



Май: Российские акции пока впереди...

12 мая 2005 г.

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Типовой портфель: российские акции более доходны

В этом месяце мы проверяем, насколько верны предположения, положенные в основу нашего обоснования целесообразности инвестиций в акции компаний в 2005 г. Кроме того, мы корректируем модель типового портфеля акций, сформированного в начале этого года. С учетом средневзвешенного риска стоимость данного портфеля увеличилась с начала года на 12,5% (индексы РТС, ММВБ и MSCI Russia за тот же период выросли на 9,2%, 7,6% и 5,9%, соответственно). Ряд акций еще не показал ожидаемую доходность, но обоснование целесообразности инвестиций в каждую из этих бумаг по-прежнему остается в силе.

Российские акции по-прежнему обеспечивают более высокую доходность, чем мировой и развивающиеся рынки акций: с начала года индекс РТС вырос на 9,2% (индекс рынков в зоне ЕМЕА - 3,5%, средний индекс развивающихся рынков +1,9%, мировой рынок акций +3,9%). По мере приближения сроков, установленных для решения ряда внутрисекторских проблем, российские и зарубежные инвесторы все чаще занимают выжидательную позицию. Прозвучавший недавно из уст Путина призыв упорядочить процедуру проведения налоговых проверок позволяет надеяться, что уже близко то время, когда в отношениях между государством и бизнес-сообществом наступит потепление. Если это произойдет, то портфельные менеджеры начнут увеличивать долю российских активов, постепенно снижавшуюся в течение 2004 г., а в динамике индекса РТС обозначится тенденция к повышению до уровня, соответствующего справедливой стоимости акций (815 пунктов).

В настоящее время российские акции торгуются в среднем с 25-30% дисконтом относительно своих аналогов на развивающихся рынках, которые, в свою очередь, торгуются в среднем с 25%-ным дисконтом (по коэффициенту EV/EBITDA) относительно бумаг развитых рынков. Мировой рынок акций находится в состоянии неопределенности из-за неясности перспектив развития мировой экономики и опасений, что затяжной рост процентных ставок может «иссушить» поток денежных средств, приходящих на развивающиеся рынки (в 2004 г. эти средства стали хорошим подспорьем рынку). Однако у российских акций имеется существенное преимущество – они сильно недооценены, их вес в портфелях инвестфондов ниже, на российском рынке много свободных средств, определенную защиту российским акциям обеспечивают хорошие макроэкономические показатели России.

Портфельные рекомендации*

Вымпелком	Потенциал роста до уровня справедливой стоимости - 71%. Несмотря на заметный рост прибыли, в последнее время котировки снизились из-за общего снижения цен на NASDAQ и пассивности инвестфондов.
Северсталь	Потенциал роста - 70%. Значительный объем свободных денежных средств, сбалансированный ассортимент продукции.
Газпром	Потенциал роста до уровня справедливой стоимости (56%) будет снижаться по мере завершения процесса увеличения доли госучастия до контрольного пакета и определения конкретных сроков отмены ограничений на операции нерезидентов с акциями Газпрома.
ВСМПО	Решение Реновы определиться, кто будет в будущем владеть компанией – хорошая новость, которая приведет к существенному сокращению дисконта относительно справедливой стоимости (46%).
ЛУКОЙЛ	Относительно малорисковая нефтяная акция (потенциал роста - 33%). Сопосо продекларировала намерение довести свой пакет до 20%: сильный фактор, способствующий росту котировок.

Примечание: * срок инвестиций - 3-6 месяцев

Последние публикации

Акции украинских компаний справочник 2005: На полпути в Европу Отдел исследований Альфа Банка	Апрель 2005
Акции российских компаний справочник 2005: Нужны проницательность и железные нервы... Отдел исследований Альфа Банка	Март 2005
ИРО Пятёрочки: Оценка стоимости Елена Бороденко	28 Апреля
Традиционные операторы: какова истинная стоимость фиксированного бизнеса Андрей Богданов и Светлана Суханова	27 Апреля
Выступления Путина: Приоритеты расставлены, но пути не ясны Наталья Орлова	27 Апреля
Обзор АВ-ICI за март: неопределенность приводит к росту волатильности Наталья Орлова	26 Апреля
Фиксированные телекомы: Отчеты за 2004 по РСБУ неважны, их главный козырь после 2005 г. – доступ к «последней миле» Андрей Богданов и Светлана Суханова	20 Апреля
АФК «Система»: скорее опцион на МТС, чем на Связьинвест Андрей Богданов и Светлана Суханова	18 Апреля
Миф о налоговой нагрузке в 90% Мэтью Томас и Анна Бутенко	11 апреля

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

Отдел исследований

research@alfabank.ru

(095) 795-3676

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

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Стратегия: наблюдая признаки мирового роста.....	3
Тема: российские акции более доходны	7
Тренд фондового рынка.....	8
В ожидании значимых для рынка событий.....	11
Наш типовой портфель, с начала года.....	13
Обновленные цифры справедливой цены	17
Динамика и оценка акций	20
Графики.....	24
Экономика и политика.....	26
Новости компаний и отраслей.....	28
Нефть и газ	28
Энергетика	36
Телекомы	38
Металлургия.....	46
Машиностроение	51
Пищевая промышленность и розничная торговля	53
Банковский сектор	57
Рынок облигаций	59
Индекс РТС: весеннее ралли откладывается или задерживается?	62

**Стратегия: наблюдая признаки мирового роста**

Кристофер Уифер, (7095) 103-7322

В конце апреля – начале мая настроение на российском фондовом рынке остается преисполненным надежд, которые, впрочем, по обыкновению умеряются известной долей скептицизма, усвоенной из прошлого опыта.

Мировые инвесторы не могут не реагировать на часто противоречивые признаки роста глобального рынка, хотя в ближайшие месяцы его волатильность должна будет сократиться, так как многие портфельные инвесторы предпочтут до осени занять позицию «поживем - увидим». Российские инвесторы надеются, что в мае завершатся, наконец, острые (и вызывающие неоднозначную реакцию) вопросы, такие как судебные меры против Юкоса и его бывших руководителей, и «многострадальная» сделка слияния «Газпром-Роснефть», тормозящая график упразднения двойного рынка акций. Мы по опыту знаем, что даже «финальный акт» по уже «решенному и покрывшемуся пылью» делу не бывает однозначным (т.е. не исключает возможности дальнейших правовых шагов со стороны Менатэпа). Однако мы надеемся, что на благоприятном международном фоне обильная ликвидность на руках российских инвесторов в сочетании с дешевизной активов «вытолкнет» фондовый рынок России из торгового коридора 600-700 пунктов, имевшего место в последние восемь месяцев, в диапазон 700-800 пунктов в ближайшие несколько месяцев.

Для глобальных активов апрель был месяцем высокой волатильности – из-за смены настроений рынка в связи с прогнозами мирового роста

Ожидается снижение волатильности, ибо главные инвесторы пока не знают, как реагировать на индикаторы роста

Отношение к активам развивающихся рынков ухудшилось (из-за страхов перед ростом мировых процентных ставок)

Апрель был для глобальных активов месяцем высокой волатильности, когда смена оптимизма и пессимизма в отношении перспектив роста мировой экономики отражалось в разнонаправленных колебаниях настроения на фондовых рынках. За месяц глобальные фондовые рынки упали на 2,4% (в долларовом выражении); промышленный индекс DJIA избежал худшего апрельского результата за 30 лет лишь благодаря запоздалому ралли в последний торговый день месяца, когда оптимизм по поводу роста экономики вновь (пусть и незначительно) возобладал. В данный момент настрой глобального рынка акций весьма хрупок, и мы ожидаем, что его волатильность сохранится (на фоне противоречивых сигналов по поводу роста экономики в ближайшие месяцы). На этом фоне (с учетом продолжающегося роста процентных ставок) мы едва ли увидим в ближайшем будущем крупное ралли глобальных активов. Самое большее, на что можно надеяться, – уменьшение волатильности, поскольку портфельные инвесторы пока не знают, как им реагировать на противоречивые сигналы, и решают переждать до наступления ясности во втором полугодии.

Фондовые активы развивающихся рынков – обычные жертвы роста мировых процентных ставок, но поскольку в конце прошлого года и первые два месяца 2005 г. приток финансовых средств был небольшим, заметной тенденции к выводу ликвидности пока что не наблюдалось. До тех пор, пока ФРС США придерживается объявленного ею «осторожного подхода» к банковским ставкам (т.е. ежеквартального добавления 25 б.п.), развивающиеся рынки в ближайшие месяцы могут войти в более спокойную (хотя, с точки зрения динамики курсов, нейтральную) полосу.

При этом здравый смысл подсказывает, что любые заметные признаки глобального замедления, либо восстановления (что маловероятно) роста экономики отразятся на настроении мировых рынков очень быстро.



Илл. 1. Динамика основных фондовых индексов*

	Апрель	С начала года	За последние 12 месяцев
	%	%	%
РТС	0,2	9,2	6,2
ММВБ	-0,6	7,6	5,7
MSCI Russia	0,9	5,9	1,4
Развивающиеся рынки акций	-3,0	-1,9	20,6
EMEA	-2,6	-3,5	30,0
Мировой рынок акций	-2,4	-3,9	8,5
Dow Jones	-3,0	-5,5	-0,3

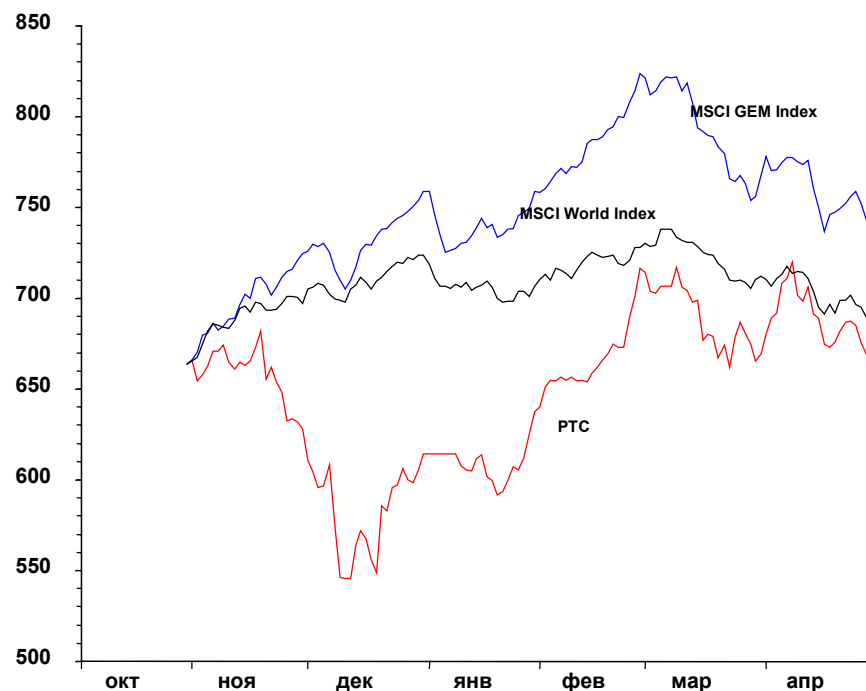
Источник: DataStream. *По ценам за 30 апреля 2005 г. (данные по всем развивающимся рынкам в Илл. 10)

Российские инвесторы увидели, что начало либеральных реформ в экономике вновь отложено

Российские инвесторы встретили прошлый месяц с оптимизмом, на фоне обращения Путина к деловому сообществу и очевидного восстановления позиций либеральных экономистов в правительстве. На настроение инвесторов позитивно повлияли как заголовки прессы типа «Экономисты, вернувшиеся с холода», так и разговоры о начале обещанных реформ. К сожалению, реальность оказалась иной, и такие события, как налоговый счет к ТНК, неясность в отношении приватизации Связьинвеста, а также неприкрытая борьба за контроль над активами и денежными потоками «Роснефти-Юганскнефтегаза», окрасили изначальный оптимизм более прагматическими обертонами.

Сегодня на долю местных инвесторов приходится 56% объема торгов российскими акциями (раньше было 40%)

Сегодня тон в торговле задают отечественные инвесторы, которые в две недели, предшествовавшие майским праздникам, свернули активность и заставили цены двигаться в соответствии с глобальным трендом, ожидая прояснения ряда отечественных проблем (Юкос, Газпром, Роснефть, обещанное Путиным прекращение налогового терроризма и т.п.). На рынке не было крупных продавцов, а большая часть международных инвестиционных фондов в последние 6-9 месяцев скорректировали свои портфели (в плане весовых соотношений) и теперь заняли, в основном, позицию сторонних наблюдателей. В результате этого рынок в апреле остался фактически неизменным (РТС +0,2%), что позволило российским активам, начиная с 2005 г., удержаться на сравнительно сильных позициях.

**Илл. 2: Динамика индексов РТС, развивающихся рынков и мирового рынка акций (на основе цен в \$) за последние 6 месяцев**

Источник: DATASTREAM

В прошлом месяце хорошие результаты были у Сбербанка, как у акции, отражающей меру финансового здоровья экономики; при этом акции Юкоса продолжали активно торговаться

Из «голубых фишек» в прошедшем месяце сильные показатели были лишь у Сбербанка, как у акции, отражающей меру финансового здоровья экономики и хорошую динамику на рынке облигаций. Мосэнерго является теперь чисто игровой акцией с высокой степенью волатильности (при очень небольшой доле акций в обращении). Аналогичным образом, Юкос стал ценной бумагой, служащей исключительно для спекулятивной игры, по окончании которой фондовым инвесторам не останется ничего. «Челябинский трубный» и «Выксунский металлургический» являются сильными игровыми акциями в условиях стремления России расширить экспорт нефти и газа (здесь доля акций в обращении опять невелика). В то же время «Седьмой континент» показал в последний месяц хорошую динамику, будучи частью стратегической «игры наверняка» и отражая сохраняющийся оптимизм в отношении сектора потребительских товаров и розничной торговли.

АвтоВАЗ разочаровал по части дивидендов; Вимм-Билль-Данн стал слишком дорогим

В нижней части таблицы находится АвтоВАЗ, разочаровавший по части дивидендов, а также Вимм-Билль-Данн, который стал слишком дорогим, с учетом роста котировок (в рамках «безрисковой игры» в течение первого квартала). В то же время сохраняющаяся неопределенность в отношении стратегии ВСМПО-Ависма (а также опасения по поводу цен на металлы) негативно сказались на котировках этой акции. Последние соображения также заставили чуть «откатиться назад» и акцию Мечел. Тем временем инвесторы проявляют осторожность в отношении дивидендной политики Транснефти, которая в результате перестала в этом году быть фаворитом.



Илл. 3. Акции-лидеры роста и падения в апреле

	Рыночная капитализация	Апрель	С начала года
	млн \$	%	%
Лидеры роста			
Мосэнерго	2 544	50,0	-39,0
ЧТПЗ	262	32,1	91,4
Ленэнерго	498	14,0	-27,0
Юкос	1 701	11,5	-3,1
Седьмой Континент	790	11,0	22,0
Сбербанк	12 407	10,1	35,2
Татнефть	3 758	8,4	20,2
Лидеры падения			
Мечел	3 721	-6,0	27,7
Транснефть - привилегированные акции	4 926	-8,0	-11,0
АФК «Система»	7 479	-8,5	-9,0
Северсталь	4 525	-8,9	27,3
ВСМПО	1 233	-10,0	1,0
Вимм-Билль-Данн	763	-10,4	21,0
АвтоВАЗ	707	-12,8	-6,3

Источник: DataStream. *По ценам за 30 апреля 2005 г. (полные данные в Илл. 7)

**Тема: российские акции более доходны****Крис Уифер (7 095) 130-7322**

Еще 22-го декабря прошлого года мы изложили наш прогноз котировок фондовых активов на 2005 г. Этот прогноз в несколько обновленном виде был включен в наш Обзор фондового рынка за 2005 г., озаглавленный: «Нужны проницательность и железные нервы...».

Типовой портфель, взвешенный с учетом рисков, показывает доходность (с начала года) на уровне 12,5% (против 9,2% для РТС)

Типовой портфель, взвешенный с учетом рисков (полную таблицу акций и их динамику с начала года см. Илл. 7, стр. 14), показывает **доходность (с начала года) на уровне 12,5% по сравнению с 9,2% для РТС**, 7,6% для индекса MICEX и 5,9% для MSCI Russia. Ряд крупных компаний, особенно Газпром, еще не показали должной динамики, но мы сохраняем уверенность в том, что акции нашего типового портфеля за полный год заметно прибавят в цене.

В начале года уровень справедливой цены РТС составлял 710 пунктов

Мы начали год, имея уровень справедливой стоимости РТС 710 пунктов, т.е. рост от уровня закрытия в декабре 2004 г. составил 16% (однако в нашем типовом портфеле многие акции, включая не входящие в Индекс РТС, имели больший расчетный потенциал роста). Подробнее рейтинги потенциала роста акций, модифицированные с учетом DCF, приведены в Илл. 9 на стр. 15.

Мы ожидали, что фондовый рынок будет волатильным (в рамках торгового коридора)

Мы ожидали, что фондовый рынок останется волатильным, и что торги пройдут в коридоре 600-700 пунктов, учитывая реакцию инвесторов и трейдеров на развитие событий, которые мы выделили как факторы, способные повлиять на котировки в первом полугодии. Перечень событий, которые, как мы прогнозировали, обусловят эту волатильность, а также сценарий их развития изложены на стр. 10-11.

Мы ожидали, что к середине года большая часть этих событий получит завершение, в результате чего справедливый уровень цен фондового рынка повысится - и будет установлен новый, более высокий торговый коридор.

Мы отреагировали на ход этих событий (плюс рост цен на нефть), повысив справедливое значение РТС до 815 пунктов

В начале апреля мы отреагировали на прогресс в сферах, выделенных в «Обзоре инвестиционного климата», и повысили справедливое значение РТС до 815 пунктов. При прочих равных условиях, характеризующих мировую экономику, мы ожидаем скорого подъема торгового коридора до уровня 700-800. С учетом текущих инвестиционных предположений мы ожидаем, что к концу года индекс РТС окажется ближе к верхней границе этого диапазона.

Как и ожидалось, с начала года прогресс был, в основном, незначительным

В течение первых четырех месяцев текущего года произошло развитие событий, которые мы выделяли в качестве потенциальных движущих факторов экономики, что обусловило сохранение волатильности рынка и вызвало заметную динамику цен. В целом события развиваются более или менее так, как ожидалось, и большая часть акций в нашем типовом портфеле по-прежнему показывает динамику лучше рынка. Отсутствие ясности в предполагаемой сделке слияния с Роснефтью продолжает тянуть вниз акции ряда компаний, таких как Газпром, поэтому они все еще обещают по итогам года значительный потенциал роста.

В настоящем обзоре мы рассматриваем следующие темы:

- Прогноз рыночного тренда на 2005 г.; то, как тренд складывается до настоящего момента, и чего мы ждем по итогам года;
- События, выделенные нами как факторы, которые определяют динамику рынка в 2005 г., и ход их развития на данный момент;
- Достигнутая (с начала года) динамика акций, включенных в наш стратегический портфель на 2005 г.;



- Упущенные факторы, т.е. непредвиденные события, повлиявшие на рынок, а также акции, не вошедшие в наш типовой портфель, но превзошедшие рынок; и
- Обновленная таблица справедливых цен акций на основе DCF.

Тренд фондового рынка

В начале года уровень справедливой цены РТС был 710, но многие - не вошедшие в РТС - акции имели больший потенциал роста

Однако мы определили торговый коридор чуть ниже - в пределах 600-710 пунктов

В начале года мы исчислили справедливую стоимость анализируемых нами акций, оказавшуюся эквивалентной 710 пунктам РТС. Разумеется, многие крупные компании в нашем анализе (напр., Газпром и телекомы) не представлены в РТС, но расчет эквивалента применительно к этому индексу дает хороший ориентир для прогнозов тренда и доходности.

Уровень в 710 пунктов РТС исчислен по методу DCF (дисконтированного денежного потока), что позволяет сочетать нашу оценку риска (для рынка в целом и для отдельных компаний и секторов) с прогнозами роста доходов на средне- и долгосрочную перспективу. Масштабный анализ (по методу DCF), позволивший определить справедливый уровень РТС в 710 пунктов, был выполнен в начале августа прошлого года, и с тех пор наш взгляд на рынок формировался с учетом этого факта, а также ряда нерешенных проблем, повлиявших на уровень инвестиционного риска. В итоге мы определили торговый коридор в пределах 600-710 пунктов.

Илл. 4. Динамика индекса РТС и уровень справедливой стоимости



Источник: DATASTREAM

В начале апреля мы снизили премию за риск по акциям, и с учетом роста цен на нефть могли поднять справедливый уровень РТС до 815 пунктов

Премия за риск по акциям отражает и снижение суверенного риска

В начале прошлого месяца мы несколько снизили нашу премию за риск по акциям и повысили прогноз доходности, используя модели оценки по методу DCF. Это заставило нас пересмотреть эквивалент справедливого (с учетом DCF) уровня РТС в сторону повышения (до 815 пунктов) и прогнозировать на среднесрочную перспективу диапазон торгов: 700-815.

Небольшое снижение премии за риск было вызвано необходимостью отразить тренд в динамике суверенных «длинных» долгов (которые мы при расчетах используем в качестве безрисковой ставки) с 6,9% до 6,5%. Текущий уровень доходности базовых российских облигаций со сроком



погашения 30 лет составляет 6,2%, но на среднесрочную перспективу мы сохраняем безрисковую ставку на более высоком уровне – в ожидании прояснения ряда проблем (в последнее время пугавших инвесторов), а также для уяснения себе тренда доходности долгосрочных американских бондов.

Разрыв в доходности «долгих» российских облигаций и равных им по срокам погашения казначейских бумаг США все еще слишком велик

Как видно из Илл. 5, «долгие» российские облигации на данный момент дают 220 б.п. сверх доходности эквивалентных казначейских бумаг США, хотя в октябре 2003 г. (при повышении агентством Moody's рейтинга российских долгов до инвестиционного уровня) разрыв в доходности сократился до 175 б.п. С тех пор он увеличился, главным образом, из-за риска по акциям и предпринимательского риска, хотя и в некотором соответствии с динамикой бондов других развивающихся рынков. Тем не менее, после повышения рейтинга агентством Moody's финансовая мощь России значительно возросла, а приверженность правительства Путина делу интернационализации экономики (включая столь желанный допуск России в ВТО в декабре текущего года) означает, что сегодня кредитный риск страны даже ниже, чем был в октябре 2003 г. Поэтому нас вполне устраивает текущая консервативная безрисковая ставка, используемая в моделях на основе DCF. Конечно, конкретная премия за риск по акциям, применяемая в каждой модели, варьируется в зависимости от сектора и от категории акций (она низка для политически устойчивых компаний в динамично растущих отраслях – и высока для непрозрачных компаний с малой долей акций в обращении, или при наличии других явных причин для повышения премии за риск).

