

## Июнь: «Колодец и маятник»

9 июня 2005 г.

[www.alfabank.ru](http://www.alfabank.ru)

Москва

### Тема: Обменный курс рубля: следуя за курсами валют

Впервые с 1999 г. традиционного весеннего ралли на рынке акций мы не дождались. Инвесторы, обеспокоенные неоднозначными изменениями в макроэкономической ситуации (в частности, значительным ростом профицита бюджета на фоне замедляющихся темпов роста ВВП), агрессивностью налоговых органов в отношении бизнеса, резкими изменениями схемы объединения Газпрома и Роснефти, и, не будучи уверены в перспективах роста мировой экономики, продолжают выжидать.

Однако на данный момент есть основания ожидать, что ралли все же состоится в начале лета. Завершение вызвавшего столько споров «дела Юкоса», явное намерение Путина увеличить госпакет в Газпроме (важнейшее условие либерализации рынка акций газовой монополии), а также ожидающееся досрочное погашение долга Парижскому клубу (в сумме \$15 млрд) – все это может улучшить настроение инвесторов (тем более что прогноз в отношении процентных ставок становится более благоприятным, а российские акции торгуются с 25-30%-ным дисконтом относительно среднего показателя по развивающимся рынкам).

Из-за ряда противоречивых заявлений, сделанных чиновниками в прошлом месяце (в частности по схеме объединения Газпрома с Роснефтью), а также традиционного спада активности в период майских праздников, многие российские и иностранные инвесторы заняли выжидательную позицию. Соответственно, доходность российских активов в мае оказалась ниже доходности акций и развивающихся рынков и мирового рынка акций в целом. Положительный эффект от включения в индекс MSCI Russia акций операторов мобильной связи был сведен «на нет» снижением прогнозов по финансовым показателям этих компаний. В результате индекс MSCI Russia снизился на 0,6%, а более представительные РТС и ММВБ закончили месяц в небольшом плюсе.

### Портфельные рекомендации\*

<b>Северсталь</b>	На первом месте в числе рекомендаций ПОКУПАТЬ (большой потенциал роста до справедливой DCF-стоимости - +75%)
<b>Вымпелком</b>	Бумага мало выросла с начала года из-за судебных тяжб, и потенциал роста составляет 52%
<b>МТС</b>	Далеко не лучший отчет, вышедший в прошлом месяце, обеспокоил инвесторов, но потенциал роста остается значительным (51%)
<b>Норильский Никель</b>	В этом году эта бумага «дала обратный ход» из-за неясности перспектив роста мировой экономики, но даже в случае реализации пессимистичного прогноза по ценам на металлы она сохранит значительный потенциал роста (49%)
<b>ВСМПО</b>	Споры между акционерами прекратились, и теперь должны проясниться сроки предстоящего IPO (потенциал роста 41%)
<b>Газпром</b>	На этой бумаге продолжают негативно сказываться внезапные изменения в схеме объединения с Роснефтью, но «свет в конце тоннеля» уже виден, и покупатели должны появиться (потенциал роста 37%)
<b>ЛУКОЙЛ</b>	По-прежнему относительно малорисковая нефтяная бумага, тем более что ее продолжает покупать Copoco (потенциал роста 29%)

Примечание: \* срок инвестиций - 3-6 месяцев

### Последние публикации

<b>Балтика: рост в ожидании консолидации</b> <i>Елена Бороденко</i>	7 июня
<b>Пятерочка: На безрыбье и рак — рыба</b> <i>Елена Бороденко</i>	6 июня
<b>Полтавский ГОК: хорошие инвестиционные возможности</b> <i>Максим Матвеев и Наталья Шевелева</i>	6 июня
<b>Вымпелком: «У страха глаза велики»</b> <i>Андрей Богданов и Светлана Суханова</i>	30 мая
<b>Противоположный устоявшемуся взгляд на новую схему консолидации госдоли в Газпроме</b> <i>Мэтью Томас и Анна Бутенко</i>	27 мая
<b>Индекс АВ-ICI в апреле: начало трудного периода</b> <i>Наталья Орлова</i>	23 мая
<b>Традиционные телекомы в 1Кв05 (РСБУ): отсутствие позитивных новостей, ждем результатов по МСФО</b> <i>Андрей Богданов и Светлана Суханова</i>	20 мая
<b>Сбербанк: Расчетная цена акции повышена в ожидании роста доходов</b> <i>Наталья Орлова</i>	19 мая
<b>Калина: Отличные Результаты за 2004 г.</b> <i>Елена Бороденко</i>	6 мая

