолидации на РТС и начало традиционного весеннего ралли.

Уровни поддержки и сопротивления

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл. 89 и Илл. 90. Сильная область сопротивления сейчас расположена на уровне 716. Основная поддержка по-прежнему равна 566.

Потенциал роста и падения индекса РТС

С учетом вышеприведенных факторов мы делаем следующие выводы:

1. Долгосрочный тренд на РТС стал восходящим, в то время как краткосрочный тренд – нейтральный и сдвигается в сторону повышения. Это указывает на близкое начало традиционного весеннего ралли.
2. Мы повысили нашу долгосрочную техническую цель для индекса РТС с 815 до 836.
3. Мы ожидаем «прорыва» выше отметки 716 в течение 1-2 последующих недель, что вызвало бы очередную волну роста индекса РТС к новому историческому максимуму.

Мы поэтому рекомендуем инвесторам ПОКУПАТЬ в диапазоне 700-716 с технической целью 818-836.

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

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

Аналитический отдел

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

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

Метью Томас

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

Потребительские товары

Государственные ценные бумаги

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

Технический анализ
Аналитическая поддержка российских
клиентов
Группа переводчиков

Ринат Гайнуллин

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам

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

Рынки капиталов/Структурированные
продукты
Адрес

Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс
Продажи

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

Адрес

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

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