Илл. 5. Спред в доходности длинных российских суверенных облигаций и казначейских обязательств США с сопоставимыми сроками погашения



Источник: DATASTREAM

Прогноз доходности в расчетных моделях повышен по причине ожидаемого роста цен на нефть

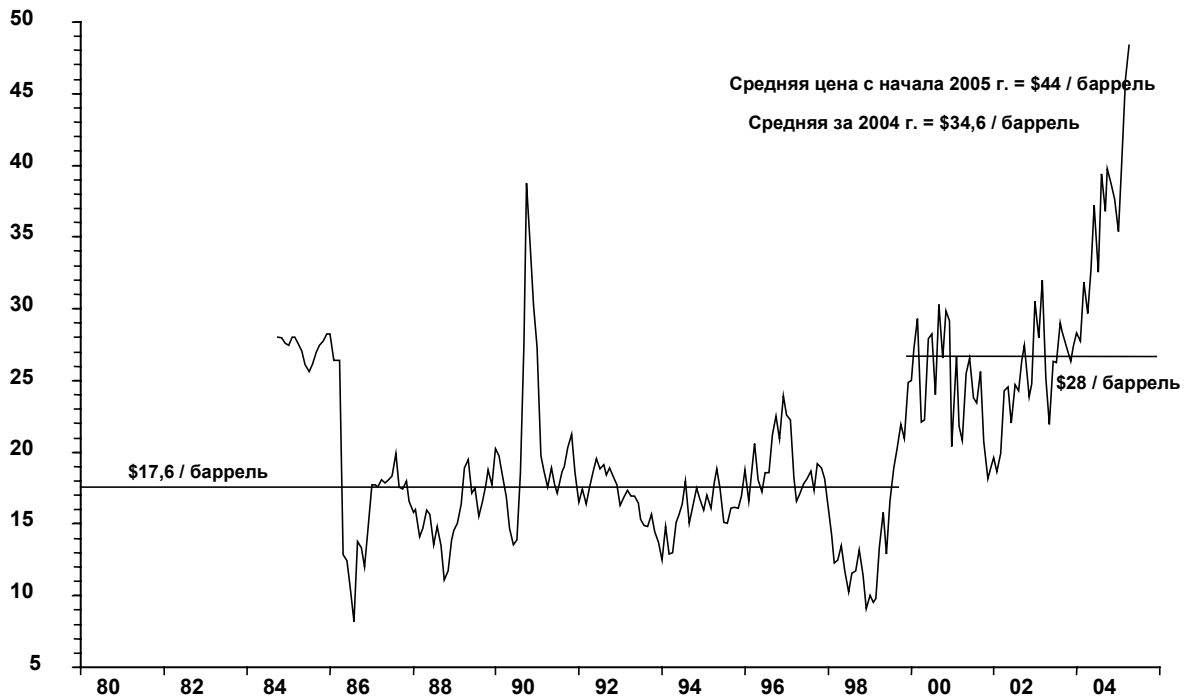
Прогноз доходности в наших расчетных моделях повышен, главным образом, из-за ожидаемого роста цен на нефть. На 2005 г. мы повысили прогноз цены сорта Urals с \$30/баррель до \$40/баррель, а на 2006 г. - с \$26/баррель до \$34/баррель. В период после 2009 г. средняя цена нефти прогнозируется на более низком уровне \$23/баррель Urals (\$26/баррель сорта Brent).



Долгосрочная цена сорта Urals составила \$17,6/баррель, однако в 2005 г. она была равна \$44,0/баррель

Как видно из Илл. 6 ниже, средняя экспортная цена сорта Urals за 20 лет (до января 2000 г.) составила \$17,6/баррель. С тех пор она выросла до уровня \$28,0/баррель, однако цифра за 2005 г. (с начала года) равна \$44,0/баррель (против \$34,6/баррель за весь 2004 г. и \$29,6/баррель за аналогичный – с начала года – период прошлого года).

Илл. 6. Изменение цены сорта Urals и средняя цена нефти



Источник: DATASTREAM

Модельные прогнозы очень консервативны – рынок сдерживают тревожные факторы мировой эконоки и «краткосрочные» российские проблемы

На данный момент наш уровень справедливой стоимости индекса РТС равен 815 (см. Илл. 9 – список анализируемых акций, ранжированных по потенциалу роста до справедливой цены от текущего рыночного уровня) и представляет собой консервативную оценку. Как мы полагаем, ряд проблем, вызывавших волатильность рынка в последние четыре месяца, приближаются к своему разрешению, но все еще вызывают у инвесторов озабоченность. В сочетании со слабым трендом котировок на мировых фондовых рынках это породило страхи на счет погашения обязательств GEM и зоны EMEA, и сегодня сдерживает рост рынка российских акций.

Российские инвесторы заняли осторожную позицию - до тех пор, пока эти проблемы не будут разрешены

Очевидно, что в краткосрочной перспективе тренд на мировых рынках акций продолжит влиять на российский фондовый рынок. Объясняется это тем, что российские инвесторы, видимо, заняли осторожную позицию до тех пор, пока не завершится (не получит рационального объяснения) ряд проблем (например, сделка Газпром-Роснефть, дело Юкоса). На наш взгляд, отечественные инвесторы останутся, в основном, вне рынка, но в среднесрочной перспективе будут и дальше задавать его вектор, что позволит российским акциям, в среднем, превзойти группу GEM. Как это отразится на абсолютных показателях доходности, зависит от мировых событий и, в частности, от роста глобальной экономики.



Для оптимизма есть явные причины, ибо российские акции уже превзошли средние показатели GEM и зоны EMEA

Причина, по которой мы верим в относительно высокую эффективность российских акций в этом году, является собой сочетание ряда факторов:

- **Мощные потоки отечественной ликвидности** – сейчас на долю местных инвесторов приходится в среднем 56% объема дневных торгов российскими акциями (по сравнению с 40% несколько лет назад).
- **Дисконт к акциям сопоставимой группы GEM** – сегодня российские акции торгуются с дисконтом в 25-30% к средним значениям для мировых развивающихся рынков (по EV/EBITDA).
- **Рост доходов, как минимум, в соответствии с прогнозами** – последние результаты подтверждают это по всем отраслевым секторам.
- **Доля России в портфеле мировых фондов в целом занижена** – во втором полугодии 2004 г. большинство международных инвестиционных фондов держало долю России на низком уровне и сегодня не может опустить ее дальше, ибо в 2005 г. российские акции превзошли средние показатели GEM и зоны EMEA.
- **Нефтяной хедж** – единственный для страны надежный способ застраховаться от колебаний цены на нефть, с точки зрения их неясных последствий для роста мировой экономики.
- **Сохранение сильных финансовых позиций России** – рост ее экономики, резервы, сокращение долга и т.п.

В ожидании значимых для рынка событий

Мы делим события, которые повлияют на инвестиционный климат в 2005 г., на три хронологические категории

Мы приводим список важнейших событий, заслуживающих внимания инвесторов в первом и втором кварталах года

В прогнозе на этот год мы разделили все события, воздействующие на инвестиционный климат, на три хронологические категории, и для каждой перечислили факторы, которые повлияют на рынок акций в этой стадии, либо должны будут разрешиться до его перехода в следующую стадию. (Примечание: этот прогноз и график впервые опубликованы в декабре и воспроизведены в «Обзоре российского фондового рынка за 2005 г.»).

Прогноз на первый и второй кварталы предполагал сохранение волатильности в рамках торгового коридора, указанного в Илл. 4. Список событий, заслуживающих внимания, включал следующее:

1. **Реакция правительства на уличные протесты** против плохо проведенной монетизации льгот и на снижение общественной поддержки президенту и кабинету. Протесты улицы, в основном, закончились, а опросы общественного мнения указывают на некоторое восстановление поддержки Путину и правительству.
2. **Критика пробуксовки реформ либеральными экономистами** и угроза раскола Кабинета. Хотя размежевание в правительстве усугубилось, а либеральные экономисты, в основном, остаются не у дел, Путин сейчас прилагает гораздо больше усилий, чтобы загладить трещину в отношениях с бизнесом и инвесторами.
3. **Негативный эффект дела Юкоса.** В текущем месяце основные правовые действия завершатся, и хотя они почти наверняка породят неблагоприятные отзывы мировой прессы, инвесторов удовлетворит перспектива скорого завершения долгого спора.
4. **Газпром-Роснефть** и судьба активов Юкоса. На момент, когда пишутся эти строки, вопрос все еще не решен, но все указывает на близкое завершение дела. Вероятно, в итоге государство увеличит свою долю в Газпроме, после чего начнется процесс ликвидации



двойного рынка акций. Это должно будет порадовать инвесторов, но радость будет окрашена чувством озабоченности дальнейшей судьбой активов Роснефть-Юганскнефтегаз (с точки зрения контроля над ними).

5. **Практика пересмотра налоговых дел** все еще «терроризирует» бизнес и привела к росту напряженности между государством и лидерами делового сообщества. Впрочем, теперь Путин твердо пообещал в законодательном порядке положить этому конец.
6. **Пересмотр сделок приватизации.** Страх того, что деятельность Счетной палаты может быть использована в качестве механизма для конфискации активов или инициирования новых дел (по типу «дела Юкоса»). Во всяком случае, тот факт, что проверки были завершены в июле 2004 г., но дела еще не закрыты, висит над инвесторами как «Дамоклов меч». Путин и на этот раз пообещал положить этому конец путем сокращения срока исковой давности. Судя по просочившимся деталям, ни одну из крупных компаний серьезные трудности не ожидают.
7. **Возможность сокращения нормы прибыли** по мере снижения курса доллара США и роста российской инфляции. Вопрос все еще актуален, но недавние отчеты о прибылях оказались, как минимум, в рамках прогнозов.
8. **Сохранение неопределенности мирового инвестиционного климата:** так было, и так будет впредь.

Мы предполагаем переход рынка во вторую временную стадию (и более высокий коридор торгов) с середины второго или с начала третьего квартала

Ожидаемый (с середины 2-го или с начала 3-го квартала) переход рынка во вторую хронологическую стадию и в новый - более высокий - коридор торгов предполагает развитие событий согласно прогнозу, в частности:

1. **Завершение дела Юкоса** – теперь уже близкое.
2. Принятие правительством **ряда мер по доведению госпакета в Газпроме до 50%**, после чего будет утвержден график отмены двойного рынка акций. Есть признаки того, что осуществление намеченного близится.
3. **Почвы для «налоговых опасений» (как в деле Вымпелкома) больше нет**, о чем высказался Путин, но что подтвердится лишь со временем.
4. **Пересмотр приватизационных сделок:** мы ожидали признаков, подтверждающих, что риск не так велик, как инвесторам казалось в начале года. Риск еще не исключен, но благоприятные признаки уже есть.
5. **Досрочное погашение долга Парижскому клубу.** Формальной договоренности о его условиях до сих пор нет, но признаки того, что сделка возможна, имеются.
6. **Мировая обстановка в целом благоприятна для России**, т.е. высокие цены на сырьевые товары сохраняются, а в деле ее вступления в ВТО есть прогресс.
7. **Волатильность нефтяных цен окажет на котировки акций лишь ограниченное воздействие** – по причине дополнительной высокой налоговой нагрузки. До сих пор происходило именно так.
8. Повышение торгового диапазона произойдет не столько за счет активности иностранных инвесторов, сколько **благодаря вкладу отечественного капитала.**



В 2005 г. стимулом фондовых торгов станет завершение спорных вопросов, но началом долгого ралли этот год не будет, на что есть веские причины...

В заключительной фазе инвестиционного сценария наш долгосрочный прогноз (т.е. то, что позволит поднять уровень справедливой цены выше 815 и повысит рамки торгового коридора) остается неблагоприятным. В прогнозе на год мы привели этому следующие объяснения:

1. обоснованно высокая премия за риск по акциям;
2. отсутствие прогресса в проведении главных реформ, особенно в сферах, важных для малого и среднего бизнеса;
3. усиление вмешательства государства – в качестве регулирующей и конкурирующей силы - в стратегически важные отрасли;
4. национальная промышленная политика и стратегически важные отрасли; и
5. режим повышенного налогообложения, распространенный на все добывающие отрасли.

Ко всему этому следует добавить ощущение нарастающей фракционной борьбы в верхних эшелонах правительства, где каждая группировка проталкивает свою программу действий, и где Путин, видимо, не в силах контролировать бюрократического монстра, созданного им в период своего правления.

Наш типовой портфель, с начала года

На Илл. 7 показан наш типовой портфель, опубликованный на 2005 г.

Наш метод основан на анализе величины DCF

Напомним, что наш метод основан на анализе величины DCF, который дает справедливую стоимость для каждой акции. В типовой портфель эти акции включены, главным образом, с учетом их потенциала роста от уровня цен, зафиксированного на 21 декабря 2004 г., до справедливой стоимости.

«Голубые фишки» - и три инвестиционные направления («темы»)

Мы разделили типовой портфель акций на следующие подгруппы:

- «голубые фишки» (с общей долей 55%, в рамках которой каждая акция имеет равный вес); и
- три инвестиционные направления («темы»), охватывающие акции второго эшелона и основанные на ожидаемых трендах развития фондового рынка. Каждая из этих «тем» имеет совокупную долю в 15% от всего портфеля, а в рамках каждой такой «темы» акции представлены равными весовыми долями.

Примечание: мы исключили из обзора акции электрических компаний и «тему» реструктуризации энергетического сектора, так как наша работа в сфере консалтинга для РАО ЕЭС не позволяет нам публиковать результаты исследований и давать рекомендации по акциям в этом секторе.

Типовой портфель дан с учетом цен с начала 2005 г. по конец апреля Типовой портфель определен с учетом цен с начала календарного 2005 года - и кончая ценами закрытия на конец апреля.

Илл. 7. Доходность типового портфеля с начала года

	12-31-2004	Текущая цена	Рыночная капитализация*	Доходность	Вес в портфеле	Доля в доходности
	Цена \$ / акция	Цена* \$ / акция	млн \$	%	%	%
«Голубые фишки»						
Газпром – внутренние	2,76	2,84	67,397	2,9	0,07	0,20
Голден Телеком	26,42	26,84	975	1,6	0,07	0,11
ЛУКОЙЛ	30,35	34,05	28,962	12,2	0,07	0,84
МТС	34,63	33,60	13,395	-3,0	0,07	-0,20
Норильский Никель	54,00	56,00	11,979	3,7	0,07	0,25
Сбербанк	483,00	653,00	12,407	35,2	0,07	2,42
Северсталь	6,44	8,20	4,525	27,3	0,07	1,88
Вымпелком	36,14	32,72	6,712	-9,5	0,07	-0,65
«Голубые фишки» всего					0,55	4,85
Нефтяные акции «второго эшелона»						
Мегионнефтегаз	20,00	26,00	2,653	30,0	0,04	1,13
Оренбургнефть	26,30	36,00		36,9	0,04	1,38
Уфимский НПЗ	0,35	0,35	260	0,0	0,04	0,00
Уфанефтехим	0,69	0,77	224	11,9	0,04	0,45
Нефтяные акции «второго эшелона» всего					0,15	2,95
Региональные телекомы						
Северо-Западный Телеком	0,50	0,61	655	22,0	0,04	0,83
Сибирьтелеком	0,06	0,05	673	-0,9	0,04	-0,03
Уралсвязьинформ	0,04	0,04	1,195	0,6	0,04	0,02
Волга Телеком	3,21	3,33	819	3,7	0,04	0,14
Региональные телекомы всего					0,15	0,95

Илл. 8. Доходность типового портфеля с начала года (продолжение)

	12-31-2004	Текущая цена	Рыночная капитализация*	Доходность	Вес в портфеле	Доля в доходности
	Цена \$ / акция	Цена* \$ / акция	млн \$	%	%	%
Акции металлургич. компаний «второго эшелона»						
Celtic Resources	7,50	7,90		5,3	0,03	0,13
Иркут	0,58	0,63	554	8,6	0,03	0,22
Мечел	21,00	26,82	3,721	27,7	0,03	0,69
НЛМК	0,95	1,27	7,599	33,5	0,03	0,84
НТМК	0,99	1,14	1,493	15,2	0,03	0,38
ВМЗ	200,75	322,50	607	60,6	0,03	1,52
Акции металлургич. / металлообработ. компаний всего					0,15	3,77
Портфель всего						12,53
PTC						9,20
MMBE						7,60
MSCI Russia						5,90

Источник: DataStream * исходя из цен закрытия за 30 апреля 2005 г.

**Мы все еще ожидаем сдвигов в котировках важнейших акций****Акции, динамика которых была хуже рынка**

С начала года такими были акции следующих компаний.

Газпром (+2,9% с начала года) Сохраняющаяся неопределенность в отношении «проблематичной» сделки с Роснефтью и сроков отмены «двойного рынка» заслоняет от наблюдателя тот факт, что акция имеет справедливую стоимость на 56% выше текущей цены. Эта справедливая стоимость основана на рациональном допущении роста объемов добычи и повышения цен на газ. Мы полагаем, что акция быстро приблизится к уровню справедливой стоимости, как только прояснится вопрос об отмене двойного рынка акций, что должно случиться, по нашим прогнозам, в ближайшие месяцы.

Норильский Никель (3,7% YTD) Эта акция сильно зависит от прогнозов мирового роста экономики и от спроса на металл, особенно со стороны Китая. С начала года цена на никель выросла на 9,6%, и мы ожидаем, что котировки Норильского Никеля в течение года будут меняться согласно с динамикой цен на металл. Потенциал роста акции до справедливой стоимости также превышает 50%.

Мобильные телекомы

В этом году ценные бумаги российских телекомов (как категория) показали плохую динамику – из-за слабости мирового технологического сектора (что отразилось в падении индекса NASDAQ - с начала года – на 11,7%) (см. Илл. 10) и из-за того, что акции отражают восприятие риска (вкладов в Россию) иностранными портфельными инвесторами. Как сказано, мы ожидаем, что в ближайшие месяцы восприятие риска инвесторами умерится (на фоне снижения волатильности NASDAQ).

Голден Телеком (+1,6% YTD)

Акция также пострадала от неясного (несколько месяцев назад) прогноза доходности, но ее потенциал роста от текущего уровня оценен в 36%.

МТС (-3,0% с начала года)

На котировке этой бумаги сказывается «навес» из акций Deutsche Telekom. Ожидается, что эти акции выкупит АФК «Система», которая не заинтересована в том, чтобы толкать их цены вверх. Потенциал их роста до справедливой стоимости равен 43%.

Вымпелком (-9,5% YTD)

Компания страдает от последствий налоговых претензий, предъявленных к ней еще в декабре, и связанных с этим опасений политического риска. Акция – наш главный фаворит, с учетом ее



потенциала роста до справедливой стоимости (71%).

Региональные телекомы

Акции оказались весьма волатильными с начала года – на фоне изменений судьбы Связьинвеста.

Акции, «ускользнувшие» от нашего внимания

«Упущенные» акции

Ниже перечислены «упущенные» нами акции, оказавшиеся заметно лучше рынка.

Илл. 9. «Другие» высокодоходные акции

	Рыночная капитализация*	Апрель*		За последние 12 месяцев	
		млн \$	%	%	%
РТС			0,2%	9,2%	6,2%
ЧТПЗ	262		32,1	91,4	69,7
ЗСМК	1,834		0,5	44,0	101,0
Калина	232		-1,0	40,0	
ЮТК	290		-1,0	29,6	9,7
ЦентрТелеком	567		-5,0	26,0	-8,0
МГТС	1,197		0,0	25,0	0,0
Седьмой Континент	790		11,0	22,0	
Вимм-Билль-Данн	763		-10,4	21,0	2,0
Татнефть	3,758		8,4	20,2	33,7
Аэрофлот	1,680		-1,6	19,8	51,0
ОМЗ	139		0,0	19,6	-54,9
Ростелеком	1,530		1,7	14,8	-3,9

Источник: DataStream * исходя из цен закрытия за 30 апреля 2005 г.

- **Выксунский металлургический завод** – крупная компания с большей долей акций в обращении, чем у Челябинского завода; поэтому мы выбрали эту ценную бумагу как преимущественный инструмент инвестиций в «тему» расширения трубопроводной нефтегазовой инфраструктуры.
- **Западносибирский МК** лишь недавно добавлен к нашему списку анализируемых компаний и не вошел в типовой портфель, каким он формировался на 2005 г.
- В сегменте «товары народного потребления» хорошую динамику показали компании **«Калина»** и **«Седьмой континент»**. Доля их акций в обращении невелика, так что в начале года мы их не учли. Нам нравятся котировки «Седьмого континента», который мы считаем хорошей игровой акцией в текущем году.
- **ЮТК** показал за прошедший год очень слабые результаты - и все еще сильно переоценен, с учетом нашего списка справедливых цен (см. Илл. 9).
- **ЦентрТелеком, МГТС** и **Ростелеком** не так привлекательны (по нашей методике), как акции, выбранные нами для представления данной «темы». Мы не будем менять ее состав, и рассматриваем произошедшие в ней сдвиги лишь как кратковременные.
- **Вимм-Билль-Данн** оказался инструментом «безопасной» игры на рынке АДР. Акция торгуется с премией к справедливой цене, поэтому мы не можем дать по ней рекомендацию «покупать».
- **Аэрофлот** на этот раз не входит в список наших активных рекомендаций.

- **ОМЗ** является «догоняющей» акцией, учитывая очень слабые итоги за 2004 г. В настоящий момент акция имеет 40%-ный потенциал роста (после пересмотра в начале апреля), и мы даем ей рейтинг **ПОКУПАТЬ**.
- **Татнефть** получила рейтинг **ПОКУПАТЬ**; потенциал роста: 21%.

Обновленные цифры справедливой цены

Ниже приведена таблица анализируемых нами акций, ранжированных по потенциалу роста до справедливой стоимости. Жирным шрифтом даны акции, представленные в нашем типовом портфеле. В текущий обзор вошли акции ВСМПО и ОМЗ (с учетом их потенциала роста).

Илл. 10. Акции в порядке убывания потенциала роста до справедливая DCF-стоимости

	Рыночная	Цена*	Расчетная цена	Потенциал роста	
	капитализация*				
	млн \$	\$	\$		%
Вымпелком	6 712	32,72	56,00		71,1
Северсталь	4 525	8,20	14,00		70,7
Газпром	67 397	2,85	4,45		56,3
Норильский Никель	11 979	56,00	87,00		55,4
ВСМПО	1 233	103,05	150,00		45,6
МТС	13 395	33,60	48,00		42,9
ОМЗ	139	3,94	5,50		39,6
Голден Телеком	975	26,79	37,00		38,1
НЛМК	7 599	1,27	1,75		38,0
АФК «Система»	7 479	15,50	21,30		37,4
Иркут	554	0,63	0,84		33,3
ЛУКОЙЛ	28 962	34,05	45,24		32,9
Уралсвязьинформ	1 195	0,04	0,05		32,4
Сургутнефтегаз	25 205	0,71	0,93		31,8
НТМК	1 493	1,14	1,50		31,6
Мечел	3 721	26,82	35,00		30,5
Сибирьтелеком	673	0,06	0,07		28,6
ЗСМК	1 834	138,00	170,00		23,2
АвтоВАЗ	707	26,00	32,00		23,1
ММК	5 076	0,52	0,64		23,1
Седьмой Континент	790	12,25	15,00		22,4
Аптчная сеть 36.6	180	22,50	27,30		21,3
Татнефть	3 758	1,73	2,09		21,2
Сибнефть	14 698	3,10	3,68		18,7
Мегионнефтегаз	2 653	26,00	30,72		18,2
Башнефть	1 027	5,63	6,53		16,0
ВолгаТелеком	819	3,33	3,86		15,9
Калина	232	23,65	27,40		15,9
Балтика	2 391	19,10	21,00		9,9
Северо-Западный Телеком	655	0,61	0,67		9,8
ЦентрТелеком	567	0,36	0,37		3,1
Транснефть привилегированные акции	4 926	792,00	805,00		1,6
Вимм-Билль-Данн	763	17,33	17,30		-0,2
МГТС	1 197	15,00	14,80		-1,3
Ростелеком	1 530	2,10	2,05		-2,4
ВМЗ	607	322,50	310,00		-3,9
ДВМП	170	1,46	1,38		-5,5
Сбербанк	12 407	653,00	617,00		-5,5
ЧТПЗ	262	0,56	0,47		-15,3
ЮТК	290	0,10	0,06		-39,8

Источник: оценка Альфа-Банка, DataStream * исходя из цен закрытия за 30 апреля 2005 г.