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

**Отдел исследований**
[research@alfabank.ru](mailto:research@alfabank.ru)

(095) 795-3676

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

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Стратегия.....	3
Тема: Обменный курс рубля: следуя за курсами валют .....	14
Теперь курс рубля зависит не от цен на нефть, а следует за курсом евро.....	14
Отток капиталов вырос, но не в связи с «делом Юкоса».....	15
Банковская ликвидность вновь сокращается.....	16
Динамика и оценка акций .....	18
Графики.....	22
Экономика и политика.....	24
Новости компаний и отраслей.....	26
Нефть и газ .....	26
Энергетика .....	35
Телекомы .....	37
Металлургия.....	43
Машиностроение .....	47
Пищевая промышленность и розничная торговля .....	49
Банковский сектор .....	54
Рынок облигаций .....	56
Индекс РТС: традиционное весеннее ралли не состоялось, стоит ли ждать летнего? ..	59



## Стратегия

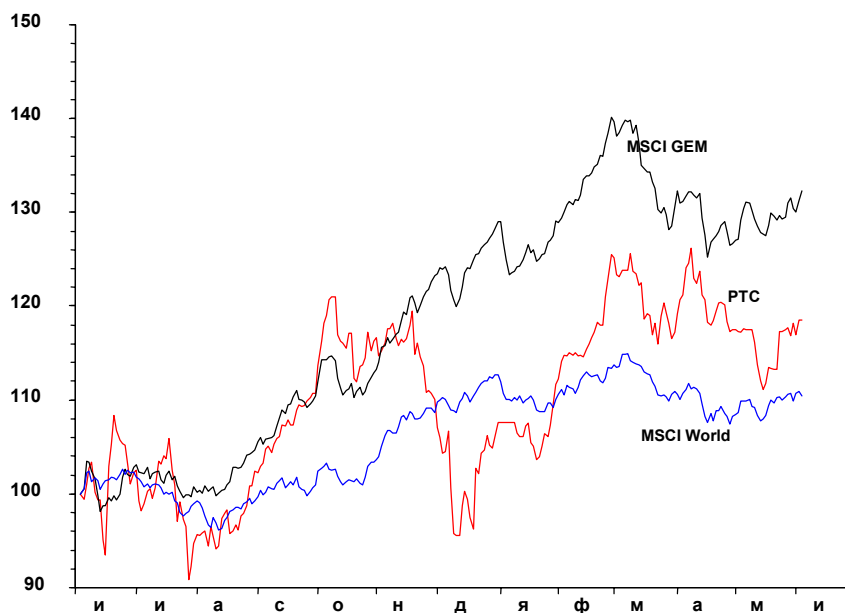
Кристофер Уифер, (7095) 103-7322;  
Эрик Де Пой (7 095) 795-3744

*«Смерть? - подумал я, - пусть я умру, но только не в колодеце!»  
Эдгар Аллан По, Колодец и маятник, 1843*

**Российский рынок акций зачастую «проваливался» до локальных минимумов, но в настоящее время «маятник» двигается вверх**

С начала «дела Юкоса-Менатеп» отношение рынка к инвестиционному риску в России колебалось подобно маятнику, и самые драматические события (в июле и декабре прошлого года) опускали цены акций до локальных минимумов. Сегодня этот маятник выходит из нижнего положения, в котором находился в начале мая, и если инвесторы поверят в скорое разрешение длительных политических и экономических неурядиц, а также увидят признаки подлинной решимости Кремля улучшить деловой климат, то тогда нет причин, по которым восходящее движение маятника не могло бы вывести рынок на новый торговый диапазон, границами которого, как ожидается, станет индекс РТС (на уровне, начиная с 700 пунктов), и наша справедливая цена (на уровне 815).

**Илл. 1. Динамика РТС, GEM и мирового рынка акций за последние 12 месяцев**



Источник: DATASTREAM

### Отложенное весеннее ралли

**Представляется, что традиционное весеннее ралли в этом году лишь отложено, а не отменено**

Впервые с 1999 г. традиционного майского весеннего ралли на рынке акций мы так и не дождалась. Инвесторы, обеспокоенные неоднозначными изменениями в макроэкономической ситуации (в частности, значительный рост профицита бюджета на фоне замедляющихся темпов роста ВВП), агрессивностью налоговыми органами в отношении бизнеса, резкими изменениями схемы объединения Газпрома и Роснефти, продолжают выжидать. Не будучи уверенными в перспективах роста мировой экономики, обеспокоенные высокими ценами на сырье и растущими процентными ставками, инвесторы считают, что лучше повременить. Однако на данный момент есть

основания ожидать, что ралли все же состоится в начале лета. Завершение вызвавшего столько споров «дела Юкоса», явное намерение Путина увеличить госпакет в Газпроме (важнейшее условие либерализации рынка акций газовой монополии), а также ожидающееся досрочное погашение долга Парижскому клубу (в сумме \$15 млрд) – все это может улучшить настроение инвесторов (тем более что прогноз в отношении процентных ставок становится более благоприятным, а российские акции торгуются с 25-30%-ным дисконтом относительно среднего показателя по развивающимся рынкам).

**Илл. 2. Весеннее ралли на РТС за последние годы**

	Рост цен в ходе ралли	Изменение цен с начала года	Изменение GEM за весь год
	%	%	%
2000	19,1	-18,1	-31,9
2001	29,5	81,5	-4,8
2002	44,3	38,1	-8,0
2003	36,1	58,0	51,7
2004	37,8	8,3	22,4
2005	14,4	10,1*	2,5

Источники: РТС, Datastream, оценка Альфа-Банка

Примечание: \*с начала года по 3 июня

**Обычно ралли наблюдается в период с середины января до середины июня**

Как правило, весеннее ралли происходит в период с середины января до середины июня, и обычно длится от 8 до 10 недель. В этом году ралли (в пределах 14,4%) началось в середине января, но было прервано в связи с событиями вокруг сделки слияния Газпром-Роснефть на момент закрытия торгов в феврале. Причиной – помимо указанных событий – стало повышение риска, вызванное снижением общественной поддержки правительства (после плохо проведенной январской монетизации льгот).

### Почему ралли было прервано

В том, что в текущем году весеннее ралли было прервано, «виноваты» несколько факторов. На данный момент многие из этих факторов либо получили свое разрешение, либо находятся в процессе такового, и это дает нам оптимизм надеяться, что ралли на фондовом рынке лишь запаздывает, а не откладывается на неопределенное время.

**По-видимому, президентский план был «перехвачен» какими-то силами в правительстве**

#### Газпром-Роснефть

Казалось, президент Путин полон решимости добиться реализации сделки слияния, или, точнее, поглощения Роснефти Газпромом. Это имело смысл в контексте усиливающегося «государственнического» подхода к экономике, который на наших глазах вытеснял программу широких либеральных реформ, предложенную МЭРТ. Вот почему в тот день, когда слияние было поставлено под вопрос, а позднее и вовсе отменено, появились опасения раскола в верхних эшелонах правительства. Позднее это пробудило страх возможного роста политической нестабильности, а также подозрение в отсутствии у властей скоординированного подхода к экономической стратегии.