**Эффективность рынка GEM (с начала года)**

В таблице ниже приведены эффективность рынка GEM (с начала года) и основные региональные индексы в апреле (за текущий год и последние три года). Страновые индексы приводятся в долларах США и рассчитаны относительно MSCI.

Илл. 11. Динамика фондовых рынков развивающихся стран

	Апрель	С начала года	За последние 12 месяцев	За последние 24 месяца	За последние 36 месяцев
	%	%	%	%	%
PTC	0,2	9,2	6,2	59	71
Russia MSCI	0,9	5,9	1,4	59	62
Аргентина	-6,0	6,4	36,6	89	188
Бразилия	-5,2	-1,3	55,0	108	68
Чили	-1,7	1,2	34,7	85	84
Мексика	-2,3	-4,9	24,3	64	34
Венесуэла	0,1	-15,4	1,7	83	29
Латинская Америка	-3,8	-2,0	39,5	88	59
Чехия	-4,3	6,4	61,7	143	238
Венгрия	-6,4	4,2	61,3	132	168
Израиль	0,2	0,9	7,2	48	86
Польша	-11,7	-11,9	34,5	91	71
Russia MSCI	0,9	5,9	1,4	59	62
ЮАР	-2,3	-10,0	35,8	86	81
Турция	-10,2	-10,0	34,4	140	88
Восточная Европа	-4,2	1,2	21,3	84	92
ЕМЕА	-2,6	-3,5	30,0	88	91
КНР	-0,5	-0,8	34,7	83	50
Индия	-5,3	-7,6	11,1	116	96
Индонезия	-4,6	0,5	27,8	128	111
Южная Корея	-4,9	4,4	14,6	80	40
Малайзия	0,3	-3,8	1,6	37	10
Пакистан	-5,1	19,5	20,3	72	155
Тайвань	-1,3	-4,7	-1,2	48	-3
Таиланд	-4,0	-3,9	8,2	99	115
Азия	-3,0	-1,0	10,2	73	33
Развивающиеся рынки	-3,0	-1,9	20,6	79	51
Мировой рынок акций	-2,4	-3,9	8,5	37	17
Dow Jones Industrials	-3,0	-5,5	-0,3	19	4
NASDAQ Comp	-3,9	-11,7	0,1	28	16
Евросоюз	-3,3	-3,4	15,7	50	25

Источник: DataStream * исходя из цен закрытия за 30 апреля 2005 г. +Все индексы на базе MSCI, рассчитанного в \$, кроме PTC, Dow и NASDAQ.

**Эффективность российских фондовых активов**

В таблице ниже даны показатели внутренних акций и АДР компаний за прошлый месяц (текущего года) и за два предшествующих года), приведенные в алфавитном порядке.

Илл. 12. Доходность акций

	Рыночная капитализация млн \$	Апрель %	С начала года %	За последние 12	За последние 24
				месяцев %	месяца %
РТС		0,2	9,2	6,2	59
Аэрофлот	1 680	-1,6	19,8	51,0	331
АвтоВАЗ	707	-12,8	-6,3	-6,1	13
Балтика	2 391	-1,6	14,0	34,5	59
Башкирэнерго	326	-4,8	-3,3	-6,3	84
Башнефть	1 027	-4,0	20,0	10,0	
ЦентрТелеком	567	-5,0	26,0	-8,0	
Челябэнерго	116	10,0	-31,0	-36,0	
ЧТПЗ	262	32,1	91,4	69,7	291
Дальсвязь	170	8,0	37,0	21,9	
ГАЗ	234	7,4	26,1	-9,4	65
Газпром	67 397	-1,0	2,9	44,5	204
Голден Телеком	975	-4,7	1,6	-5,2	38
Иркут	554	3,0	8,6	2,0	
Иркутскэнерго	1 049	-6,5	4,1	8,5	161
Калина	232	-1,0	40,0		
Колэнерго	180	-6,7	47,4	-1,8	138
Красноярскэнерго	244	0,0	0,0	-6,1	226
Кузбассэнерго	432	-1,5	-4,3	15,5	191
Ленэнерго	498	14,0	-27,0	-27,8	94
ЛУКОЙЛ	28 962	0,6	12,2	25,1	98
Мечел	3 721	-6,0	27,7		
Мегионнефтегаз	2 653	2,0	30,0	52,9	181
МГТС	1 197	0,0	25,0	0,0	116
Мосэнерго	2 544	50,0	-39,0	15,4	29
МТС	13 395	-4,5	-3,0	24,5	176
Норильский Никель	11 979	-4,0	3,7	-6,4	139
Северо-Западный Телеком	655	3,4	22,0	5,7	49
НЛМК	7 599	-4,0	33,6	33,0	
НТМК	1 493	-2,6	15,2	78,1	798
ОМЗ	139	0,0	19,6	-54,9	-31
Пурнефтегаз	2 270	3,5	-2,2	100,0	368
Ростелеком	1 530	1,7	14,8	-3,9	48
Ростовэнерго	125	0,0	0,0	-18,7	107
Самараэнерго	476	0,0	-0,8	19,1	213
Сбербанк	12 407	10,1	35,2	70,5	185
Седьмой Континент	790	11,0	22,0		
Северсталь	4 525	-8,9	27,3	41,9	250
Сибирьтелеком	673	-5,2	-0,9	16,0	104
Сибнефть	14 698	-0,6	3,3	-0,6	31
АФК «Система»	7 479	-8,5	-9,0		
ЮТК	290	-1,0	29,6	9,7	12
Сан Интербрю	2 655	46,0	93,0	340,0	
Сургутнефтегаз	25 205	-0,6	-5,9	8,5	76
Свердловэнерго	240	0,0	1,2	-1,2	118
Татнефть	3 758	8,4	20,2	33,7	99
Транснефть привилегир. акции	4 926	-8,0	-11,0	22,5	
РАО ЕЭС	12 169	2,1	4,0	9,8	97
Уралсвязьинформ	1 195	3,0	0,6	-1,4	109
Вымпелком	6 712	-4,9	-9,5	9,4	141
ВолгаТелеком	819	-2,1	3,7	14,8	106
ВСМПО	1 233	-10,0	1,0	38,0	
ВМЗ	607	4,0	60,6	45,0	
Вимм-Билль-Данн	763	-10,4	21,0	2,0	-6
Юкос	1 701	11,5	-3,1	-94,4	-95
ЗСМК	1 834	0,5	44,0	101,0	

Источник: DataStream * исходя из цен закрытия за 30 апреля 2005 г.



Динамика и оценка акций

Илл. 13. Динамика АДР, с начала месяца, на 29 апреля 2005г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	за месяц	Изменение	За 52 недели	
					%	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$
Нефть и Газ								
Газпром	114А, REG S	10 в 1	4,4	33,3	-2,1	-6,2	39,7	26,1
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	63,0	135,0	0,4	9,8	147,9	97,3
Сибнефть	1	5 в 1	4,0	15,5	-4,3	3,3	19,3	11,5
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	35,0	-4,9	-5,8	42,2	29,0
Татнефть	2	20 в 1	25,0	33,0	2,9	13,8	37,3	21,0
Юкос	1	4 в 1	20,0	2,5	15,2	-28,6	46,5	1,6
Энергетика								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	10,9	0,9	7,9	11,7	8,8
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	45,4	-18,6	-12,5	64,8	41,5
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	8,3	-0,6	-45,0	25,3	6,5
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	29,5	1,0	6,3	33,0	22,8
Телекоммуникации								
ВымпелКом	3	3 в 4	40,0	32,8	-5,7	-9,4	42,9	25,0
Голден Телеком	3	1 в 1	14,0	26,0	1,8	-1,7	31,8	22,5
МТС	3	5 в 1	22,0	33,0	-3,9	-4,8	40,2	24,6
Система	4	21 в 1	23,0	15,4	-5,8	-8,8	18,9	15,4
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	13,0	5,3	5,3	12,0	8,0
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	6,6	-10,5	12,1	6,5	4,0
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	12,6	1,1	15,2	15,0	10,0
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	6,9	-5,0	1,9	7,3	4,6
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	4,8	-2,6	42,3	4,5	2,5
Прочие сектора								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	56,2	-4,1	2,2	70,2	43,0
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	3,9	11,1	15,4	7,5	2,2
ГУМ	1	2 в 1	32,2	6,2	8,1	100,0	6,1	1,8
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	17,2	-4,4	20,3	20,4	11,9

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 14. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 29 апреля 2005 г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная	Потенциал	Рекомендация
	\$	MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$	млн. \$	млн. \$	2004	2005П	2004	2005П	цена \$	роста %	
Нефть и Газ														
Газпром	2,844	-1	7	2,999	1,797	37,3	70 957	11,0	7,9	7,3	4,7	4,442	56	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	34,05	1	15	36,85	24,55	6,3	27 974	7,0	6,4	4,6	4,4	45,24	33	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	3,1	-1	0	3,75	2,33	0,3	14 698	5,8	6,7	4,9	5,6	3,68	19	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,7055	-5	-3	0,833	0,605	0,6	29 537	10,2	11,4	3,1	3,1	0,93	32	ПОКУПАТЬ
Татнефть	1,725	2	20	1,860	1,065	0,1	3 901	4,4	5,5	3,3	3,6	2,09	21	ПОКУПАТЬ
Юкос	0,63	12	-5	15,34	0,5	0,0	1 409	0,2	0,3	1,7	1,8	приостанов	н/д	Приостанов
Petrobras	43,1	-10	7	49,4	24,0	10,3	44 429	6,6	5,3	3,7	3,0			
PetroChina	0,6	-6	13	0,7	0,4	63,6	106 004	8,5	7,5	5,0	4,2			
Sinorec	0,4	-5	-5	0,5	0,3	47,0	41 625	7,7	7,0	4,9	4,9			
Среднее								7,2	6,6	4,5	4,0			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,217	-6	5	0,2425	0,140	0,0	1 034	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,650	0	-23	0,920	0,570	0,0	498	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,090	50	-39	0,245	0,060	0,0	2 544	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,297	2	7	0,354	0,229	3,1	12 169	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
CEZ	5,5	2	2	5,6	3,2	5,5	2 031	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Sopel	2,8	-7	-7	3,2	2,0	0,4	832	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Eletrobras	13,4	-19	-19	17,7	5,3	3,6	4 310	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
МГТС	15,0	0	23	15,5	11,4	0,0	1 365	20,1	18,8	6,4	5,8	14,8	-1	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	14,6	-11	-21	19,2	12,8	3,5	8 598	10,3	9,1	4,1	3,9			
Tele Norte Leste	20,9	3	7	22,4	10,3	3,6	6 370	отр	отр	5,9	5,2			
Среднее								15,2	13,9	5,0	4,6			
Ростелеком	2,100	-2	14	2,640	1,702	1,0	1 930	20,8	25,0	4,6	5,5	2,05	-2	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,46	-12	-25	0,67	0,34	5,3	2 389	13,3	10,6	4,6	3,7			
Embratel	1,72	-26	-33	4,26	1,53	0,0	1 268	н/з	н/з	3,9	3,4			
Среднее								17,1	17,8	4,3	3,6			
ВымпелКом	32,8	-6	-9	42,9	25,00	28,2	6 718	19,2	9,6	7,8	4,8	56,0	71,0	ПОКУПАТЬ
МТС	33,0	-4	-5	40,2	24,6	48,7	13 148	12,9	9,8	7,1	5,4	48,0	46	ПОКУПАТЬ
Система	15,4	-6	-9	19	15,00	48,7	7 431	14,2	11,2	2,7	2,2	21,4	39	
Stet Hellas	20,630	-1	9	22,150	14,140	н/д	1 719	14,3	14,4	5,4	5,3			
Mobinil	48,1	13	46	51,7	11,9	0,0	4 811	27,2	21,2	12,1	9,8			
Среднее								27,2	17,8	8,7	9,8			
Голден Телеком	26,0	2	-2	31,8	22,50	1,9	942	14,5	9,8	5,2	3,9	37,0	43	ПОКУПАТЬ
Netia	1,5	-4	-11	1,9	1,4	1,9	438	отр	10,4	3,4	3,2			
Металлургия														
Норильский Никель	56,0	-4	5	81,1	45,9	1,6	11 979	7,2	9,9	4,1	4,9	87,0	55	ПОКУПАТЬ
Amplats	40,0	1	17	49,9	31,7	1441,8	8 696	22,1	25,5	10,0	11,6			
Inco	35,8	2	2	43,1	31,0	39,7	6 740	11,1	8,0	4,8	н/з			
Implats	85,4	2	8	94,2	68,8	2389,4	5 686	11,6	13,7	8,1	7,4			
Среднее								14,9	15,7	7,4	8,0			
Северсталь	8,2	-9	9	8,3	7,5	0,3	4 525	3,4	3,6	1,8	2,1	14,0	71	ПОКУПАТЬ
China Steel	1,0	0	-10	1,2	0,8	36,4	10 241	6,3	6,3	4,4	4,4			
POSCO	185,5	3	-1	229,0	128,0	56,7	16 176	3,9	3,5	2,3	2,1			
Среднее								5,1	4,9	3,4	3,2			
Продукты														
Балтика	19,1	-2	16	19,5	11,8	0,0	2 238	17,0	11,5	9,0	6,4	21,0	10	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	25,1	-4,4	20	20,4	11,90	2,8	698	19,1	10,5	5,8	4,4	9,4	-63	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	17,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	757,2	31,5	14,0	15,4	10,6	17,3	0,5	ДЕРЖАТЬ
Turk Tuborg	2,9	0	5	3,1	2,4	1,0	9 409	18,6	16,6	7,1	6,5			
Grupo Modelo-C	1,4	-2	4	1,5	1,2	0,1	425	18,6	16,6	7,1	6,5			
Среднее								18,6	16,6	7,1	6,5			
Торговля														
Аптеки 36,6	22,9	1	25,4	25,5	13,0	0,0	179,2	96,8	61,6	15,5	12,6	27,3		ПОКУПАТЬ
Robinson & Co	3,6	-3	-3	4,2	3,2	0,0	310	17,3	15,2	13,3	10,2			
Matahari Putra Prima	61,7	-11	3	87,8	47,0	3,1	167	13,8	12,5	5,2	3,2			
Среднее								15,5	13,8	9,3	6,7			
Машиностроение														
ОМЗ	3,9	-1	16	9,4	3,3	0,0	138	н/з	12,0	5,0	6,3	5,5	41	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	54,2	7	57	60,1	21,9	18,6	4 120	23,6	9,0	3,8	3,7			
Atlas Copco	37,6	-4	0	43,9	32,6	71,1	9 918	13,0	12,3	7,6	7,0			
Среднее								12,5	12,3	5,7	5,3			

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

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка



Илл. 15. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 29 апреля 2005г

Тикер Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2004	2005П	2004	2005П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	26	-1	37	26,35	15,5	3,9	3 214	8,0		5,6		30,46	17	ПОКУПАТЬ
Башнефть	5,65	-4	22	6,04	3,68	16,1	1 084	3,8	4,3	2,2	2,7	6,5	16	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	4,25	-11	9	5	2,95	186,6	425	4,3		4,2		4,75	12	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,300	-5	-3	0,385	0,300	1,6	313	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,620	0	29	0,660	0,400	0,0	370	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	7,30	0	85	7,35	6,87	0,0	130	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,67	0	-4	0,735	0,580	5,0	406	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	18,5	-3	19	19	13	0,4	250	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	5,4	0	4	5,4	4	0,0	196	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,050	0	43	0,062	0,047	0,0	156	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,125	0	4	0,127	0,098	0,6	438	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,415	0	0	0,49	0,34	0,0	217	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,013	0	-61	0,042	0,013	0,7	58	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Дальсвязь	1,44	7	31	1,5	0,89	33,2	179	6,0	17,0	8,5	5,8	1,38	-4	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	3,33	-6	2	4,2	2,4	77,2	1 012	12,1	10,1	5,8	4,6	3,86	16	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,610	-2	16	0,66	0,44	75,9	647	27,4	14,2	6,6	4,7	0,67	10	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,05	-8	-5	0,07	0,04	91,0	806	13,4	10,4	5,5	4,4	0,07	32	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,036	0	-2	0,046	0,029	245,0	1 163	24,2	13,6	6,8	5,0	0,049	36	ПОКУПАТЬ
Центр Телеком	0,35	-7	22	0,42	0,258	33,0	690	194,8	106,2	6,0	4,9	0,37	6	ДЕРЖАТЬ
ЮжТелеком	0,096	-7	30	0,121	0,07	11,3	356	-33,7	-38,8	8,1	6,2	0,059	-39	ПРОДАВАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	26	-12	-8	30,85	21,5	13,8	811	8,4	3,2	2,4	1,7	32,0	23	ДЕРЖАТЬ
Выксунский МЗ	320	4	59	325	153	5,8	602	8,1	7,5	4,8	4,6	310	-15	ДЕРЖАТЬ
НТМК	1,11	-5	12	1,3	0,59	50,1	1 454	4,3	4,9	2,4	2,7	1,5	35	ПОКУПАТЬ
Мечел	251,5	0	2	270	97	8,4	795	7,1	11,6	5,0	7,0	275	9	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	653	10	28	657	345	981,2	12 730	н/д	н/д	н/д	н/д	520	-20	ДЕРЖАТЬ
Челябинский трубный 3-д	0,555	32	93	0,59	0,205	58,7	262	17,3	13,2	6,5	6,2	0,47	-15	ПРОДАВАТЬ
Иркут	0,63	2	11	0,749	0,46	38,6	554	8,6	6,7	6,8	6,3	0,84	33	ПОКУПАТЬ
Калина	23,4	-3	34	25	16,25	18,3	196	10,1	8,8	7,0	5,8	27,4	17	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 16. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 29 апреля 2005г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2004	Дивиденд. доход %	Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Транснефть прив.	800	-7	-11	1025,000	755,000	378,1	0	11,2	1,4	760	-5	
Сургутнефтегаз прив.	0,563	-9	4	0,683	0,393	254,1	20	0,020	3,6	0,65	16	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,970	-1	20	1,000	0,545	18,2	44	0,03	3,6	1,36	40	ПОКУПАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,265	-4	11	0,339	0,210	3,0	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,645	4	18	1,790	1,250	42,3	22	0,132	8,0	1,54	-7	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



Илл. 17. Календарь корпоративных событий

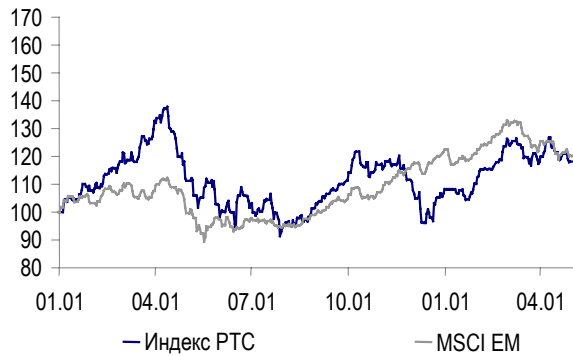
Дата	Компания	Событие
март-май	ОАО ОНАКО	Выкуп акций
март-май	ОАО Сиданко	Выкуп акций
март-май	ОАО ТНК	Выкуп акций
В течение месяца	ДВМП	Отчет за 2004 г. по РСБУ
В течение месяца	Иркут	Очередное общее собрание акционеров
В течение месяца	НТМК	Очередное общее собрание акционеров
В течение месяца	РБК	Отчет за 2004 г. по РСБУ
В течение месяца	Северсталь	Очередное общее собрание акционеров
В течение месяца	ЗСМК	Очередное общее собрание акционеров
В начале мая	Северсталь-Авто	Внеочередное собрание акционеров
1-10 мая	Аэрофлот	Отчет за 1кв05 по РСБУ
1-10 мая	АвтоВАЗ	Отчет за 1кв05 по РСБУ
1-10 мая	ДВМП	Отчет за 1кв05 по РСБУ
1-10 мая	ГАЗ	Отчет за 1кв05 по РСБУ
1-10 мая	Калина	Отчет за 1кв05 по РСБУ
1-10 мая	КАМАЗ	Отчет за 1кв05 по РСБУ
1-10 мая	ПАЗ	Отчет за 1кв05 по РСБУ
1-10 мая	ПМП	Отчет за 1кв05 по РСБУ
1-10 мая	Седьмой Континент	Отчет за 1кв05 по РСБУ
1-10 мая	Северсталь-Авто	Отчет за 1кв05
1-10 мая	УАЗ	Отчет за 1кв05 по РСБУ
1-10 мая	ЗМЗ	Отчет за 1кв05 по РСБУ
4 мая	Казаньоргсинтез	Заккрытие реестра акционеров
4 мая	ЮКОС	Заккрытие реестра акционеров
5 мая	Мосэнерго	Госрегистрация акций компаний, выходяемых из АО-энерго
6 мая	Мегионефтегаз	Заккрытие реестра акционеров
6 мая	Газпром	Заккрытие реестра акционеров
12 мая	ЛУКОЙЛ	Заккрытие реестра акционеров
12 мая	Татнефть	Заккрытие реестра акционеров
12 мая	Славнефть	Внеочередное собрание акционеров
12 мая	Славнефть	Заккрытие реестра акционеров
13 мая	Салаватнефтеоргсинтез	Заккрытие реестра акционеров
14 мая	Сахалинморнефтегаз	Очередное общее собрание акционеров
Середина мая	Башнефть	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Комсомольский НПЗ	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Комсомольский НПЗ	Очередное общее собрание акционеров
Середина мая	Мегионефтегаз	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Московский НПЗ	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Ново-Уфимский НПЗ	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	ОАО Онако	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	ОАО Сиданко	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	ОАО Славнефть	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	ОАО ТНК	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Оренбургнефть	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Орскнефтеоргсинтез	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Пурнефтегаз	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Рязанский НПЗ	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Сахалинморнефтегаз	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Салаватнефтеоргсинтез	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Саратовнефтегаз	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Удмуртнефть	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Уфанефтехим	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Уфимский НПЗ	Отчет за 2004г. по РСБУ
Середина мая	Укрнафта	Отчет за 2004 г. по РСБУ
Середина мая	Варьганнефтегаз	Отчет за 2004г. по РСБУ
23 мая	РИТЕК	Внеочередное собрание акционеров
23 мая	ТНК-ВР	Рассмотрение в арбитражном суде апелляции компании на решение о взыскании налоговой задолженности за 2001 г.
31 мая	Сахалинморнефтегаз	Внеочередное собрание акционеров
Конец мая	АвтоВАЗ	Очередное общее собрание акционеров. Отчет за год
Конец мая	ДВМП	Очередное общее собрание акционеров. Отчет за год
Конец мая	ПРИСКО	Очередное общее собрание акционеров. Отчет за год
Конец мая	ЗМЗ	Очередное общее собрание акционеров. Отчет за год

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Графики

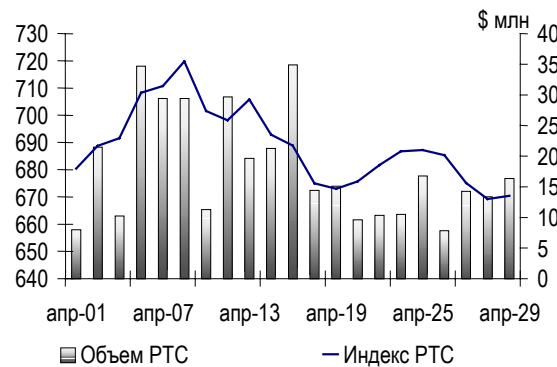
Илл. 18. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года



Источники: РТС, Рейтер

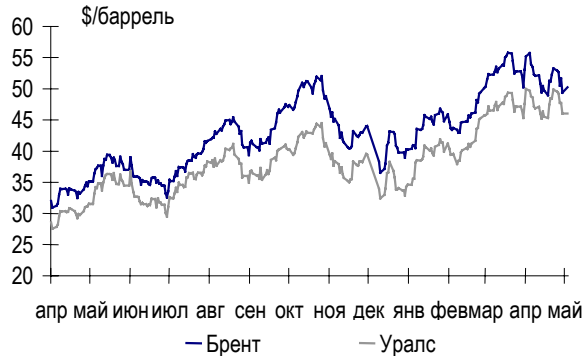
- Индекс РТС коррелировал с MSCI EM Index, поскольку находился в основном в зависимости от внешних факторов
- Пик индекса РТС пришелся на первую неделю апреля, в середине месяца средний объем торгов снизился из-за отсутствия на рынке зарубежных игроков

Илл. 19. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

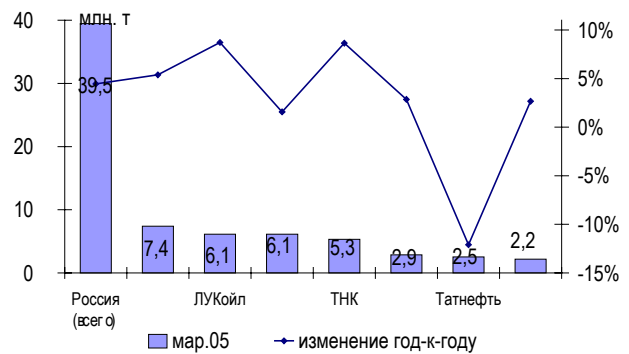
Илл. 20. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

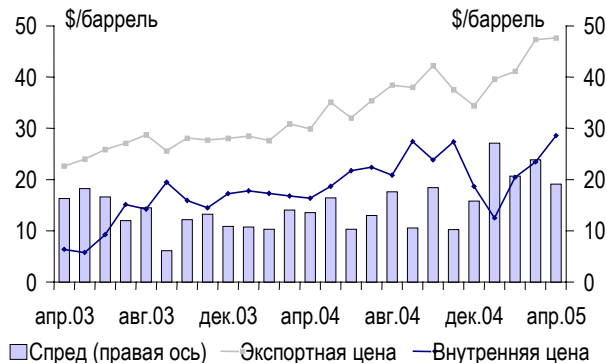
- Цены на нефть «скакали» вверх-вниз, средняя цена Urals по сравнению с мартом практически не изменилась (\$47,7 за баррель)
- В марте темпы роста нефтедобычи в России замедлились до 4,5% год-к-году; по этому показателю по-прежнему лидируют Сургутнефтегаз и ТНК-ВР

Илл. 21. Добыча нефти компаниями, март 2005



Источник: Министерство энергетики

Илл. 22. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2005гг.



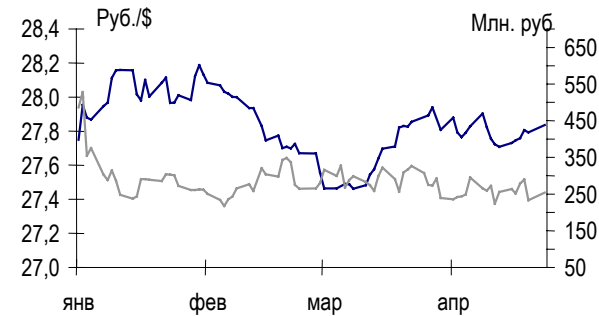
Источник: Министерство энергетики

- Продолжается рост цен на внутреннем рынке (+22% относительно марта), что с некоторым опозданием отражает тенденции на мировом рынке
- Цены на никель и медь изменились незначительно (+2% и -3%, соответственно)

Илл. 23. Цены на медь и никель, последние 12 мес.



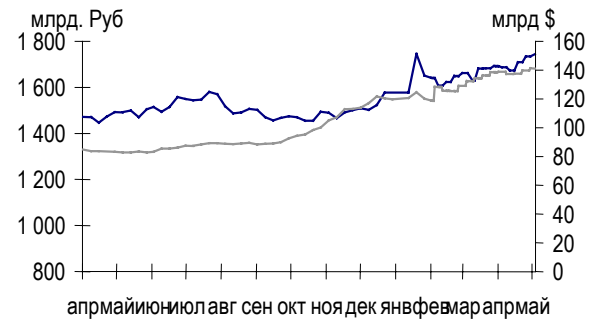
Источник: Блумберг

Илл. 24. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев


— Обменный курс, руб./\$ — Банк. Ликвидность, млрд. руб

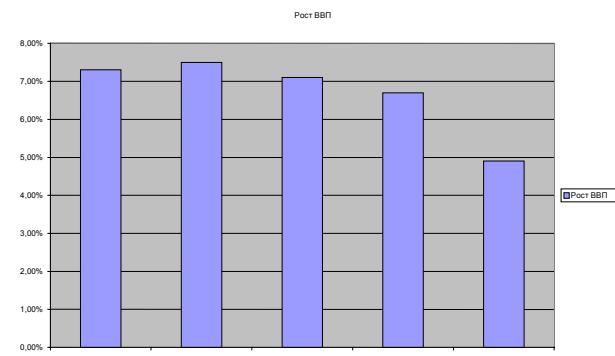
Источник: ЦБР

- Динамика изменения курса рубля к доллару: февраль – укрепление, март – возврат к уровню февраля, апрель – без изменений
- Заметный рост денежной базы в апреле на фоне увеличивающихся бюджетных расходов, и, соответственно, ускоряющихся темпов инфляции

Илл. 25. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев


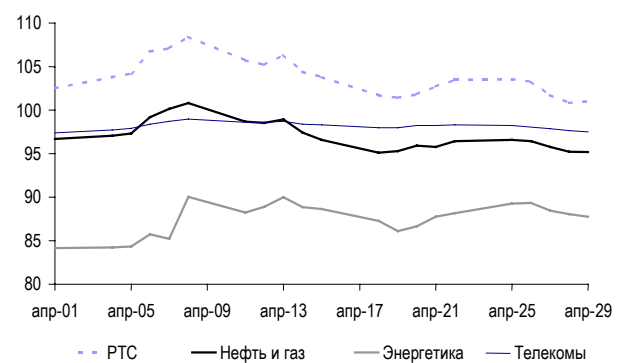
— Денежная база, млрд. руб. — Резервы ЦБР, млрд. \$ (правая ось)

Источник: ЦБР

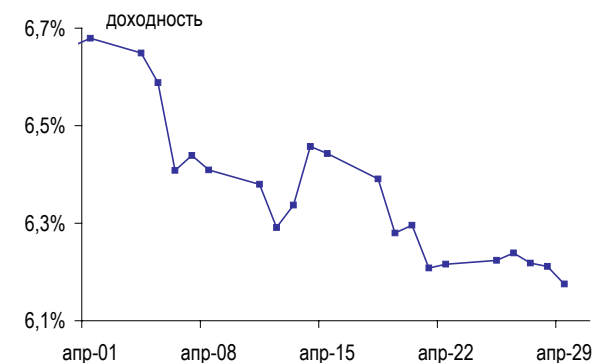
Илл. 26. Темпы роста ВВП


Источник: ЦБР

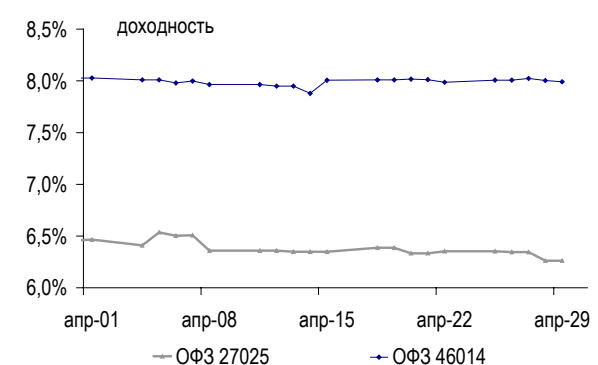
- В 1Кв05 ВВП темпы роста ВВП составили менее 5%, что свидетельствует о сохранении тенденции к их замедлению, начавшейся во 2Кв04
- Темпы роста в отдельных отраслях экономики либо не изменились, либо снизились в рамках общего спада активности, отмечавшегося в течение апреля

Илл. 27. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 28. Динамика Евро-30, с начала месяца


Источник: Рейтер

Илл. 29. Динамика ОФЗ 27025–46014, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Сообщения о достигнутой между Россией и членами Парижского клуба договоренности в отношении досрочного погашения долга по номинальной стоимости способствовали поддержанию котировок суверенных облигаций
- Цены рублевых облигаций в апреле изменились незначительно

**Экономика и политика**

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

Путин определил ряд первоочередных задач, но не сказал, как их достичь

Как мы уже отмечали, обращение Путина к Федеральному Собранию должно было дать ответы на два основных вопроса: 1) Решится ли Президент обнародовать планы в части экономической политики на ближайшие несколько лет? 2) Если да, то каковы первоочередные задачи такой политики? Анализ текста обращения показывает, что ряд этих задач определен, но средства достижения остаются неясными.

Госаппарат должен помогать бизнесу в привлечении инвестиций

Говоря об упомянутых в обращении первоочередных задачах, в качестве позитивного следует отметить особый акцент на ответственности госаппарата (ранее Путин говорил в основном об ответственности бизнеса). Т.о., государство ответственно за создание благоприятного инвестиционного климата в той же степени, что и бизнес. Применительно к практике это может означать, что власти постараются продемонстрировать, что дело Юкоса не имеет отношения к общим процессам, происходящим в российской экономике.

С учетом предстоящих выборов (2007-2008 гг.) увеличение госрасходов неизбежно

Естественно, значительную часть своего выступления Путин посвятил социальным проблемам. Одно из его конкретных предложений в этой области – увеличить реальную зарплату госслужащих в 1,5 раза с тем, чтобы вывести госаппарат за черту бедности и, соответственно, ограничить размах коррупции. В 2007 г. состоятся выборы в Думу, в 2008 г. – президентские выборы, поэтому увеличение госрасходов на эти цели представляется само собой разумеющимся.

Налоговая амнистия может принести бюджету до \$10 млрд

Всеобщее внимание привлекла упомянутая в обращении возможность амнистии капитала. Напрашивается вывод, что это свидетельство стремления государства как можно скорее положить конец разговорам о деле Юкоса и улучшить бизнес-климат в стране. Одно из необходимых для амнистии условий, отметил Путин, заключается в уплате налога на репатрируемый из оффшорных зон капитал по фиксированной ставке 13%. Российский капитал за рубежом оценивается в \$300 млрд, следовательно, возврат даже четверти этой суммы приведет к притоку средств в объеме \$75 млрд и увеличит доходную часть бюджета примерно на \$10 млрд.

Для налоговой амнистии необходимы соответствующие условия

Однако амнистии может и не быть. Во-первых, такой большой приток капитала ускорит темпы укрепления курса рубля и заставит ЦБ РФ и Минфин искать пути ослабления его негативного воздействия на экономику (в частности, снижение конкурентоспособности российского экспорта). Во-вторых, налоговая амнистия может оказаться неэффективной мерой в случае одобрения Парламентом поправок к Уголовному кодексу, разрешающих конфискацию частной собственности, полученной незаконными способами (т.е. репатриации капитала просто не будет из-за опасений возбуждения уголовных дел). В этом смысле необходимо, чтобы позиции президента и парламента не противоречили друг другу. Сам же по себе факт появления в обращении Путина таких предложений вряд ли приведет к укреплению рубля.

Темпы роста ВВП в 1Кв05 снизились до 4,9% на фоне замедления роста инвестиций; наш прогноз роста ВВП в 2005 г. – 6,4% при условии роста потребления

Российский ВВП растет не столь быстро, как мог бы при нынешней конъюнктуре сырьевых рынков. В 1кв05 темпы экономического роста составили лишь 4,9% по сравнению с 7,4% в 1кв04 (последние два квартала 2004 г. - 4,8%). Следует отметить, что ускорение темпов роста реальных доходов, наблюдаемое с марта 2005 г., по-прежнему позволяет аналитикам высказывать осторожно-оптимистичные оценки. На данный момент мы оставляем без изменения наш прогноз по темпам роста ВВП за весь 2005 г. (6,4%). Однако замедление темпов роста инвестиций до 7,8% в 1Кв05 свидетельствует об ухудшении бизнес-климата в России.



Илл. 30. Основные события

Дата	Событие
5 апреля	<p>Инфляция в РФ в 1-м квартале составила 5,3% – Росстат</p> <p>В марте рост потребительских цен достиг 1,3% против более ранних прогнозов представителей Минфина и МЭРТа о предполагаемом уровне 0,9-1,1%. Максимальный прирост за месяц показали цены на продукты питания – 2,1%, тогда как рост тарифов составил 1,2%, рост цен непродовольственных товаров – 0,4%.</p> <p>Среди платных услуг населению в марте 2005 г более всего выросли тарифы на медицинские услуги и услуги организаций культуры (+2,3%). Рост цен в секторе ЖКХ составил 1,9%.</p> <p>В конце марта МЭРТ повысило прогноз по годовому показателю инфляции до 10% (ранее прирост потребительских цен по итогам года предполагался на уровне 8,5%). Однако данные за 1 квартал свидетельствуют о недостижимости даже увеличенного показателя. В 2004 г, когда годовая инфляция составила 11,7%, показатель 1-го квартала находился на уровне 2,3%.</p>
11 апреля	<p>Fitch присвоило прогнозы по рейтингам по национальной шкале 18 российским банкам и 2 компаниям</p> <p>Стабильный прогноз по рейтингам по национальной шкале присвоен Альфа Банку, Банку Москвы, МДМ Банку, НОМОС-банку, Еврофинанс- Моснарбанку, Росбанку, МБРР, Банку Зенит, Абсолют Банку, банку АК Барс, банку Авангард, Орггресбанку, Пробизнесбанку, Уралтрансбанку, Московскому кредитному банку, банку ЦентрКредит.</p> <p>БИН-банку и Национальному резервному банку был присвоен позитивный прогноз по российской шкале.</p> <p>Одновременно Fitch присвоило стабильный прогноз рейтингам Мегафона и Уралсвязьинформа по российской шкале.</p>
13 апреля	<p>ЦБР расширил перечень ценных бумаг, входящих в ломбардный список</p> <p>Согласно документу, N1567-У "О внесении изменений в Указание Банка России от 28 июля 2004 года N1482-У "О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России" перечень дополнен иными облигациями юридических лиц – резидентов РФ. Ранее в список включались лишь гособлигации, ОБР и субфедеральные облигации, а также выпуски кредитных организаций и ипотечных агентств, обеспеченные госгарантией.</p>
15 апреля	<p>Публикация данных по объему нетто-покупок ценных бумаг США иностранными инвесторами не принесла негативных сюрпризов</p> <p>Общий объем нетто-покупок в феврале оказался существенно выше прогнозов (\$84,5 млрд против \$65 млрд). Более того, январские данные были пересмотрены в сторону повышения с \$91,5 млрд до \$92,5 млрд. При этом сегмент госдолга продолжил демонстрировать уверенное увеличение объема нетто-покупок. Однако благоприятные данные оказали лишь умеренную поддержку ценам КО США, так как прирост КО США в инвестиционных портфелях инвесторов из Японии, Китая и Кореи был незначительным (Корея осталась в феврале нетто-продавцом, сократив объем КО США на \$0,6 млрд). Основные покупки происходили за счет инвесторов из Великобритании и Карибского банковского сообщества.</p>
18 апреля	<p>Промышленное производство в России за 1-й квартал 2005 г возросло на 3,9% - Росстат</p> <p>В том числе в марте 2005 г промышленное производство увеличилось на 4% по сравнению с мартом 2004 г и на 8,1% - по сравнению с февралем 2005 г.</p> <p>Объем добычи полезных ископаемых за 1-й квартал 2005 г. увеличился на 2,5% по сравнению с аналогичным прошлым периодом; объем производства в обрабатывающих отраслях промышленности - на 5,3%; объем производства и распределения электроэнергии, газа и воды - на 2,5%.</p>
20 апреля	<p>Россия планирует в 2005 г. объявить новацию задолженности с высокими процентными ставками</p> <p>В материалах, представленных к рассмотрению на заседании правительства РФ долговой стратегии на 2006-2008 гг., отмечается, что необходимость новации обусловлена:</p> <ul style="list-style-type: none"> • исторически сложившейся в РФ достаточно высокой стоимости обслуживания отдельных категорий государственного долга; • неравномерностью распределения по срокам платежей по погашению и обслуживанию внешнего долга, что вызывает пики платежей. <p>"С целью решения этих проблем уже в 2005 г планируется принятие таких мер, как досрочное погашение части реструктуризованного долга, новация задолженности с высокими процентными ставками (например, еврооблигаций 2028 г), запуск в эксплуатацию единой системы учета государственного долга и другое", - говорится в материалах.</p>
21 апреля	<p>Выплата долга Парижскому клубу может привести к повышению рейтинга России – Fitch</p> <p>Международное рейтинговое агентство Fitch считает, что сохранение высоких цен на нефть приведет к дальнейшему усилению финансового положения России, у нее будет возможность провести значительные досрочные выплаты долга Парижскому клубу кредиторов. Это, в свою очередь, может привести к повышению долгосрочного рейтинга России в иностранной валюте с нынешнего уровня ВВВ– со стабильным прогнозом.</p>
27 апреля	<p>Рост ВВП в I квартале 2005 г составил 4,9%, по сравнению с 7,4% за аналогичный период 2004 г - Минэкономразвития</p> <p>По оценке Минэкономразвития, годовой темп экономического роста в 2005 г составит 6,5%.</p> <p>В основе намечающейся тенденции замедления роста ВВП лежит несколько факторов:</p> <ul style="list-style-type: none"> • снижение инвестиционной активности в условиях повышенного риска налогового администрирования. • снижение конкурентоспособности российских экспортеров в результате укрепления рубля, а также ограниченные возможности роста физических объемов экспорта. <p>замедление темпов роста в машиностроении в результате конкуренции зарубежных производителей легковых автомобилей и роста спроса на иномарки.</p>
27 апреля	<p>Инфляция в РФ в апреле составит 1,2% и за 4 месяца достигнет 6,6% – прогноз Минэкономразвития</p> <p>По данным МЭРТа по состоянию на 18 апреля размер инфляции с начала года достиг уже 6,0%. В том числе за период с 1 по 18 апреля цены повысились на 0,7%.</p> <p>В апреле 2004 г рост потребительских цен составил 1% (4,6% за январь-апрель 2004 г).</p> <p>По данным МЭРТ, фактор роста тарифов, повлекший резкий скачок инфляции в начале текущего года, к апрелю себя практически исчерпал. В частности, за период с 1–18 апреля прирост отдельных тарифов на услуги ЖКХ составил 1%, тарифы на городской пассажирский транспорт практически остаются неизменными. Таким образом, вклад повышения регулируемых услуг в инфляцию за январь-апрель 2005 г составит, по оценке, 2,2 п.п. (за четыре месяца 2004 г – 1,2 п.п.).</p>

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 сократили прогноз роста нефтедобычи в России на 2005 г. с 5,5% до 3,1% (из-за слабых показателей с начала года)

В начале мая рынок переваривал масштабы снижения темпов роста добычи нефти в России, вслед за публикацией слабых показателей за январь-апрель. В середине апреля мы сократили прогноз роста добычи на этот год до 3,1%. По сравнению с прошлым годом произошел неожиданный поворот судьбы: тон в секторе задают ЛУКОЙЛ и Сургутнефтегаз, а среди отстающих очевидный «рекордсмен» - Юкос и, в меньшей мере, Сибнефть.

Возврат стабильного инвестиционного климата – важнейшая предпосылка нового ускорения темпов роста добычи

В чем же причина замедления? Конечно, трубопроводная инфраструктура и добыча – вещи взаимосвязанные, но этим объясняется не все. На наш взгляд, недостаток экспортных мощностей и их дороговизна – лишь один фактор наряду с другими (напр., неопределенность условий регулирования, «карающая» налоговая политика, а также стабилизация (т.е. отсутствие роста) добычи с месторождений, обеспечивших производственный бум 2000-2004 гг.). Как только утрясется «дело Юкоса» и прояснятся условия, диктуемые развитию нефтяного сектора государством, мы ждем возобновления инвестиций в рост добычи. Хотя самые доступные нефтяные месторождения уже освоены, есть еще много богатых залежей. Мало того, как мы указали в аналитической записке от 11 апреля, озаглавленной: «Миф о налоговой нагрузке в 90%», налоговый режим в России – более щадящий, чем может показаться на первый взгляд. Возврат к стабильному инвестиционному климату – это, на наш взгляд, важнейшая предпосылка очередного ускорения темпов роста нефтедобычи..., хотя не помешают и новые трубопроводы.

Среди новостей на корпоративном уровне доминировали слухи об урегулировании налоговых претензий к Сибнефти, сообщения о визите лорда Брауна в Кремль, публикация впечатляющих итогов ЛУКОЙЛА за 2004 г. и реакция на новые зигзаги в истории слияния Газпрома и Роснефти.

Газпром станет миноритарным акционером? Не плохо, но маловероятно

Несмотря на «шум» вокруг истории о слиянии Газпрома и Роснефти, ничего конкретного в этой связи не произошло

То, что сначала показалось ключевой новостью в развитии ситуации с объединением Газпрома и Роснефти, позднее оказалось чистой спекуляцией. В конце марта в прессе появились предположения, что планы слияния отброшены, после чего поступили вести, что Газпром может стать миноритарным акционером укрупненной Роснефть-Юганскнефтегаз. По сей день, никаких подтверждений данной информации от заинтересованных сторон не поступило, и более вероятно, что недавнее «возбуждение умов» свидетельствует скорее о неопределенности и об отсутствии взаимопонимания с правительством по этому вопросу. Впрочем, это вновь заставило вернуться к вопросу, вставшему перед рынком месяц назад: может ли Газпром стать миноритарным акционером в объединенной компании Роснефть-Юганскнефтегаз?



Если это случится, то мы сочтем такой результат победой «преимущественно» лагеря Газпрома. Главное в наших суждениях об инвестиционной привлекательности Газпрома – уверенность, что газовый гигант станет «предпочтительным восприемником» государственных активов «стратегически важного» нефтегазового сектора и не встретит конкуренции в лице другой «национальной энергетической компании», такой как, например, независимая Роснефть. В качестве крупного миноритарного собственника Газпром не будет обязан управлять активами (что хорошо) и получит право (на бумаге) на часть прибыли. Важнее то, что уже само присутствие Газпрома, как крупного миноритария, даст ему возможность, в конечном счете, получить гораздо большую долю в компании или даже предпринять ее формальное поглощение. Нежелательным исходом для Газпрома было бы становление структуры «Роснефть-Юганскнефтегаз» в качестве крупного соперника. Как крупный миноритарий, Газпром имел бы возможность воспрепятствовать этому – и, в конечном счете, сделать компанию своей 100% дочкой.

При всем этом важно отметить, что даже этот сценарий теоретически не полон, так как у государства нет простого способа обменять часть пакета Роснефти на 11% акций Газпрома, которые ему необходимы. В конце концов, величина акционерного капитала Роснефти теоретически не изменилась после покупки Юганскнефтегаза, учитывая пропорционально выросший долг компании. Т.о., несмотря на сенсационные заголовки, мы вновь имеем не более чем «спекулятивные домыслы».

Сибнефть: все дело может поменять неподтвержденная пока новость об урегулировании налоговых претензий

Объявленное в середине апреля урегулирование налоговых претензий к Сибнефти на сумму в \$300 млн совершенно меняет дело,... если только это - правда. На данный момент ни правительство, ни компания еще не подтвердили эту информацию. На наш взгляд, неопределенность на сей счет сохранится – и даже возрастет, если с обеих сторон не последует разъяснений. Т.о., сообщение вселяет надежду, но его следует воспринимать осторожно. При этом можно ожидать поток различных спекуляций на тему «что дальше?». Ниже мы кратко объясняем, почему не нужно быть посвященным в кремлевские тайны, чтобы в краткосрочной перспективе сделать ставку на эту компанию.

Наиболее вероятные субъекты сделок M&A (слияния, поглощения) Сибнефти будут НК - Национальные нефтяные компании

Сможет ли Сибнефть привлечь иностранного инвестора? На наш взгляд, главные частные игроки сектора, крупнейшие и просто крупные компании, все еще рассматривают акции Сибнефти как «радиоактивные», хотя их «излучение», возможно, стало несколько меньшим (после сообщений о полном урегулировании налоговых претензий). Тем не менее, мы сомневаемся, что менеджмент иностранных компаний захочет оправдывать многомиллиардное вложение в компанию, имеющую весьма «непрозрачные» отношения с властями. Это - вдобавок к многочисленным вопросам, возникшим вокруг нового «Закона о недрах», обсуждение которого привлекло всеобщее внимание к рискам, с которыми должны будут столкнуться в России инвесторы-нерезиденты. Как мы доказывали еще в прошлом году, это значит, что наиболее вероятными покупателями пакета в Сибнефти будут НК – национальные нефтяные компании (будь то иностранные государственные компании, напр., индийская ONGC, или другие российские игроки, такие как Газпром). Таким образом, данная история интересна скорее со стороны покупателя, нежели, чем со стороны продавца, хотя мы и полагаем, что иностранная НК возможно заплатит премию за актив, что нельзя сказать с высокой долей вероятности о Газпроме. Впрочем, деньги предназначены не миноритариям, а г-ну Абрамовичу. На наш взгляд, крупнейшие иностранные НК будут ориентироваться на создание масштабных СП с Газпромом или другими компаниями (где государство



имеет бесспорную долю собственности, в коих проявляет заинтересованность или кому оказывает поддержку). Тем не менее, мы согласны с тем, что краткосрочные спекуляции по поводу будущего владельца Сибнефти помогут на непродолжительный срок поддержать котировки акций этой компании.

Новости об урегулировании налоговых претензий означают, что есть надежда на крупный дивиденд. В 2004 г. Сибнефть заработала почти \$2,0 млрд, так что дивидендные выплаты могут составить от \$0,20 до \$0,40 на акцию, в зависимости от того, будет ли компания руководствоваться сложившейся практикой или текущим наличием денежных средств. Резкое снижение компанией темпов роста добычи, которые в этом году ожидаются всего лишь в 2%, по крайней мере отчасти, может свидетельствовать о планах сбережения средств, что также согласуется с теорией о большой дивидендной выплате. Впрочем, необходимо подчеркнуть, что наша справедливая цена (ниже) уже отражает размер дивиденда, так как она основана на дисконтированном денежном потоке (DCF).

На фоне новостей (не подтвержденных) о полном налоговом урегулировании, акции Сибнефти стали привлекательной бумагой для краткосрочных вложений

Каков же итог? В нашей недавней аналитической записке, озаглавленной «Миф о налоговой нагрузке в 90%», мы резко повысили прогноз цены на нефть в кратко- и среднесрочной перспективе, доказывая при этом, что российские компании имеют вдвое больший выигрыш от роста цен на нефть, чем это принято считать. В результате мы резко повысили уровень справедливой цены в секторе, в частности, подняв цену Сибнефти до \$3,68 за акцию. Это повышение оценки увеличивает потенциал фундаментального роста и дает возможность «перевести дыхание» тем инвесторам, которые восприняли сообщение о налоговом урегулировании в «Ведомостях» как аутентичное (мы полагаем, что таких инвесторов будет большинство). В течение года мы занимали по отношению к Сибнефти то осторожную, то негативную позицию – в свете налоговых рисков и малых шансов на успех в деле поиска иностранного стратегического инвестора. Учитывая более благоприятную стоимостную оценку, возможное (хотя и не подтвержденное) налоговое урегулирование и, стало быть, более вероятную выплату дивидендов или сделку M&A, Сибнефть следует считать привлекательной краткосрочной бумагой для инвесторов, которых не смущает невысокий уровень ликвидности.

ЛУКойл: Предварительные результаты за 2004 г. по GAAP внушают оптимизм

ЛУКойл опубликовал ряд хороших предварительных показателей за 2004 г. по US GAAP

ЛУКойл опубликовал ряд предварительных показателей за 2004 г. по US GAAP: выручка выросла на 53% до \$33,8 млрд (дорогая нефть и увеличение объемов добычи). Показатель по выручке превысил наш прогноз на 5%, по-видимому, из-за более высокого объема перепродажи нефти, предсказать который трудно. Чистая прибыль выросла на 60% год-к-году (без учета разового дохода от продажи доли в Азери-Чираг-Гюнешли за \$1,13 млрд в аналогичном показателе за 2003 г.) до \$4,115 млрд, что несколько выше (на 3,6%) нашего прогноза. Остальные показатели за 2004 г. будут опубликованы в отчете, который компания должна опубликовать до очередного общего собрания акционеров (назначенного на 28 июня). В отчете будет интересно пронаблюдать за размером транспортных, коммерческих и общехозяйственных расходов (в 2003 г. и 1Кв04 они были довольно большими, хотя с тех пор заметен улучшенный контроль за данными издержками). Для рынка эти цифры – индикатор эффективности продолжающейся в компании реорганизации и мер по контролю за издержками.

ЛУКойл объявил об изменении числа обыкновенных акций, содержащихся в АДР. На данный момент 1 АДР = 4 обыкновенные акции, после дробления АДР это соотношение изменится на: 1 АДР = 1



ЛУКОЙл провел дробление АДР в соотношении 4:1 с целью повысить ликвидность

При встрече с главой СП «ТНК-ВР» Путин с одобрением говорил о группе, но не внес ясности в важнейшие вопросы

обыкновенная акция. ЛУКОЙл считает, что эта мера позволит повысить ликвидность АДР.

ТНК-ВР: Путин с одобрением высказался о СП, но внес мало ясности в важнейшие вопросы

В конце марта на встрече с генеральным директором ВР в Кремле президент Путин воздал должное СП ТНК-ВР. Путин с явным одобрением высказался об этой группе, отметив ряд фактов и цифр, характеризующих крупный масштаб и мощный прогресс ее производственной деятельности. Он подчеркнул, что Правительство России было право, одоблив создание СП, которое здесь считается образцовым членом корпоративного сообщества. Насколько мы знаем, в конце были высказаны ободряющие (хотя и лишь косвенные) замечания по одному важному вопросу – доступ фирм с иностранным участием к нефтегазовым месторождениям. С одной стороны, Путин выразил надежду на то, что ТНК-ВР сохранит высокие темпы роста, отмеченные в последние годы (что подразумевает доступ к ресурсам, необходимым для роста бизнеса). Кроме того, Путин якобы отметил, что ограничения в отношении иностранных фирм коснутся лишь небольшого числа крупных месторождений. Тем не менее, на брифинге по окончании встречи помощник президента по экономике И. Шувалов доверительно сообщил журналистам, что полная ясность в этом вопросе наступит лишь с принятием нового «Закона о недрах». Второй важный вопрос – о налоговых претензиях – на 30-минутной встрече якобы не обсуждался, но большую часть времени журналисты там и не присутствовали. В конечном счете, встреча еще раз подтвердила, что Кремль доволен СП ТНК-ВР, но это еще не означает, что он одобряет распространение той же модели на другие российские и иностранные фирмы.

Газпром

Илл. 31. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	32 727	42 926	44 111	44 178
ЕБИТДА, млн. \$	11 862	18 243	17 519	17 327
Чистая прибыль, млн. \$	6 098	8 553	8 580	8 919
P/E	11,0	7,9	7,8	7,5
EV/ЕБИТДА	7,3	4,7	4,9	5,0
Капитализация, млн. \$	70 957			
EV, млн. \$	86 343			
Добыча, млрд. куб. см	3 464			
Запасы, млрд. куб. м	107 480			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 32. 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. 33. Основные события

Дата	Событие
1 апреля	Газпром рассматривает возможность приобретения 11,8% акций MOL Оценивая результаты своего визита в Венгрию, предправления Газпрома Алексей Миллер заявил, что газовая монополия рассматривает возможность участия в тендере на приобретение госпакета в размере 11,8% акций в капитале нефтегазового концерна MOL. Кроме того, Газпрому могут быть интересны газотранспортные и сбытовые активы MOL, приобретение которых позволило бы российской компании усилить присутствие в Венгрии.
4 апреля	Газпром может направить на дивиденды \$845 млн, что соответствует дивидендной доходности 1,2% на акцию Газпром предлагает направить на выплату дивидендов за 2004 г. \$845 млн (23,5 млрд руб). В этом случае коэффициент дивидендные выплаты превысят аналогичный показатель за прошлый год более чем на 50%. В прошлом году представители государства в совете директоров урезали размер предложенных менеджментом дивидендов почти вдвое - с \$1 млрд до \$0,53 млрд. В начале марта СМИ опубликовали заявление одного из чиновников Минэкономразвития, сообщившего, что в этом году его министерство не намерено сокращать размер дивидендов, предложенный менеджментом.
7 апреля	Газпром продвинулся в переговорах о вхождении в проект Сахалин-2 Газпром сообщил о достижении ряда договоренностей в переговорах с Royal Dutch/Shell о получении доли в проекте Сахалин-2 (доля Shell составляет 55%). В настоящее время Газпром и Royal Dutch/Shell рассматривают возможность обмена доли в Сахалине-2 на долю в проекте разработки неокомских залежей Заполярного месторождения. Официального соглашения пока не заявляли о достижении окончательных соглашений, однако в СМИ говорится, что стороны практически договорились обменять 22%-ную долю участия в Сахалине-2 на 50%-ную в проекте Заполярное-Неоком. Сделка должна быть выгодна обеим компаниям: имея в партнерах такую влиятельную структуру как Газпром, Shell будет чувствовать более спокойно, Газпром же становится участником перспективного проекта по производству СПГ в компании с крупным и опытным партнером.
21 апреля	Акционеры Нортгаза готовы передать Газпрому контрольный пакет акций компании – президент Нортгаза Сергей Тупицын "С моей точки зрения, передача 50% акций Газпрому была бы абсолютно правильным решением", - отметил президент Нортгаза. По его словам "акционеры готовы передать Газпрому и 51% акций". По словам Тупицына, переговоры по передаче акций затрудняются судебным процессом вокруг Северо-Уренгойского месторождения. Нортгаз будет подавать ответные иски, если на следующем заседании арбитражного суда Москвы, которое, скорее всего, состоится в июне, будет принято решение, наносящее ущерб компании. Он также подчеркнул, что "вне зависимости от судебных постановлений компания найдет возможность погасить все долги перед кредиторами даже в том случае, если лишится своей лицензии". В настоящее время пакет из 51% акций Нортгаза принадлежит британской компании REDI UK Ltd, а 49% – еще трем компаниям, в том числе и дочерней компании Газпрома – Уренгойгазпрому.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ
Илл. 34. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	32 201	36 096	32 880	31 586
EBITDA, млн. \$	6 542	6 858	6 383	6 649
Чистая прибыль, млн. \$	3 973	4 376	4 034	4 394
P/E	7,0	6,4	6,9	6,4
EV/EBITDA	4,6	4,4	4,7	4,5
Капитализация, млн. \$	27 974			
EV, млн. \$	29 975			
Добыча, млн. бнэ	664			
Запасы, млн. бнэ	20 056			
Количество акций, млн.*	822			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 35. 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 капложения не принесут ожидаемых результатов
- Зависимость от внутреннего рынка нефти

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 36. Основные события

Дата	Событие
5 апреля	ЛУКОЙЛ обеспечил себе в 2004 г. 100%-ное возмещение запасов; доказанные запасы по SPE составляют 20,07 млрд б.н.э. ЛУКОЙЛ сообщил о размере запасов нефти и газа по SPE на конец 2004 г., оцененных фирмой Miller & Lents. В течение 2004 г. объем доказанных запасов практически не изменился (+0,1%): 20,07 млрд б.н.э., в т.ч. 15,97 млрд баррелей нефти и 4,1 млрд б.н.э. газа. ЛУКОЙЛ обеспечил себе 100%-ное возмещение запасов, что соответствует долгосрочным целям компании.
6 апреля	В 1Кв05 СопосоPhillips увеличила долю в капитале ЛУКОЙЛА до 11,3% Согласно предварительным данным за 1Кв05, опубликованным компанией СопосоPhillips, ее доля в капитале ЛУКОЙЛА достигла 11,3%. Согласно договоренности между двумя компаниями она должна увеличиться до 20% в течение трех лет. Т.о., американская компания действует согласно имеющейся договоренности, причем даже с опережением: при таких темпах скупки акций доля СопосоPhillips может достичь 20% ранее намеченного срока. Намерение СопосоPhillips продолжать скупку акций ЛУКОЙЛ будет, как и прежде, одним из факторов, способствующих росту котировок бумаг ЛУКОЙЛА. Мы считаем акции ЛУКОЙЛА самой малорисковой бумагой среди российских нефтяных «голубых фишек» (справедливая стоимость акций - \$45,2; потенциал роста - 25%).
14 апреля	Президент ЛУКОЙЛА: налоговые органы проверяют деятельность компании за 2002-2003 гг.; мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ Как заявил президент ЛУКОЙЛА Вагит Алекперов, ФНС проводит проверку деятельности компании за 2002-2003 гг. Конечно, претензии будут, но я не думаю, что они будут катастрофическими, сказал Алекперов. По его словам, пока ход проверки дает «обнадеживающие результаты».
27 апреля	Совет директоров ЛУКОЙЛА дал рекомендации по размеру дивидендов за 2004 г. Совет директоров ЛУКОЙЛА рекомендует выплатить дивиденды за 2004 г. в размере 28 руб., или \$1, на акцию. В долларовом выражении это на 22% больше, чем дивиденды за 2003 г. (24 рубля). В случае одобрения рекомендаций совета дивидендная доходность акций составит чуть менее 3% (по текущим биржевым котировкам), т.е. будет не намного ниже, чем по «префам» Сургутнефтегаза. Реестр акционеров предлагается закрыть 12 мая.
27 апреля	Moody's повысило основной рейтинг обязательств "ЛУКОЙЛА" на одну ступень – до Ва1, прогноз стабильный Одновременно рейтинговое агентство повысило рейтинг необеспеченных обязательств компании на одну ступень – до Ва2. Прогноз по всем рейтингам стабильный. Повышение основного рейтинга обязательств компании отражает положительные тенденции в деятельности "ЛУКОЙЛА", в частности рост EBITDA компании в 2004 г до \$5,2 млрд по сравнению с \$4,4 млрд в 2003 г. Кроме того, агентство отмечает улучшение в корпоративном управлении, операционной деятельности и эффективности нефтяной компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 37. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	9 270	10 637	9 695	9 264
ЕБИТДА, млн. \$	3 305	2 846	2 490	2 386
Чистая прибыль, млн. \$	2 551	2 197	1 820	1 747
P/E	5,8	6,7	8,1	8,4
EV/ЕБИТДА	4,9	5,6	6,4	6,7
Капитализация, млн. \$	14 698			
EV, млн. \$	16 055			
Добыча, млн. бнэ	260			
Запасы, млн. бнэ	4 779			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 38. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 39. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	12 841	16 148	14 892	14 174
ЕБИТДА, млн. \$	4 057	4 094	3 965	4 039
Чистая прибыль, млн. \$	2 503	2 406	2 211	2 197
P/E	10,2	11,4	12,5	12,5
EV/ЕБИТДА	3,1	3,1	3,2	3,1
Капитализация, млн. \$	29 537			
EV*, млн. \$	12 630			
Добыча, млн. бнэ	522			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	43 428			

Прим.: * Не включает стоимость собственных акций, принадлежащих дочерней компании

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 40. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- 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 Кинеф 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. 41. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	6 095	6 827	6 132	5 668
ЕБИТДА, млн. \$	1 431	1 306	1 192	1 163
Чистая прибыль, млн. \$	845	687	599	620
P/E	4,4	5,5	6,3	6,1
EV/ЕБИТДА	3,3	3,6	4,0	4,1
Капитализация, млн. \$	3 901			
EV, млн. \$	4 725			
Добыча, млн. бнэ	187			
Запасы, млн. бнэ	6 211			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 42. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	21 826	25 266	22 413	21 605
ЕБИТДА, млн. \$	7 901	7 137	6 177	6 048
Чистая прибыль, млн. \$	5 660	5 113	4 326	4 276
P/E	0,2	0,3	0,3	0,3
EV/ЕБИТДА	1,7	1,8	2,1	2,2
Капитализация, млн. \$	1 409			
EV, млн. \$	13 041			
Добыча, млн. бнэ	661			
Запасы, млн. бнэ	16 725			
Количество акций, млн.	2 237			

Прим.: * Результаты Сибнефти включены с 2003П

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 44. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**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. 45. Основные события**

Дата	Событие
5 апреля	Газпром выступает за ускорение приватизации ОГК Представитель Газпромбанка озвучил планы Газпрома активно участвовать в реформировании электроэнергетики. Газпром, который владеет около 10% акций РАО ЕЭС и 25% акций Мосэнерго, путем создания интегрированной компании намеривается компенсировать недополученную прибыль от продажи газа генерирующим компаниям, которые потребляют около 37% поставок газа, продажей электроэнергии на оптовом рынке. Более того представитель Газпромбанка заявил, что компания сейчас активно лоббирует ускорение приватизации генерирующих компаний в Правительстве для создания конкурентного рынка электроэнергии.
8 апреля	РАО ЕЭС публикует финансовые результаты за 2004 год по РСБУ: чистая прибыль выросла на 4% до \$835 млн РАО ЕЭС опубликовало финансовые результаты компании за 2004 год согласно РСБУ. Выручка по итогам года снизилась на 29% с \$1.68 млрд. до \$1.20 млрд. Прибыль от продаж в 2004 г. сократилась на 16% до \$842 млн., прибыль до налогообложения уменьшилась на 11% до \$945 млн. Тем не менее, несмотря на существенное снижение выручки от продаж, чистая прибыль РАО ЕЭС по РСБУ выросла на 4% с \$802 млн. в 2003 г. до \$835 млн. в 2004 г., в то же время в рублевом эквиваленте чистая прибыль незначительно сократилась (-2.2%) с 24.6 млрд. рублей до 24.07 млрд. рублей.
12 апреля	МЭРТ готов представить план приватизации ОГК на этой неделе Согласно заявлению директора профильного департамента Министерства Экономического Развития и Торговли Кирилла Андросова, проект комплексного плана по реформированию электроэнергетики, включающего вопрос приватизации ОГК, будет представлен на рассмотрение Правительству до конца недели. Подготовленный МЭРТ проект рекомендует Правительству поддержать продажу ОГК на спецденежных аукционах, где платежным средством будут выступать как денежные средства, так и акции РАО ЕЭС. МЭРТ предлагает осуществить продажу пилотной ОГК-5 (8.6 ГВт) до конца этого года. В то же время, по мнению МЭРТ, решения о последующих продажах ОГК должно приниматься исходя из результатов продажи ОГК-5.
12 апреля	Крупнейшие иностранные банки представили заявки на участие в тендере по проведению оценки ОГК для перехода на единую акцию РАО ЕЭС получило заявки от ряда крупнейших инвестиционных банков на участие в тендере на расчет коэффициента обмена акций ОГК и станций, входящих в их состав, который необходим для перехода компаний на единую акцию. Заявки на участие в тендере прислали следующие консорциумы: Альфа-банк и Merrill Lynch, Deutsche Bank и Объединенная финансовая группа, Goldman Sachs и Ренессанс Капитал, JP Morgan и Вэб-инвест Банк, UBS Investment Bank и Национальный резервный банк, Morgan Stanley и "Тройка Диалог", ING Bank (Eurasia) и ИФК Метрополь, Citigroup, ABN-Amro и ОАО Еврофинанс.
13 апреля	РАО ЕЭС планирует направить на дивиденды за 2004 г. \$96 млн, т.е. 11,5% чистой прибыли по РСБУ Согласно сообщениям в СМИ, РАО ЕЭС предполагает направить на выплату дивидендов за 2004 г. порядка \$95,7 млн (11,5% чистой прибыли материнской компании, составившей \$835 млн по РСБУ). Т.о., объем дивидендных платежей за 2004 г. должен увеличиться по сравнению с предыдущим годом (\$78 млн) на 22%. Дивиденд по обыкновенным акциям увеличится на 24% и составит \$0,002, по привилегированным практически не изменится - \$0,008. Соответственно, дивидендная доходность обыкновенных и привилегированных акций составит 0,7% и 3%. На последнем совета директоров РАО назначены даты закрытия реестра акционеров (10 мая) и очередного общего собрания акционеров (29 июня).
26 апреля	РАО ЕЭС предлагает увеличить дивиденды на обыкновенные акции на 24% Состоялось очередное заседание Совета директоров РАО ЕЭС. Наиболее важным решением Совета директоров стало предложение объема выплачиваемых дивидендов по итогам 2004 года. Совет директоров предложил увеличить дивиденды по обыкновенным акциям на 24%, с \$0.0016 (0.0469 руб.) в прошлом году до \$0.0020 (0.0559 руб.) на акцию. Дивиденды по привилегированным акциям при этом останутся на уровне прошлого года - \$0.008 (0.2233 руб.) на акцию. Общая сумма выплачиваемых дивидендов в этом году увеличится на 22%, с \$78 млн. до \$96 млн., тем самым доля прибыли, направляемой на дивиденды, составит 11.5% (против 9.8% в 2004 году). Предложенный Совет директоров размер дивидендов составляет доходность в 0.7% и 3.0% по обыкновенным и привилегированным акциям соответственно. Совет директоров РАО ЕЭС ранее установил дату проведения годового общего Собрания акционеров 29 июня, дата закрытия реестра - 10 мая.

Источник: оценки Альфа-Банка



Иркутскэнерго

Илл. 46. Основные события

Дата	Событие
22 апреля	Иркутскэнерго планирует увеличить дивиденды по итогам 2004 года на 22% до \$0.0015 на акцию Совет директоров Иркутскэнерго на заседании 22 апреля предложил направить на выплату дивидендов 63% чистой прибыли компании за 2004 год, которая составила \$11 млн. (по РСБУ). Общая сумма дивидендных выплат по итогам 2004 года, таким образом, увеличится на 22% по сравнению с 2003 годом – с \$5.7 млн. до \$6.9 млн. Совет директоров предложил выплатить дивиденды в размере \$0.0015 (0.0419568 руб.) на акцию, что составляет дивидендную доходность в 0.7%. Годовое собрание акционеров Иркутскэнерго запланировано на 24 июня, закрытие реестра – 6 Мая.

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.

Традиционные операторы: Какова истинная стоимость фиксированного бизнеса?

- Оценка стоимости бизнеса фиксированной связи в составе ЮТК и Уралсвязьинформа показывает, что рынок переплачивает за него 30-65%
- В случае Уралсвязьинформа (\$356 за фиксированную линию по сравнению с \$215 у аналогичных компаний) риск особенно высок: если новый собственник, который придет в Связьинвест после приватизации, захочет вычленив из компании мобильный бизнес, стоимость Уралсвязьинформа может значительно снизиться (до уровня оценки фиксированного бизнеса в остальных компаниях). Следует отметить, что это не краткосрочный риск и что текущая DCF-стоимость компании довольно привлекательна (потенциал роста акций 31%)
- Рынок недооценивает фиксированный бизнес ВолгаТелеком и Сибирьтелекома: для компаний с таким высоким потенциалом роста дисконт в 14-30% слишком велик
- Расчетные цены компаний фиксированной связи не изменены, но мы рекомендуем инвесторам учитывать, насколько адекватно рынок оценивает стоимость их фиксированного бизнеса

Акции мобильных операторов торгуются на уровне бумаг компаний фиксированной связи (расчетный коэффициент EV/EBITDA на 2005 г. 5,3)

В результате недавнего ралли в бумагах традиционных компаний фиксированной связи и снижения котировок мобильных операторов акции и тех и других торгуются в настоящий момент примерно с одними и теми же стоимостными коэффициентами (расчетный на 2005 г. коэффициент EV/EBITDA 5,3). С нашей точки зрения, для такого выравнивания коэффициента оснований нет (см. Илл. 47). Мы полагаем, что **сейчас для инвесторов удобный момент переложиться из фиксированной связи в бумаги мобильных операторов**, поскольку последние более «прозрачны» и имеют высокий потенциал роста.



Илл. 47. Стоимостные коэффициенты у российских компаний связи

	EV млн \$	EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E		
		2004Г	2005Г	2006Г	2004Г	2005Г	2006Г	2004Г	2005Г	2006Г
ЦентрТелеком	1 357	1,6	1,4	1,3	6,2	5,1	4,6	194	Отр.	22
Северо-Западный Телеком	823	1,7	1,3	1,2	6,8	4,8	4,1	27	14	10
ЮТК	1 167	2,1	1,8	1,7	8,2	6,3	5,4	Отр.	Отр.	48
ВолгаТелеком	1 383	2,1	1,7	1,6	6,2	4,9	4,3	12	10	8
Уралсвязьинформ	1 949	2,2	1,8	1,7	7,8	5,7	4,7	24	13	9
Сибирьтелеком	1 130	1,6	1,3	1,3	5,6	4,5	4,0	14	8	5
Дальсвязь	327	1,2	1,0	0,9	8,6	5,9	4,5	6	17	9
Средний показатель		1,8	1,5	1,4	7,1	5,3	4,5	17	12	16
МГТС	1 287	2,3	2,0	1,8	5,5	5,1	4,6	16	15	15
Ростелеком	1 778	1,5	1,4	1,3	4,4	4,7	4,6	4	4	16
Голден Телеком	887	1,5	1,2	0,9	5,2	3,9	3,1	14	10	8
Вымпелком	8 422	3,9	2,5	2,1	8,2	5,1	4,1	20	10	8
МТС	15 305	3,9	3,0	2,6	7,3	5,6	4,9	13	10	9
Средний показатель		3,9	2,7	2,3	7,8	5,3	4,5	17	10	8

Источники: оценка Альфа-Банка, Bloomberg

**Мы постарались
оценить стоимость
различных бизнесов у
операторов
фиксированной связи**

Мы решили применить для оценки стоимости традиционных компаний фиксированной связи мы решили метод «сверху-вниз», т.е. при оценке общей стоимости компании учитывать долю в ней стоимости мобильного бизнеса (в случае Сибирьтелекома, Уралсвязьинформа и ВолгаТелеком) или стоимости бизнеса альтернативных услуг связи (в случае МГТС) с целью рассмотрения распределения стоимости компании. За ориентир мы взяли текущие стоимостные коэффициенты МТС, Вымпелкома и Голден Телекома.

Результаты анализа представлены в Илл. 49.

Илл. 48. Оценка стоимости мобильного бизнеса

	2005E EV/Число абонентов \$
МТС	305
Вымпелком	208
Средний показатель	257

Источник: оценка Альфа-Банка



Илл. 49. Оценка стоимости фиксированного бизнеса традиционных операторов проводной связи

	Число фиксир. абонентов 2005П	Число мобильных абонентов 2005П	Общая стоимость компании	Стоимость фиксир. бизнеса	Стоимость мобильного бизнеса	Стоимость бизнеса альтернативной связи	EV на фиксир. абонента 2005 П	Ст-ть фиксир. бизнеса /EBITDA 2005П
	тыс	тыс	млн \$	млн \$	млн \$	млн \$	\$	
ЦентрТелеком	6 469		1 357	1 357			210	5,1
Северо-Западный Телеком	4 373		823	823			188	4,8
ЮТК	4 145		1 167	1 167			282	6,3
ВолгаТелеком	4 541	2 100	1 383	845	539		186	3,8
Уралсвязьинформ	3 601	2 600	1 949	1 282	667		356	6,2
Сибирьтелеком	3 980	1 170	1 130	830	300		209	4,6
Дальсвязь	1 287		327	327			254	5,9
МГТС	4 400		1 287	1 082		204	246	5,4
Средний показатель							241	5,2
Средний показатель без учета УралСИ и ЮТК							215	4,9

Примечание: Мы сделали следующие предположения:

- Расчетная норма EBITDA по мобильному бизнесу у операторов фиксированной связи принята за 50% с относительно низкого уровня издержек

- Прогноз по выручке Comstar UTS на 2005 г. – \$335 млн, норме EBITDA - 35%; с учетом сохранения доли МГТС в капитале компании на уровне 45%

Источник: оценка Альфа-Банка

Основные выводы следующие:

Фиксированный бизнес ЮТК и УралСИ оценен рынком на 30-65% дороже

Если новый собственник Связьинвеста решит выделить из Уралсвязьинформа мобильный бизнес, котировки этой МРК резко снизятся

Рынок недооценивает стоимость фиксированного бизнеса ВолгаТелеком и Сибирьтелеком: дисконт в 14-30% неоправдан

- С точки зрения стоимости фиксированного бизнеса, самые дорогие акции - ЮТК и Уралсвязьинформ, торгующиеся с 30-65%-ной премией относительно средних коэффициентов у аналогичных компаний.
- У Уралсвязьинформа такая премия может объясняться синергией мобильного и фиксированного бизнеса. Тем не менее, премия в 65% (\$356 на фиксированную линию у Уралсвязьинформа по сравнению с \$215 у других компаний) представляется завышенной. Следовательно, есть опасность, что **новый собственник, который придет в Связьинвест после приватизации, захочет вычлени из компании мобильный бизнес** (вероятность этого, с нашей точки зрения, довольно высока), и тогда стоимость Уралсвязьинформа может снизиться (до уровня остальных компаний). **Мы вновь призываем клиентов учитывать этот риск** при принятии инвестиционных решений, особенно принимая во внимание предстоящую приватизацию Связьинвеста. Следует отметить, что это не краткосрочный риск, и что текущая DCF-стоимость компании довольно привлекательна (потенциал роста акций 31%).
- Анализ стоимости показывает, что **рынок недооценивает положительный эффект от объединения фиксированного и мобильного бизнеса в рамках одной компании, получаемый ВолгаТелеком и Сибирьтелекомом**: у этих двух компаний самые низкие показатели «EV на абонента в фиксированной связи» - \$186 и \$209, соответственно (дисконты 31% и 13% по коэффициенту EV/EBITDA). Мы полагаем, что для компаний с таким высоким потенциалом столь большие дисконты неоправданны: акции ВолгаТелеком и Сибирьтелекома имеют возможность для роста как минимум до уровня бумаг аналогичных компаний. Кроме того, дополнительным фактором роста котировок акций ВолгаТелеком может стать их включение в индекс MSCI в мае.



Расчетные цены компаний фиксированной связи не изменены, но мы рекомендуем инвесторам учитывать, насколько адекватно рынок оценивает стоимость их фиксированного бизнеса

На данный момент мы оставляем без изменения рекомендации по акциям и их расчетные цены. В то же время мы рекомендуем клиентам учитывать сделанные выше выводы, а также уровень стоимости фиксированного бизнеса компаний при принятии инвестиционных решений.

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 50. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	584	761	948	1 131
EBITDA, млн. \$	171	229	288	345
Чистая прибыль, млн. \$	65	96	125	150
P/E	14,5	9,8	7,6	6,3
EV/EBITDA	5,2	3,9	3,1	2,6
Капитализация, млн. \$	942			
EV, млн. \$	892			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 51. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 52. Основные события

Дата	Событие
26 апреля	Голден Телекома в 1Кв05: «низкий» сезон, небольшой рост рентабельности (+2 п.п.) Должен выйти отчет Голден Телекома за 1Кв2005. В первом квартале финансовые результаты, как правило, бывают не очень хорошими из-за большого числа нерабочих дней. В этом году их было как никогда много - новогодние праздники растянулись на 10 дней. Мы прогнозируем снижение выручки на 3% кв-к-кв. Рентабельность по EBITDA, по нашим оценкам, несколько повысится (+2 п.п.) в основном из-за отсутствия разовых статей.

Источник: оценки Альфа-Банка

МТС

Илл. 53. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	3 887	5 152	5 885	6 170
ЕБИТДА, млн. \$	2 095	2 730	3 149	3 342
Чистая прибыль, млн. \$	1 023	1 335	1 566	1 650
P/E	12,9	9,8	8,4	8,0
EV/ЕБИТДА	7,1	5,4	4,7	4,4
Капитализация, млн. \$	13 148			
EV, млн. \$	14 811			
Число абонентов, '000	34			
Кол-во акций, млн.	399			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 54. 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. 55. Основные события

Дата	Событие
7 апреля	В марте коэффициент проникновения мобильной связи увеличился еще на 2,6%, МТС и Вымпелком идут примерно вровень. Темпы роста рынка мобильной связи в марте не отличались от февральских – коэффициент проникновения увеличился на 2,6% (в феврале – на 2,4%) и составил 59% (по количеству SIM-карт). В московском регионе в лидеры снова вышел Вымпелком, с небольшим преимуществом (в 10 тыс. абонентов) опередивший МТС. В других регионах (за исключением Москвы и С-Петербурга) по доле в числе новых абонентов на первом месте МТС (34,5%), за ней с небольшим отрывом следует Вымпелком (31,6%). У Мегафона примерно по 20% рынка в Москве и регионах. Кроме того, компании удалось снова выйти на первое место на своем традиционном рынке – С-Петербурге (Вымпелком отстает совсем не намного – 0,2%).
20 апреля	Дата закрытия реестра МТС – 15 мая; дивидендная доходность АДР - 3,1%. Очередное общее собрание акционеров МТС состоится 21 июня, реестр акционеров закроется 3 мая. Ранее компания сообщала, что планирует направить на выплату дивидендов около трети своей чистой прибыли. Т.о., дивиденд на АДР может составить \$1,03, доходность - 3,1%. Иностранцам акционерам следует иметь ввиду, что этот дивиденд может облагаться налогом у источника по ставке 15% (в случае отсутствия соответствующего юридического оформления).

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 56. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	2 147	3 391	4 023	4 320
ЕБИТДА, млн. \$	1 023	1 658	2 049	2 167
Чистая прибыль, млн. \$	350	699	900	909
P/E	19,2	9,6	7,5	7,4
EV/ЕБИТДА	7,8	4,8	3,9	3,7
Капитализация, млн. \$	6 718			
EV, млн. \$	7 993			
Число абонентов, '000	27			
Кол-во акций, млн.	205			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 57. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Теленор и Альфа Груп в качестве стратегических инвесторов

Слабые стороны

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

Возможности

- Расширение на рынки СНГ, лицензия на Дальний Восток
- Дальнейшая конвергенция маржи и рентабельности с МТС

Угрозы

- Включение в индекс MSCI Russia
- Введение Резерва универсального обслуживания
- Несправедливое отношение регулятора

Источники: оценки Альфа-Банка



Илл. 58. Основные события

Дата	Событие
5 апреля	Лицензии Вымпелком-Регионы переоформлены на Вымпелком: риск запретительных действий со стороны органов регулирования снижается Вымпелком сообщил о получении уведомлений от Федеральной службы по надзору в сфере связи, датированных 4 апреля 2005 г., о переоформлении на него лицензий, выданных ранее компании Вымпелком-Регионы. Согласно тексту уведомлений 30 марта 2005 г. ФНСС принято решение переоформить на Вымпелком лицензии на предоставление услуг мобильной связи, ранее выданные компании Вымпелком-Регионы на основании Ст. 35 Закона о связи. Вымпелком-Регионы, вошедшая в состав Вымпелкома 26 ноября 2004 г., имела лицензии на предоставление соответствующих услуг в Центральном регионе, Сибири, Поволжье, Южном и Северо-Западном регионах.
13 апреля	Прогноз финансовых показателей Вымпелкома за 4Кв4: в целом те же тенденции, что и у МТС? Ожидается отчет Вымпелкома за 4Кв04 и 2004 г. С учетом результатов, показанных МТС в отчетах за тот же период (опубликованы в конце марта), многие аналитики предполагают, что результаты Вымпелкома подтвердят наличие общей негативной тенденции к снижению рентабельности и средней выручки с абонента у операторов мобильной связи в 4квартале.
14 апреля	Отчет Вымпелкома за 4Кв04 оказался несколько лучше прогнозов Отчет Вымпелкома за 4Кв04 оказался неплохим и в целом соответствует нашему прогнозу. <ul style="list-style-type: none"> • Рост выручки составил 6% кв-к-кв, показатели EBITDA и чистой прибыли снизились на 4% и 18%, соответственно • Показатель ARPU по России снизился на 15% (у МТС за тот же период - на 19%). • в 4Кв04 новые с нуля сети введены в эксплуатацию только в 2 регионах по сравнению с 10 у МТС; • По оценкам компании, в 2005 г. норма EBITDA составит 45-50%.
20 апреля	Telenor в принципе не против объединения Вымпелкома с Киевстаром - хорошая новость для акций Вымпелкома Президент Telenor ASA Fredrik Baksaas заявил, что он в принципе не возражает против объединения аффилированного с Telenor Вымпелкома и украинского подразделения Telenor (Киевстар) на приемлемых условиях, однако для этого Telenor и Альфа групп должны прежде договориться о структуре собственности. В 2004 г. выручка Киевстара составила \$640 млн, прогноз на 2005 г. - \$900 млн. В прошлом году компания показала высокую рентабельность (норма EBITDA 59%). Доля Киевстара в совокупной выручке Telenor составила 7%, в показателе EBITDA - 14%, причем Мы полагаем, что быстрое урегулирование конфликта было бы выгодно Вымпелкому.
22 апреля	Совету директоров Вымпелкома не удалось договориться по вопросу о выходе на украинский рынок; Альфа Телком возлагает надежды на внеочередное собрание акционеров Члены совета директоров Вымпелкома разошлись во мнениях по вопросу о выходе компании на украинский рынок: пятеро проголосовали «за», три - «против» (в т.ч. два представителя Telenor и один независимый директор, ранее занимавший в Telenor должность вице-президента) и один воздержался (представитель Telenor). Согласно Уставу Вымпелкома решения по приобретению активов принимаются квалифицированным большинством голосов (более трех четвертей). Как заявили представители Альфа Телеком, компания собирается вынести данный вопрос на внеочередное собрание акционеров, которое планирует созвать в мае. На собрании акционеров такие вопросы принимаются простым большинством голосов, и поэтому все будет зависеть от позиции миноритариев.

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 59. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	559	646	728	809
EBITDA, млн. \$	232	254	278	312
Чистая прибыль, млн. \$	71	76	78	89
P/E	20,1	18,8	18,4	16,1
EV/EBITDA	6,4	5,8	5,3	4,7
Капитализация, млн. \$	1 365			
EV, млн. \$	1 478			
Используется линий, '000	4 334			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 60. Краткий обзор компании

Сильные стороны	
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Доступ к последней миле в Москве • Одна из самых устаревших сетей среди МРК • Низкие доходы от дальней связи • Отсутствие контроля над альтернативным оператором АФК "Система"
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Пересмотр соглашений с Ростелекомом о расчетах за дальнюю связь
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Потеря сегмента малого и среднего бизнеса альтернативным операторам • Высокая стоимость цифронизации сети • Неспособность нового генерального директора показать высокие результаты

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 61. Основные события**

Дата	Событие
4 апреля	<p>Отчет МГТС за 2004 г. по РСБУ: норма EBITDA +2 п.п.; дивидендная доходность по «префам» - 4%</p> <p>МГТС выпустила отчет за 2004 г. по РСБУ:</p> <ul style="list-style-type: none"> Выручка выросла по сравнению с 2003 г. на 17% до \$520 млн. Норма операционной прибыли снизилась по сравнению с 2003 г. на 1 п.п. до 28% при росте нормы EBITDA на 2 п.п. до 48% (из-за более чем 30%-ного увеличения стоимости основных фондов в результате переоценки активов). Чистая прибыль снизилась на 3% год-к-году до 1,9 млрд. руб. (\$6,8 млн). Компании удалось избежать существенного роста чистого долга (\$116 млн), несмотря на 70%-ный рост капвложений.

Источник: оценки Альфа-Банка

Связьинвест**Илл. 62. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	6 177	7 276	7 706	7 996
EBITDA, млн. \$	1 882	2 189	2 475	2 723
Чистая прибыль, млн. \$	432	512	706	896
P/E	7,7	6,5	4,7	3,7
EV/EBITDA	1,6	1,4	1,3	1,1
Капитализация, млн. \$	н/д			
EV, млн. \$	3 094			
Число абонентов, '000	н/д			
Кол-во акций, млн.	н/д			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 63. 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

Илл. 64. Основные события

Дата	Событие
28 апреля	<p>Приватизация Связьинвеста вновь откладывается</p> <p>Решение по проекту президентского указа об исключении Связьинвеста из перечня стратегических предприятий (первого из серии документов необходимых для приватизации холдинга) снова отложено. Т.о., позиция, занятая нами с момента появления первых обещаний о принятии указа в феврале 2005 г. – «поверим, только когда увидим подписанный документ» - пока себя оправдывает. В настоящее время документ все еще находится на рассмотрении в Совбезе, который предлагает создать специальную операторскую компанию для оказания услуг правительственным объектам и силовым ведомствам. Напомним, что в настоящее время такие услуги предоставляются Ростелекомом на базе его аналоговой сети.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Ростелеком**Илл. 65. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1 219	1 296	1 358	1 423
EBITDA, млн. \$	457	381	385	400
Чистая прибыль, млн. \$	98	81	100	123
P/E	20,8	20,8	20,8	20,8
EV/EBITDA	4,6	5,5	5,4	5,2
Капитализация, млн. \$	1 930			
EV, млн. \$	2 079			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 66. 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

**Илл. 67. Основные события**

Дата	Событие
4 апреля	<p>Отчет Ростелекома за 2004 г. по РСБУ на котировках не отразится: дивидендная доходность по «префам» - 6,7%</p> <p>Ростелеком выпустил отчет за 2004 г. по РСБУ. Мы полагаем, что на котировки акций он существенного влияния не окажет.</p> <ul style="list-style-type: none"> Выручка выросла по сравнению с 2003 г. на 25% (в рублевом выражении) до \$1,3 млрд, что соответствует органическому росту на уровне 15% (без учета эффекта от введения новой системы расчетов за трафик дальней связи). Норма EBITDA составила 37% (если исключить эффект от введения новой системы расчетов за трафик дальней связи, то этот показатель остался на уровне прошлого года - 44%). Чистый долг вырос в 2 раза (до \$140 млн).
20 апреля	<p>Ростелеком назначил дату закрытия реестра акционеров, имеющих право на получение дивидендов (6 мая); дивидендная доходность привилегированных акций – 6,6%, обыкновенных – 2,2%</p> <p>Ростелеком объявил дату очередного общего собрания акционеров – 25 июня (закрытие реестра 6 мая). Дивидендная доходность привилегированных акций – 6,6% - соответствует нашему прогнозу, обыкновенных – 2,2% - на 50% выше (дивиденды по обыкновенным акциям решено выплатить из расчета 15% чистой прибыли, а не 10%, как мы предполагали).</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Холдинги**Система****Илл. 68. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	5 682	7 501	8 700	9 500
EBITDA, млн. \$	2 512	3 080	3 408	3 800
Чистая прибыль, млн. \$	525	665	748	850
P/E	14,2	11,2	9,9	8,7
EV/EBITDA	2,7	2,2	2,0	1,8
Капитализация, млн. \$	7 431			
	6 843			
EV, млн. \$	н/д			
Кол-во акций, млн.	483			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 69. 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**

**Намерение
Норильского Никеля
выделить
золотодобывающие
активы в отдельную
компанию сулит его
акционерам хорошие
перспективы**

Основная новость по Норильскому Никелю – предварительное решение совета директоров о выделении золотодобывающих активов, включая долю в Gold Fields, в новую самостоятельную компанию. Согласно одобренному советом директоров предложению реорганизацию планируется структурировать таким образом, чтобы каждому акционеру ГМК «Норильский Никель» была предоставлена возможность обменять одну акцию Норильского Никеля на одну акцию новой компании. После реорганизации планируется организовать листинг акций новой компании на российских и международных торговых площадках «в минимально возможные сроки». Мы считаем, что выделение золотодобывающих активов в самостоятельную компанию с последующим IPO, выгодно акционерам Норильского Никеля, поскольку это позволит реализовать потенциал роста стоимости его золотодобывающих этих активов (мы оцениваем их в \$3-3,5 млрд). Мы позитивно оцениваем перспективы Норильского Никеля и сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по его акциям (расчетная цена \$87).

**Дивиденды
Северстали за 2004 г.
составят \$0,62 на
акцию (в
соответствии с
принятой в компании
методикой их
расчета)**

Северсталь объявила о том, что Совет директоров компании рекомендовал акционерам одобрить дивиденды за 4Кв04 и 1Кв05 в размере 3 руб (\$0,108) и 4 руб (\$0,144) за акцию, соответственно. Т.о., с учетом уже выплаченных дивидендов за 9М04 в объеме \$285 млн, общие выплаты акционерам за 2004 г. составят \$343 млн, или \$0,62 за акцию. Дата закрытия реестра – 21 апреля. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям Северстали (расчетная цена \$14).

**ММК: Норма EBITDA за
2004 г. по IFRS 36% (на
уровне нашего
прогноза)**

ММК выпустил консолидированный отчет за 2004 г. по IFRS. Выручка увеличилась на 58% год-к-году до \$4,829 млрд в основном благодаря росту цен на металлы (57% год-к-году). Объем производства практически остался на уровне 2003 г. – 10,2 млн. Несмотря на то, что валовая рентабельность выросла меньше, чем мы ожидали (40%; +2 п.п. год-к-году), комбинату удалось существенно снизить коммерческие и управленческие расходы (с 13% выручки в 2003 г. до 9% в 2004 г.). Соответственно, показатель EBITDA (\$1,713 млрд, +73% год-к-году) оказался на уровне нашего прогноза (расхождение 3%).

Норма EBITDA повысилась на 3 п.п. до 35,5% (как мы и ожидали), тогда как у основных конкурентов ММК – НЛМК и Северстали – аналогичный показатель за 2004 г. увеличился, по нашим оценкам, на 5 п.п. Основная причина отставания ММК – низкая обеспеченность собственными источниками сырья (по нашим оценкам, лишь 10% по руде при полном отсутствии своего коксующегося угля).

**Показатели за 2004 г. –
на уровне нашего
прогноза; расчетная
цена акции не
меняется**

Операционные показатели в целом соответствуют нашим прогнозам, чего нельзя сказать о ряде статей внереализационных доходов, которые оказались больше, чем мы ожидали (проценты к получению и чистый доход от курсовой разницы). В итоге чистая прибыль (\$1,217 млрд) превысила наш прогноз (\$1,041 млрд).

Т.о., в целом показатели консолидированного отчета соответствуют нашим ожиданиям, и позволяют нам оставить расчетную цену акций без изменений (\$0,64). Мы рекомендуем инвесторам ПОКУПАТЬ акции ММК. Основные катализаторы прежние: возможное размещение АДР (2005П-2006П гг.); увеличение прозрачности; объявление дивидендной политики (2005П); решение проблемы с сырьем.

В апреле акционеры ММК приняли решение конвертировать привилегированные акции компании в обыкновенные в соотношении 1:1.



По нашим оценкам, после конвертации доля свободнообращающихся акций увеличится с 1,6% до 4,4%.

Мы полагаем, что менеджмент предпримет еще ряд мер, направленных на повышение ликвидности обыкновенных акций, в частности, не исключено, что ММК получит листинг на NYSE или LSE уже в этом году или в начале 2006 г.

Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по обыкновенным акциям ММК и расчетную цену \$0,64.

ВСМПО выплатит дивиденды за 2004 г. из расчета \$1,04 на акцию, что соответствует принятой в компании методике их расчета

Совет директоров ВСМПО рекомендовал акционерам проголосовать на годовом собрании за выплату дивидендов за 2004 г. в размере 29 руб (\$1,04). Общая сумма дивидендов составит около 308 млн (\$11 млн), а дивидендная доходность акций (исходя из последней цены закрытия - \$102 – порядка 1%. Согласно предварительным данным, размер чистой прибыли по US GAAP, полученной компанией в 2004 г., составил \$112,8 млн. Т.о., на дивиденды предполагается направить порядка 10% этой суммы, что соответствует принятой в компании методике расчета дивидендов.

До конца мая ВСМПО, возможно, получит от ФАС согласие на объединение с Ависмой

Гендиректор ВСМПО Владислав Тетюхин предоставил в органы регулирования информацию о том, что является владельцем 30% акций компании. Раскрытие информации о собственниках - необходимое условие для одобрения Федеральной антимонопольной службой объединения ВСМПО с Ависмой. Т.о., можно надеяться, что сделка будет согласована с регулятором в течение месяца.

В начале мая Renova «запустила» т.н. «русскую рулетку» в отношении пакета в ВСМПО с целью получить контроль над компанией. Она предложила другим ключевым акционерам ВСМПО-Ависма (председатель совета директоров Вячеслав Брешт (30%), гендиректор Владислав Тетюхин (30%)) выкупить ее пакет из расчета по \$96 за обыкновенную и привилегированную акции ВСМПО и \$96 – за привилегированную Ависмы.

Скоро станет ясно, кому достанется ВСМПО-Ависма

Т.о., приближается развязка проблемы с собственностью, и можно надеяться, что в скором времени стратегия компании определится. С нашей точки зрения, возможны следующие варианты:

- если Renova получит контроль над ВСМПО, она объединит его с СУАЛом, тогда планы по проведению ВСМПО не будут реализованы. Renova также может объединить ВСМПО со своими украинскими активами;
- если контрольный пакет достанется Брешту, подготовка к IPO продолжится, стратегия компания не претерпит существенных изменений;
- в случае получения контрольного пакета Тетюхиным, IPO, по-видимому, тоже не будет: в этом плане Тетюхин консервативен.

Мы полагаем, что наиболее вероятный вариант – выкуп Брештом и Тетюхиным доли участия у Renova и последующее проведение IPO. Внимательно отслеживая ход событий, мы пока сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции ВСМПО (расчетная цена \$150).

Консолидированная выручка СУАЛа за 2004 г. выросла на 35% год-к-году до \$2,3 млрд

Группа СУАЛ опубликовала ряд предварительных финансовых показателей из консолидированного отчета за 2004 г.: выручка выросла на 35% год-к-году, достигнув \$2,3 млрд, показатель EBITDA превысил \$400 млн, рентабельность по EBITDA – около 17%.

Напомним, по итогам 1П04 норма EBITDA составляла 22%, и мы, соответственно, прогнозировали этот показатель на уровне 20% по итогам всего 2004 г. Т.о., рост консолидированной выручки существенный, но рентабельность по EBITDA оказалась ниже, чем мы



ожидали. Следует отметить, что указанные выше цифры предварительные, детальный анализ можно будет сделать после выхода подробных данных по IFRS. СУАЛ – одна из наименее «прозрачных» компаний в отрасли, он публикует только ключевые показатели по МСФО, но не полный отчет. К сожалению, сроки выхода подробных финансовых показателей руководство компании пока не называет.

СУАЛ и Русал договорились о реализации на паритетной основе проекта Коми Алюминий: хорошая новость для обеих компаний

СУАЛ и Русал объявили о заключении соглашения о равном долевом участии в проекте в Коми Алюминий. Данное соглашение определяет условия взаимодействия сторон только в той части проекта, которая связана со строительством глиноземного завода. В рамках проекта планируется увеличить объем добычи на Средне-Тиманском бокситовом руднике с 1,5 млн т до более чем 6 млн т бокситов в 2008 г. и построить в регионе глиноземный завод мощностью 1,4 млн т в год. Т.о., первоначальные параметры проекта по мощности глиноземного производства не изменились. Инвестиции в проект (только строительство глиноземного завода) составят \$1,2 млрд. Финансирование будет осуществляться как за счет привлеченных, так и собственных средств компаний-участниц. СУАЛ и Русал образовали совместный Комитет по управлению проектом.

Напомним, что недавно СУАЛ приостановил разработку ТЭО этого проекта до решения вопросов, связанных с гарантированными долгосрочными поставками электроэнергии. Как сообщила руководитель пресс-службы Русала Вера Курочкина, ее компания не участвует в алюминиевой части проекта, но обладает правом принять в нем участие.

Мощности нового завода будут достаточны для удовлетворения потребностей обеих компаний, составляющих в общей сложности около 0,7 млн т глинозема в год. В настоящее время у СУАЛА имеется избыток мощности по производству глинозема в объеме около 15%, тогда как Русал, наоборот, испытывает их дефицит (собственные мощности обеспечивают 60% потребности в сырье). Однако и у той и другой компании далеко идущие планы на будущее, и поэтому в долгосрочной перспективе им в любом случае придется наращивать глиноземное производство. В случае реализации проекта СУАЛ сможет продавать избыток глинозема Русалу до тех пор, пока не построит новые мощности по производству алюминия.

Партнерство с Русалом в таком крупном проекте, как Коми Алюминий, должно быть СУАЛУ выгодно, поскольку появляется возможность разделить риски. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции СУАЛА (расчетная цена \$ 1).

МГОК решил выкупить часть своих акций по цене \$350; мы рекомендуем акционерам не соглашаться на оферту

В апреле Совет директоров Михайловского ГОКа (второе место в России по объему добычи железной руды) принял решение выкупить у акционеров 712 тыс. обыкновенных акций (11% общего числа обыкновенных акций, или 10% акционерного капитала компании) по цене 9700 руб (около \$350) за акцию. Т.о., выкуп акций обойдется компании в 6,9 млрд руб (\$250 млн), что практически эквивалентно ее чистой прибыли (по РСБУ), полученной по итогам 2004 г.

Предложение о выкупе акций будет действовать в период с 27 мая по 27 июня включительно. Платежи будут осуществляться в течение 10 месяцев с даты оформления сделки регистратором (регистрация сделок начнется 28 июня). Газета Ведомости со ссылкой на анонимный источник сообщила, что компания планирует направить в ММВБ просьбу о делистинге акций МГОК.

Объявленная цена выкупа выше текущих котировок МГОК приблизительно на 4%. По нашим оценкам, справедливая стоимость акций МГОК составляет около \$440, и мы рекомендуем инвесторам не



соглашаться на оферту. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по обыкновенным акциям МГОК.

Норильский Никель

Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	6 608	6 123	5 437	4 874
ЕБИТДА, млн. \$	2 883	2 384	2 074	1 859
Чистая прибыль, млн. \$	1 657	1 206	988	818
P/E	7,2	9,9	12,1	14,6
EV/ЕБИТДА	4,1	4,9	5,7	6,3
Капитализация, млн. \$	11 979			
EV, млн. \$	11 760			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 71. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Диверсифицированная экспортная выручка • Высокая ликвидность по сравнению с другими компаниями этого сектора
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Низкий технологический уровень по сравнению с западными компаниями • Социальные расходы превышают 100 млн. долл. в год
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Реализация обновленной программы модернизации • Разработка новых проектов по производству металлов (золото и др.)
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Пересмотр итогов приватизации и реструктуризации • Рост налогового бремени

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 72. Основные события

Дата	Событие
15 апреля	<p>Ваггиск рассматривает возможность участвовать в аукционе по Сухому Логу с российским партнером</p> <p>Исполнительный директор канадской Ваггиск's Грег Уилкинс заявил, что его компания, возможно, примет участия в тендере по Сухому Логу в паре с одной из компаний, работающих в России.</p> <p>Мы полагаем, что окончательная цена, которую государство может получить за Сухой Лог, будет во многом зависеть от участия или неучастия в нем иностранных компаний. Т.о., если Ваггиск или какая-либо другая крупная зарубежная золотодобывающая компания решит создать СП с российским партнером, борьба за это золотое месторождение с запасами в 33 млн унций обострится, что невыгодно Норильскому Никелю.</p> <p>Результаты тендера по Сухому Логу станут мощным фактором динамики акций Норильского Никеля, однако до конца текущего года тендер вряд ли состоится.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	6 399	6 285	6 448	6 256
ЕБИТДА, млн. \$	2 331	2 031	1 873	1 670
Чистая прибыль, млн. \$	1 333	1 252	1 125	964
P/E	3,4	3,6	4,0	4,7
EV/ЕБИТДА	1,8	2,1	2,3	2,5
Капитализация, млн. \$	4525			
EV, млн. \$	4221			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	552			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 74. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Прочное финансовое положение, норма ЕБИТДА (МСБУ) в 2005Е г. - 32% • Профессиональная команда руководства
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Долгосрочные контракты ограничивают гибкость компании в условиях растущих цен • Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Приобретение активов за рубежом позволит увеличить мощности и укрепит позиции на внешних рынках • Проект по выпуску ТБД
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении – около 8%

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 75. Основные события**

Дата	Событие
22 апреля	<p>Как ожидалось, Северсталь выплатит дивиденды в размере \$0,11 за 4Кв04 и \$0,14 за 1Кв05</p> <p>Северсталь объявила о том, что Совет директоров компании рекомендовал акционерам одобрить дивиденды за 4Кв04 и 1Кв05 в размере 3 руб. (\$0,108) и 4 руб. (\$0,144) за акцию, соответственно. Таким образом, выплаты составили \$60 млн и \$80 млн для 4Кв04 и 1Кв05, соответственно. Ранее Северсталь выплатила \$285 млн за 9М04, и, таким образом, дивиденды за 2004 составят \$343 млн, или \$0,62 за акцию, и дивидендная доходность составила 7,3%. Дата закрытия реестра – 21 апреля, дата проведения годового собрания – 10 июня.</p> <p>Дивиденды соответствуют нашим прогнозам на уровне \$0,6 за акцию. Предварительная чистая прибыль Северстали по МСБУ составила \$1344 млн в прошлом году, и таким образом коэффициент выплаты дивидендов в 2004 составляет примерно 25%, что полностью соответствует дивидендной политике компании.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

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

АвтоВАЗ планирует выплатить дивиденды за 2004 г. из расчета 23 руб (\$0,83) по обыкновенным и привилегированным акциям

Совет директоров АвтоВАЗа принял рекомендацию о выплате дивидендов за 2004 г. из расчета по 23 руб (\$0,83) на обыкновенную и привилегированную акцию. Этот вопрос внесен в повестку очередного общего собрания акционеров, которое состоится 28 мая (дата закрытия реестра – 8 апреля). Чистая прибыль АвтоВАЗа за 2004 г. по РСБУ составила 5,6 млрд руб (\$194 млн). Т.о., на выплату дивидендов может быть направлено 739 млн руб, или 13% чистой прибыли. Однако по привилегированным акциям коэффициент выплаты дивидендов составит лишь 2%, тогда как в предыдущие годы этот показатель был на уровне 10%.

Илл. 76. Основные показатели из отчетов АвтоВАЗа о прибылях и убытках за 2003-2004 гг. по РСБУ, млн \$

	2003 млн \$	2004 млн \$	Изменение %
Выручка	3 502	4 374	24,9
Операционная прибыль	331	466	40,6
Чистая прибыль	152	194	28,1
<i>Рентабельность</i>			
Операционная, %	9,5	10,6	
Чистая, %	4,3	4,4	

Источники: отчеты компании

Акционеры Иркутта рассмотрят новую методику расчета дивидендов; ее утверждение, скорее всего, положительно скажется на котировках акций

Одним из вопросов, выносимых на очередное общее собрание акционеров Иркутта (21 июня), будет дивидендная политика компании. В настоящее время базой для расчета дивидендов являются показатели отчета по РСБУ. Как сообщает газета Ведомости, компания предполагает перейти к выплате дивидендов из расчета 10% чистой прибыли по МСФО, причем к 2009 г. коэффициент дивидендных выплат должен увеличиться до 25%. При этом предусматривается следующее ограничение: если объем дивидендных выплат, рассчитанных по новой методике, превысит размер чистой прибыли по РСБУ (с учетом отчислений в резервный фонд), дивидендные платежи выплачиваются в размере не менее 50% чистой прибыли по РСБУ.

Одобрение акционерами новой методики расчета дивидендов стало бы хорошей новостью для акций Иркутта. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ и расчетную цену \$0,84.

Северсталь-Авто продала 8,94 млн своих акций российским и зарубежным институциональным инвесторам

Северсталь-Авто продала 8,94 млн своих акций (около 30% текущего акционерного капитала) российским и зарубежным институциональным инвесторам. Продавцом выступил один из нынешних акционеров - Newdeal Investments Ltd., подконтрольная Алексею Мордашову. В настоящее время Newdeal Investments контролирует 88% акций Северсталь-Авто. Акции проданы по цене \$15,1 за штуку, т.е. компания оценена в \$509 млн (расчетный на 2005 г. коэффициент EV/EBITDA 3,3). В результате размещения акций Newdeal привлекала \$135 млн.

Как уже ранее сообщалось в пресс-релизах Newdeal, около половины вырученных от размещения средств предполагается использовать для приобретения акций новой эмиссии. Компания планирует допэмиссию в объеме 4,47 млн акций (15% текущего акционерного капитала), после которой общее число акций составит 34,27 млн. Newdeal Investments обладает правом преимущественного выкупа до 88% акций допэмиссии. В случае реализации этого права в полном объеме Newdeal Investments будет контролировать более 62% акций Северсталь-Авто, если же она приобретет все 100% акций нового выпуска, то 63,5%.

Увеличение доли свободнообращающихся акций с 12% до 36-38% существенно повысит ликвидность бумаг Северсталь-Авто. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ по акциям Северсталь-Авто (расчетная цена \$17 за акцию).

Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	620	679	700	726
ЕБИТДА, млн. \$	58	46	44	46
Чистая прибыль, млн. \$	-84	11	15	16
P/E	N/M	12,0	9,4	8,7
EV/ЕБИТДА	5,0	6,3	6,6	6,4
Капитализация, млн. \$	138			
EV, млн. \$	293			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 78. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Низкая рентабельность
- Стоимость компании подорвана неудачей в слиянии с Силowymi 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

Елена Бороденко, (7 095) 795-3692

Самым крупным IPO на потребительском рынке России станет IPO «Пятерочки», что позитивно скажется и на акциях «Седьмого континента»

В апреле главной новостью на российском потребительском рынке стало объявление о планах «Пятерочки» разместить свои акции на Лондонской фондовой бирже. Индикативный ценовой диапазон размещения акций позволяет определить рыночную капитализацию компании в \$1,99-2,45 млрд, что делает ее самой ликвидной в этом секторе. Хотя на данный момент общее настроение рынка остается нейтральным, мы полагаем, что инвесторы еще заинтересованы в акциях новых компаний потребительского сектора, таких как «Пятерочка». Хотя мы считаем, что при EV/EBITDA за 2005(П), равном 12,86-15,76 (с учетом IPO), ее акции переоценены, игрокам «на долгую перспективу» они могут показаться небезынтересными. Т.о., IPO «Пятерочки» может позитивно сказаться на рынке в целом и на котировках «Седьмого континента», в частности.

Покупка магазинов «Эльдорадо» группой Dixons может стать крупнейшей сделкой на российском рынке розничной торговли

Группа Эльдорадо, контролирующая крупнейшую в России сеть по продаже бытовых приборов, и британская Dixons Group подписали опционное соглашение, по которому группа Dixons сможет к 2011 г. купить «Эльдорадо» за \$1,9 млрд. Хотя ее нынешняя стоимостная оценка кажется высокой (ее P/S за 2004 г. = 0,8 против P/S группы Dixons = 0,4), сделка себя, безусловно, оправдывает, ибо сеть является крупнейшим розничным торговцем бытовой электроникой (с долей 22%) на рынке, растущем ежегодно с темпом, измеряемым двузначными числами. Эта сделка – положительный знак для всего российского розничного сектора, так как она подчеркивает улучшение его инвестиционного прогноза.

Мы полагаем, что вышеуказанные события подтверждают тенденцию к дальнейшей консолидации и региональной экспансии компаний розничной торговли. Ритейлеры растут - и уже стали достаточно крупными, чтобы выйти на рынок капиталов, так что активность в сфере IPO и M&A должна увеличиться. Компании розничной торговли и производители потребительских товаров, в отличие от ряда добывающих компаний, не несут высоких политических рисков - и поэтому привлекают большее внимание инвесторов.

В апреле новости на российском рынке потребительских товаров преподнес и Вимм-Билль-Данн, объявивший об изменениях в своем Совете директоров (подробности см. в разделе корпоративных событий ВБД). Мы считаем, что этот факт окажет краткосрочное негативное воздействие на эффективность компании и цену ее акций, так как новые директора должны еще доказать, что успешно справятся со своей задачей. Хотя радикальные перемены в подходе к управлению компанией были крайне необходимы, говорить об их результатах пока рано. Мы сохраняем по акциям компании рекомендацию ДЕРЖАТЬ при расчетной цене в \$17,3.



ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 79. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1189	1466	1593	1645
ЕБИТДА, млн. \$	97	148	133	132
Чистая прибыль, млн. \$	24	54	43	41
P/E	31,5	14,0	17,7	18,3
EV/ЕБИТДА	15,4	10,1	11,3	11,3
Капитализация, млн. \$	757			
EV, млн. \$	1497			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 80. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Ведущий российский производитель соков и молочной продукции Обширная дистрибуторская сеть
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкий уровень загрузки мощностей на ряде региональных заводов Приобретаемые предприятия требуют модернизации для обеспечения уровня качества
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Выход на новые ниши (бутилированная вода, сыр) увеличит продажи Сотрудничество с молочными фермами обеспечит стабильные поставки молока
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Нехватка сырого молока для производства молочной продукции Усиление конкуренции со стороны международных и российских компаний

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 81. Основные события

Дата	Событие
27 апреля	<p>В совет директоров Вимм-Билль-Данна войдет самый крупный акционер компании, но два ключевых директора уходят: плохой знак</p> <p>Основной акционер Вимм-Билль-Данна – Гавриил Юшваев (18,8% акций) – решил войти в состав совета директоров и заняться оперативным управлением компанией. Одновременно из совета выходят два ключевых директора – Яков Иоффе (отвечал за стратегию) и Francesco Giufreddi (производство). Мы полагаем, что их уход – плохой знак, указывающий на то, что акционеры недовольны результатами работы компании. Пока не ясно, удастся ли Юшваеву укрепить позиции Вимм-Билль-Данна на рынке.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	994	1177	1207	1226
ЕБИТДА, млн. \$	253	342	351	358
Чистая прибыль, млн. \$	132	195	199	201
P/E	17,0	11,5	11,2	11,1
EV/ЕБИТДА	9,0	6,7	6,5	6,4
Капитализация, млн. \$	2238			
EV, млн. \$	2276			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 83. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Ведущий российский производитель пива, обладающей национальной маркой Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров Одно из наиболее прибыльных пивоваренных предприятий развивающихся рынков
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Отсутствие полностью интегрированной дистрибуторской сети Низкая ликвидность и незначительный объем акций в свободном обращении
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Стремление и способность увеличить долю рынка
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю

Илл. 84. Ключевые финансовые индикаторы				
На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	827	1028	1104	1161
ЕБИТДА, млн. \$	147	186	196	204
Чистая прибыль, млн. \$	37	66	67	75
P/E	19,1	10,5	10,5	9,4
EV/ЕБИТДА	5,8	4,6	4,4	4,2
Капитализация, млн. \$	698			
EV, млн. \$	860			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 85. Краткий обзор компании	
Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Вторая по величине российская пивоваренная компания с широко узнаваемыми марками Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров Развитая дистрибьюторская сеть
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Новые формы упаковки и новые сорта пива увеличат долю рынка
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Рост конкуренции и замедление рынка будут негативно влиять на денежные потоки компании

Источники: оценки Альфа-Банка

КОСМЕТИКА Концерн Калина

Илл. 86. Ключевые финансовые индикаторы				
На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	187	216	246	275
ЕБИТДА, млн. \$	29	33	38	42
Чистая прибыль, млн. \$	19	22	25	28
P/E	10,1	8,8	7,7	6,9
EV/ЕБИТДА	7,0	5,8	4,8	3,9
Капитализация, млн. \$	196			
EV, млн. \$	201			
Кол-во акций, млн.	8,4			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 87. Краткий обзор компании	
Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Ведущий российский производитель косметики с портфелем сильных брендов Налаженная сбытовая сеть и система позиционирования товаров в магазинах Высокая норма прибыли по ЕБИТДА - 16%
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Высокая доля небрендированных продуктов
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Увеличить долю рынка в сегментах кремов и зубных паст Занять долю рынка мелких российских игроков
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Сильная конкуренция с международными производителями

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 88. Основные события

Дата	Событие
27 апреля	<p>Калина выпустит отчеты за 2П04 и 2004 г. по US GAAP: мы ожидаем хорошие результаты</p> <p>Калина выпустит отчет за 2004 г. по US GAAP до конца апреля. По нашим прогнозам, цифры и за 2П04 и за весь 2004 г. будут хорошими. Мы ожидаем роста выручки во 2П04 на 17% (год-к-году), ЕБИТДА на 43%, чистой прибыли на 81%. Валовая рентабельность, норма ЕБИТДА и чистой прибыли должны быть на уровне 13%, 22% и 54%, соответственно. Хорошими, хотя, возможно, и не столь впечатляющими будут и результаты за 2004 г.: выручка увеличится на 19% до \$187,5 млн, ЕБИТДА – на 26% до \$28,87 млн, чистая прибыль – на 80% до \$19,39 млн. Повысятся и показатели рентабельности: по валовой прибыли – на 7% (год-к-году), ЕБИТДА – на 6%, чистой прибыли – на 51%. Такое существенное повышение рентабельности мы объясняем сокращением издержек.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Аптеки 36,6

Илл. 89. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	209	282	380	496
ЕВITDA, млн. \$	16	20	32	45
Чистая прибыль, млн. \$	2	3	10	18
P/E	77,8	49,5	14,8	7,8
EV/ЕВITDA	13,3	10,9	7,1	5,0
Капитализация, млн. \$	144			
EV, млн. \$	222			
Кол-во акций, млн.	8			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 90. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Сильные позиции в Москве, хорошее развитие в регионах
- Очень хорошее восприятие и известность брэнда 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

Илл. 91. Основные события

Дата	Событие
5 апреля	Компания «Аптеки 36.6» предполагает оборот ритейла за 2005 г. На уровне \$280 млн (+109%); позитивно для компании Исполнительный директор Сети Аптек 36.6 Антон Парканский сообщил, что по оценкам компании в 2005 г. выручка от розничных продаж вырастет более чем в 2 раза и достигнет \$280 млн (выручка за 2004 г. прогнозируется на уровне \$134 млн). В основном, рост выручки планируется за счет роста числа новых аптек – в 2005 году из планируется 100. Мы также прогнозируем увеличение выручки, но не столь значительное – со \$127 млн до \$190 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка



Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

Лишь 30% населения знают о существовании закона, гарантирующего вклады; 82% - продолжают хранить деньги в Сбербанке

Объем средств на депозитах в Сбербанке будет постепенно сокращаться, но население пока не готово достать деньги из «кубышки» и доверить их частным банкам

Проведенный недавно опрос о законе, регулирующем страхование вкладов, показал, что лишь 30% респондентов знают о существовании такого закона, а 24% не считают, что данный закон поможет обезопасить средства вкладчиков. Кроме того, 82% участников опроса сказали, что продолжают хранить деньги в Сбербанке, продемонстрировав тем самым высокую степень доверия к госбанкам. По данным опроса, средний размер вклада составляет \$850, у 95% респондентов размер вклада менее 100 тыс. руб (\$3600), т.е. не превышает максимальную сумму, возврат которой гарантируется государством.

Считалось, что принятие закона о страховании вкладов будет иметь два важных последствия. Во-первых, что часть средств физлиц будет переведена из Сбербанка в частные банки. Данная возможность вполне может стать реальностью: респонденты, ставшие вкладчиками Сбербанка позже октября 2004 г., разочарованы тем, что банк лишили госгарантий. Во-вторых, была надежда, что с принятием нового закона население решится положить на счета в банках как минимум часть тех средств, которые сейчас хранит «в кубышке». Судя по всему, эта надежда в ближайшем будущем реализована не будет, поскольку доверия к банкам у населения все еще нет. 24% респондентов сказали, что закон работать не будет, многие вообще не знают о его существовании. Эта часть населения будет продолжать держать деньги «под матрасом». Следовательно, в ближайшем будущем объем вкладов в Сбербанке будет сокращаться медленно, и частным банкам не следует рассчитывать на резкое увеличение притока средств частных вкладчиков.

Сбербанк

Илл. 92. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Активы, млн. \$	50 170	67 453	75 983	84 870
Чистая прибыль, млн. \$	473	767	824	929
P/E	26,2	16,2	15,1	13,4
Капитализация, млн. \$	12 730			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 93. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> 75%-ная монополия на рынке депозитов Гос.участие гарантирует доверие вкладчиков
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Рост кредитов ухудшает качество кредитного портфеля Филиальная сеть в 1329 отделений слишком дорогостоящая Гос.участие отбивает интерес менеджеров повышать капитализацию
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Развитая филиальная сеть облегчает ипотечное кредитование Расходы (сейчас 40% доходов) могут быть сокращены на 25%
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Пенсионная реформа может подорвать монополию на вклады пенсионеров Страхование депозитов увеличит стоимость их обслуживания на 10%

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 94. Основные события**

Дата	Событие
7 апреля	Сбербанк: коэффициент выплат дивидендов за 2004 г. может вырасти в 2 раза; дивидендная доходность обыкновенных акций ожидается на уровне 1,3% Росимущество решило установить для всех госкомпаний единый минимальный коэффициент выплаты дивидендов за 2004 г. и последующие годы в размере 10% чистой прибыли. В 2003 г. Сбербанк направил на дивиденды 7% чистой прибыли. Исходя из размера чистой прибыли, полученной Сбербанком в 2004 г. (43,7 млрд руб., или \$1,5 млрд), можно предположить, что общая сумма дивидендных выплат увеличится до \$143 млн. Соответственно, дивидендная доходность обыкновенных акций составит 1,3%, т.е. будет на уровне предыдущих лет (1-1,5%).
22 апреля	В 1Кв05 Сбербанк увеличил чистую прибыль на 22% год-к-году (до 18 млрд), однако к росту котировок эта новость вряд ли приведет: пока не ясно, насколько изменилась стоимость портфеля облигаций В 1Кв05 Сбербанк существенно увеличил чистую прибыль – на 22% год-к-году. Однако возможности проанализировать, чем именно вызвано увеличение чистой прибыли, нет, поскольку Сбербанк не предоставил подробные финансовые данные. Соответственно, мы не ожидаем заметной реакции котировок акций Сбербанка на эту новость. В пресс-релизе Сбербанка сказано лишь, что увеличение чистой прибыли связано со снижением управленческих расходов и резервов по сомнительным долгам.

Источник: оценки Альфа-Банка



Рынок облигаций

Валентина Крылова, (7 095) 795-3742

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

Илл. 95. Основные события

Дата	Событие, комментарий
5 апреля	По неофициальной информации Россия и Парижский клуб кредиторов вероятно достигнут в ближайшем будущем договоренности о досрочном погашении российского долга по номинальной стоимости. Эта новость спровоцировала активные покупки российских суверенных бумаг. Сумма и сроки предоплаты долга объявлены не были, что создает неопределенность при расчете риска вложений в облигации Aries. После полного погашения российского долга Парижскому клубу риски по бумагам Aries станут сопоставимы с рисками государственных облигаций Германии, что приведет к росту цен на бумаги Aries на 5-9%.
7 апреля	Европейский Центробанк сохранил свою базовую ставку без изменения на уровне 2%.
8 апреля	Внешторгбанк объявил о своих планах выпустить в текущем году еврооблигации на сумму в \$1-1,5 млрд
13 апреля	Размещены 5-летние КО США по ставке 4,046% годовых, иностранные инвесторы приобрели 28% выпуска, в то время как на 10 предыдущих аукционах было куплено 39-66% от объема выпусков. После публикации протокола Комитета по открытому рынку ФРС с положительным комментарием по инфляции инвесторы ожидали доходность на этом аукционе на уровне 4,015%. Таким образом, результаты аукциона разочаровали участников рынка.
15 апреля	В феврале сумма нетто-покупки ценных бумаг США иностранными инвесторами составила \$84,5 млрд против прогнозируемых \$65 млрд. Однако основной спрос исходил со стороны участников из Соединенного Королевства и стран Карибского бассейна, в то время как рост объема КО США, принадлежащих азиатским странам, остался на незначительном уровне.
20 апреля	Центральный банк Бразилии повысил ставку Selic на 25 б.п. до 19,5%. Эта неожиданная мера привела к активной фиксации прибыли по бразильским еврооблигациям и оказало влияние на другие развивающиеся рынки.
20 апреля	Минфин России внес на рассмотрение правительства проект долговой стратегии на 2006-2008 гг. В соответствии с этим документом Минфин планирует (1) сократить долю нерыночных инструментов внешнего долга, (2) осуществить предоплату Парижскому клубу и (3) осуществить новацию долга по выпускам еврооблигаций (в основном Россия-28) с высокими купонными ставками. Условия новации пока еще не определены.
21 апреля	Агентство Fitch сообщило о вероятном повышении рейтинга России после досрочного погашения российского долга Парижскому клубу.
25 апреля	Агентство S&P заявило, что значительное число налоговых претензий, предъявляемых российским компаниям, может привести к снижению суверенного рейтинга России (в настоящее время Россия имеет рейтинг BVB-). Более того, агентство не исключает возможности установления "предельного" корпоративного рейтинга на уровне BB-.

Цены российских суверенных еврооблигаций выросли в ожидании благоприятного исхода сделки с Парижским клубом

За исключением сегмента корпоративных еврооблигаций, на котором отрицательно отразились продолжающиеся налоговые претензии, цены российского суверенного долга заметно повысились. Такая динамика стала в значительной степени результатом новостей о переговорах с Парижским клубом (ПК). Из неофициального источника в ПКК стало известно, что Россия, по всей вероятности, сумеет достигнуть договоренности о досрочном погашении своего долга по номинальной стоимости. Несмотря на тот факт, что сумма и сроки предоплаты пока подлежат уточнению, первые оценки уже объявлены: полное погашение долга произойдет через 2-3 года, а сумма в размере около \$15 млрд будет внесена уже в 2005 г.

Прогресс в переговорах с ПК окажет позитивное влияние на котировки российских еврооблигаций по двум причинам. Во-первых, с учетом того, что предоплата выгодна для России даже при премии в 4%, погашение по номинальной стоимости создает благоприятную возможность для увеличения экономии на обслуживании долга. Во-вторых, в случае полного погашения российского долга ПК риски по облигациям Aries приравняются к рискам государственного долга Германии, что означает дальнейший рост цен по этим выпускам. В самом деле, держатели облигаций уже начали учитывать в цене будущее изменение в оценке рисков по облигациям Aries. Выпуск с более длинным сроком погашения (в 2014 г.) продемонстрировал в апреле опережающий рост цен по сравнению с сектором суверенных бумаг в целом - 5% по сравнению с 2-4% по другим российским еврооблигациям.

В итоге «эйфория Парижского клуба» перевесила в середине апреля негативное влияние увеличения объема предложения облигаций развивающихся стран (около \$2 млрд) и привела к сокращению спреда между облигациями Россия-30 и КО США на 20-30 б.п., выведя их в диапазон 190-200 б.п. Оптимизм инвесторов поддержало также



**Котировки Евро-28
росли в апреле
опережающими
темпами**

заявление агентства Fitch о повышении рейтинга России после заключения сделки с Парижским клубом.

В конце апреля Минфин России внес на рассмотрение правительства проект долговой стратегии на 2006-2008 гг. В этом документе рассматриваются следующие основные вопросы:

1. доля внешнего долга в государственных заимствованиях будет постепенно сокращаться с 75% в настоящее время до 57% в 2008 г., и это структурное изменение произойдет в том числе в результате предоплаты нерыночных займов;
2. досрочное погашение долга Парижскому клубу сократит расходы на обслуживание долга, что увеличит доходы федерального бюджета на сумму экономии свыше \$2,5 млрд в год;
3. стремясь к сокращению расходов на обслуживание долга, Минфин не исключает возможность осуществления новации по выпуску еврооблигаций с высокими купонными ставками, главным образом Россия-28 с самой привлекательной купонной ставкой в 12,75% годовых.

Несмотря на тот факт, что ни параметры, ни механизм новации объявлены не были, инвесторы не проигнорировали эту новость и с энтузиазмом удлиняли свои позиции по выпуску с погашением в 2028 г, цены которого выросли в апреле на 3,6%.

**В мае возможна
фиксация прибыли по
российскому
суверенному долгу;
Aries могут стать
исключением**

Заседание Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США, состоявшееся 3 мая, оказалось нейтральным для рынка. Как и ожидалось, базовая ставка была повышена еще на 25 б.п. до 3% годовых. Однако заявление о том, что «долгосрочные инфляционные ожидания остаются под контролем», вызвало снижение доходности по 10-летнему выпуску до 4.15% годовых. В настоящее время нет предпосылок для дальнейшего заметного снижения доходности по КО США в условиях рестрикционной кредитно-денежной политики ФРС. С учетом того, что в мае рост цен на КО США будет ограниченным, российские суверенные бумаги вряд ли выиграют от корреляции с американским долгом.

Более того, положительный эффект заключения сделки с ПКК уже давно заложен в ценах, и благоприятный исход встречи с ПКК 10 мая не приведет к активному наращиванию длинных позиций, в то время как для облигаций Aries возможны два сценария развития событий:

1. **соглашение о полном погашении долга** приведет к изменению риска по бумагам Aries, выравнявая его с риском по государственному долгу Германии, что вызовет снижение доходностей этих выпусков;
2. **соглашение о частичном погашении долга** будет означать неизменный уровень риска по бумагам Aries, что воспрепятствует снижению доходностей и спровоцирует закрытие длинных позиций, накопленных в апреле.

Подводя итог, можно отметить, что в мае возможна некоторая фиксация прибыли. Однако это допущение верно при условии, что международные агентства не пересмотрят рейтинг РФ в мае после заключения сделки с Парижским клубом.



Илл. 96. Динамика валютных облигаций на 29 апреля 2005г.

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	Спред к безрисковой ставке бп
Еврооблигации						
Евро-05	24.07.2005	101,06	-0,31	3,8	8,66	93,35
Евро-07	26.06.2007	110,75	0,74	4,7	9,03	103,58
Евро-10	31.03.2010	108,69	0,93	4,9	7,59	126,18
Евро-18	24.07.2018	143,00	3,81	6,2	7,69	201,50
Евро-28	24.06.2028	170,50	4,32	6,7	7,48	242,35
Евро-30	31.03.2030	106,31	3,40	6,2	4,70	197,37
Облигации Минфина						
Минфин 5	14.05.2008	92,88	0,95	5,6	3,23	194,81
Минфин 6	14.05.2006	98,44	0,32	4,6	3,05	128,62
Минфин 7	14.05.2011	85,00	1,95	6,1	3,53	210,29
Минфин 8	14.11.2007	95,38	-0,13	5,5	3,15	181,54
Agies						
Agies 2007	25.10.2007	105,63	0,42	н/д	5,16	н/д
Agies 2009	25.10.2009	115,38	2,90	3,9	6,72	129,44
Agies 2014	25.10.2014	126,63	5,52	5,9	7,58	182,71
Муниципальные облигации						
Москва-06	28.04.2006	107,56	-0,27	3,0	10,18	91,94
Банковский сектор						
Альфа-Банк	19.11.2005	102,60	-0,83	5,8	10,48	262,03
Внешторгбанк-07	30.07.2007	103,43	-0,14	н/д	4,60	н/д
Внешторгбанк-08	11.12.2008	103,19	0,45	5,9	6,66	215,17
Газпромбанк-05	04.10.2005	102,50	-0,70	3,5	9,51	135,77
Газпромбанк-08	30.10.2008	103,46	0,36	6,1	7,01	241,06
Зенит	12.06.2006	101,63	0,37	7,7	9,10	433,15
МДМ-Банк	16.12.2005	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
НИКойл	19.03.2007	102,09	1,08	7,8	8,82	419,79
НОМОС-банк	13.02.2007	101,75	0,18	8,0	8,97	449,33
Петрокоммерц	09.02.2007	103,14	0,40	7,1	8,73	352,58
Русский стандарт-05	28.05.2005	100,35	-0,54	5,5	10,96	250,66
Русский стандарт-07	14.04.2007	102,10	0,63	7,6	8,57	396,69
Сбербанк	24.10.2006	101,11	0,12	н/д	2,84	н/д
Уралсиб	06.07.2006	103,46	0,36	5,8	8,58	240,13
Нефтегазовый сектор						
Газпром-07	25.04.2007	106,78	-0,16	5,5	8,55	184,94
Газпром-09	21.10.2009	117,15	1,53	6,1	8,96	226,95
Газпром-10	27.09.2010	113,11	2,29	5,0	6,90	221,68
Газпром-13	01.03.2013	117,05	2,77	6,8	8,22	279,78
Газпром-20	01.02.2020	104,08	2,04	6,4	6,92	241,21
Газпром-34	28.04.2034	114,42	3,01	7,4	7,54	306,45
Роснефть	20.11.2006	111,18	-0,29	5,1	11,47	166,96
Сибнефть-07	13.02.2007	108,35	0,06	6,4	10,61	290,05
Сибнефть-09	15.01.2009	111,40	0,43	7,2	9,65	346,15
ТНК	06.11.2007	110,68	-0,82	6,3	9,94	267,37
Телекоммуникационный сектор						
АФК Система-08	14.04.2008	108,00	1,12	7,2	9,49	350,71
АФК Система-11	28.01.2011	103,66	0,57	8,1	8,56	н/д
ВымпелКом-09	16.06.2009	105,78	-0,74	8,3	9,45	н/д
МТС-08	30.01.2008	107,87	1,29	6,6	9,04	н/д
МТС-10	14.10.2010	102,77	0,59	7,7	8,15	н/д
Металлургический сектор						
Евразхолдинг-06	25.09.2006	103,14	0,14	н/д	8,60	н/д
Евразхолдинг-09	03.08.2009	109,50	1,08	н/д	9,93	0,08
ММК-08	21.10.2008	102,57	0,37	н/д	7,80	0,07
Северсталь-09	24.02.2009	103,82	1,56	н/д	8,31	0,07
Северсталь-14	19.04.2014	102,81	0,79	н/д	9,00	0,09
Другие						
Апроста	06.05.2008	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Вимм-Билль-Данн	21.05.2008	100,00	0,12	10000,0	8,50	0,08

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка



Индекс РТС: весеннее ралли откладывается или задерживается?

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

Илл. 97. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1-29 апреля			
		Краткосрочный	Долгосрочный								
РТС	ДЕРЖАТЬ	669	Нисходящий	R4	821.16	Граница клина	S1	662.40	6-месячная МА	OP	671.06
		ЦЕЛЬ	821	Восходящий	R3	785.52	Исторический максимум	S2	615.11	3-летний тренд	HI
				R2	722.16	Максимум 09.03.05	S3	604.69	24-месячная МА	LO	669.18
				R1	710.64	Линия тренда	S4	572.23	Основной	CL	670.36

Источник: оценка Альфа-Банка

Основные выводы

- Долгосрочный тренд на РТС остается восходящим, в то время как краткосрочная тенденция стала слабо «медвежьей». Это указывает на текущую фазу консолидации и задержку традиционного весеннего ралли.
- Мы полагаем, что индекс РТС вскоре возобновит рост и предпримет еще одну попытку «прорыва» выше 711, которая с большой вероятностью может оказаться успешной.
- Возможный «прорыв» выше отметки 711 должен вызвать начало ралли к уровню 821.
- На наш взгляд, только падение ниже 6-месячной скользящей средней может привести к более глубокой коррекции вплоть до 3-летней линии тренда (615).
- Мы рекомендуем инвесторам ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ с технической целью 821.

Илл. 98. Индекс РТС - Месячные технические характеристики, по состоянию на 3 мая 2005 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка



Долгосрочный тренд на РТС остается «бычьим», что предполагает возможный прорыв выше 711

Классический технический анализ

В апреле 2005 г. индекс РТС не смог «прорвать» вверх крупную треугольную формацию, показанную на Илл. 98, и затем «окатился» к 6-месячной скользящей средней, что, в принципе, является не очень хорошим знаком для игроков на повышение. В то же время мы видим ряд положительных технических моментов на Илл. 98. Во-первых, и 6-месячная и 24-месячная скользящие средние в настоящее время направлены вверх. Во-вторых, текущее значение индекса РТС по-прежнему находится выше обеих 3-летней восходящей линии тренда и 24-месячной скользящей средней. И, наконец, еще одна хорошая новость для «быков» – это то, что долгосрочный тренд на РТС остается восходящим, несмотря на то, что краткосрочная тенденция стала слабо-«медвежьей». На наш взгляд, такая конфигурация трендов указывает лишь на фазу консолидации, за которой должна последовать новая волна роста. Мы полагаем, что индекс РТС вскоре возобновит рост и предпримет еще одну попытку «прорыва» выше 711, которая с большой вероятностью может оказаться успешной.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 99. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 3 мая 2005 г.



Краткосрочный тренд на РТС стал нисходящим

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 99 стала медленно понижаться, находясь немного ниже медленной адаптивной скользящей средней (АМА). В принципе, такая конфигурация индикаторов указывает то, что краткосрочный тренд на РТС снова стал нисходящим. Однако в настоящее время он еще очень слабый.

Малый медленный момент указывает на слабость «медвежьего» тренда

Краткосрочный CWC приближается к своей новой «впадине»

Медленный момент в средней части Илл. 99 движется вдоль принципиально важного нулевого уровня с легким отрицательным наклоном. Малый отрицательный момент подтверждает слабость краткосрочной медвежьей тенденции на рынке. В то же время, линия быстрого момента сформировала свой локальный максимум, возобновила падение, и в настоящий момент уже достигла отрицательной территории. Этот факт, в принципе, следует рассматривать как медвежью предпосылку.

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 99 прошел свою локальную «вершину» в нейтральной области, и сейчас уже достиг умеренно перепроданной области вблизи уровня минус «сигма», вблизи которого вероятно формирование нового локального минимума.

Долгосрочный тренд и циклы

Илл. 100. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 3 мая 2005 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Долгосрочный тренд на РТС остается восходящим

Медленный момент растет, а быстрый – падает

Медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 100 имеет положительный угол наклона и находится выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Согласно нашему собственному определению, это указывает на то, что долгосрочный тренд на РТС остается восходящим.

Индикатор медленного момента в середине Илл. 100 продолжает расти в области положительных значений, в то время, как линия быстрого момента сформировала свой локальный максимум на нейтральной территории и начала понижаться. Такое разнонаправленное движение



Долгосрочный CWC приближается к своему локальному «дну» вблизи уровня «минус сигма»

Сильный уровень сопротивления расположен на отметке 711

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

моментов подтверждает наличие фазы консолидации на рынке на фоне долгосрочного «бычьего» тренда на РТС.

После прохождения своей «вершины» в сильно перекупленной области вблизи уровня «два сигма», долгосрочный составной волновой цикл (CWC) возобновил фазу падения, и к настоящему моменту приближается к своему локальному «дну» вблизи уровня «минус сигма». Мы ожидаем, что долгосрочный CWC сформирует свой новый минимум и возобновит свой рост от этого уровня в течение последующих 1-2 недель, что будет указывать на завершение фазы консолидации на РТС и начало позднего» весеннего ралли. Дополнительным аргументом в пользу реализации указанного выше сценария является низкая волатильность долгосрочного CWC.

Уровни поддержки и сопротивления

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл. 97 и Илл. 98. Сильная уровень сопротивления сейчас расположена вблизи отметки 711. Ключевая поддержка – 662. Другая сильная поддержка равна 615. Основная поддержка равна 572.

Потенциал роста и падения индекса РТС

С учетом вышеприведенных факторов мы делаем следующие выводы:

1. Долгосрочный тренд на РТС остается восходящим, в то время как краткосрочная тенденция стала слабо «медвежьей». Это указывает на текущую фазу консолидации и задержку традиционного весеннего ралли.
2. Мы полагаем, что индекс РТС вскоре возобновит рост и предпримет еще одну попытку «прорыва» выше 711, которая с большой вероятностью может оказаться успешной.
3. Возможный «прорыв» выше отметки 711 должен вызвать начало ралли к уровню 821.
4. На наш взгляд, только падение ниже 6-месячной скользящей средней может привести к более глубокой коррекции вплоть до 3-летней линии тренда (615).

Мы рекомендуем инвесторам **ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** с технической целью 821.

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

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

Аналитический отдел

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

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

Метью Томас

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

Государственные ценные бумаги

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

Технический анализ
Аналитическая поддержка российских
клиентов
Группа переводчиков

Ринат Гайнуллин

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам

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

Рынки капиталов/Структурированные
продукты
Адрес

Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс

Продажи

Адрес

(44 20) 7588-8500/(44 20) 7382-4170

Максим Шашенков, Стив Доунер,
Питер Бобрински
City Tower, 40 Basinghall Street
London, EC2V 5DE

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

(212) 421-8564/1-866-999-ALFA/(212) 421-8633
Гарольд Уоррен
Майкл Каплан
540 Madison Avenue, 30th Floor
New York, NY 10022

© Альфа-Банк, 2004 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен для распространения в Российской Федерации ОАО «Альфа-Банк» (далее Альфа-Банк). Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и (или) суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и его дочерние компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, берут на себя валютный риск. Вложения в России сопряжены со значительным риском, и поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной третьей стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерним предприятием Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица, на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.