**Инвесторов беспокоят последствия «дела Юкоса»**

#### Юкос

Угроза правовых исков, оспаривающих итоги декабрьского аукциона по продаже активов Юганскнефтегаза, и международная критика России за ее поведение в «деле Юкоса» создали почву для политического осуждения России за вынесенный приговор. Кроме того, появилась вероятность отсрочки приема

**Есть надежда, что будущие налоговые претензии окажутся более умеренными, и не будут сопровождаться большими штрафами и пени**

**Падение общественного доверия к правительству**

**Обычное для весны ослабление цен на нефть**

**Обычно рост процентных ставок в США негативно влияет на фондовые активы развивающихся рынков**

**Пересмотр налоговых дел** Неожиданно крупные налоговые претензии к ТНК и выбор момента для их обнародования (в дни Российского экономического форума в Лондоне и во время визита Путина в Германию для привлечения поддержки со стороны инвесторов) добавили опасений в отношении раскола в Кремле и расхождения намерений властных группировок.

**Общественная поддержка** Проведенные до конца апреля опросы общественного мнения показали утрату общественного доверия к правительству и снижение поддержки президенту (хотя последний показатель брал отсчет от весьма высокого уровня). Эти процессы были вызваны плохо проведенной кампанией по переводу социальных льгот в денежную форму. Кроме того, опросы общественного мнения показали одновременное падение общей уверенности населения в том, что Россия движется в правильном направлении, а также ослабление веры народа в осуществление его чаяний.

**Цены на нефть**

В этот период фактором сильной поддержки ралли фондового рынка стало мощное повышение цен на нефть (цена сорта Urals выросла с \$38/баррель почти до \$50/баррель в конце февраля). Обычно в ценах на нефть имеется сезонное снижение, и в начале текущего года эти цены находились на высоком уровне (в связи с чем появились страхи, что финансовые спекулянты предпочтут быстрый выход из игры и обрушат цены). В период с марта по середину мая сравнительно слабые цены на нефть совпали с периодом слабых фондовых котировок.

**Цикл процентных ставок**

В своих высказываниях представители ФРС США дали понять, что процентные ставки в период 2005 г. и 2006 г. будут неуклонно расти. Как правило, переход в противоположную фазу цикла процентных ставок приводит к оттоку ликвидности из таких активов, как ценные бумаги развивающихся рынков. В первые два месяца текущего года наблюдался существенный приток денежных средств в фонды, инвестирующие в активы развивающихся рынков (что вновь совпало с подъемом российских активов), однако вскоре (в марте и апреле) этот приток сократился до минимума. В итоге возникло опасение резкого изменения настроений инвесторов, чреватого нарастанием «давления продавцов» по всему фронту развивающихся фондовых рынков.

**Где же мы теперь находимся?**

**Целый ряд проблем уже решен или находится в процессе разрешения**

Целый ряд этих проблем уже решен или близок к разрешению, после того как встреча президента Путина с руководителями российского бизнеса имела свое продолжение в ежегодном Послании к обеим палатам парламента. В своей речи Путин пообещал, что правовые и административные реформы помогут улучшить деловой и инвестиционный климат в стране. Сегодня инвесторы обнадужены больше, чем в период с марта по середину мая, но внимательно следят за рядом проблем, которые считаются важными индикаторами обоснованности этого их оптимизма.

**Есть надежда, что будущие налоговые претензии окажутся более умеренными, и не будут сопровождаться большими штрафами или процентными начислениями**

**Пересмотр налоговых дел** Остается вопрос о том, повторятся ли неожиданные налоговые «наезды», и если да, то насколько агрессивными они будут. Налоговые власти заняты масштабным пересмотром дел за период последних четырех лет, и ожидается, что появятся новые претензии по неуплаченным ранее долговым обязательствам. Однако до тех пор, пока пересмотр не сопровождается предъявлением, как нам представляется, произвольных штрафов и процентных начислений, а претензии разрешено оспаривать в судебном порядке, инвесторы склонны – в случае очередного казуса (по типу налогового счета к Вымпелкому) – сохранять относительное спокойствие.

**Президент пообещал положить конец «налоговому терроризму»**

**Контроль за аудиторам** Президент Путин особо выделил явление, названное им «налоговым терроризмом», в качестве одной из причин срыва кооперации между государством и бизнесом (указав, в частности, на увеличение оттока капитала и замедление темпов инвестиционных расходов). Это «зло» связано с проведением текущих налоговых проверок, но имеет более широкий контекст, охватывающий проблему контроля за действиями государственных чиновников и оценки эффективности их работы по выполнению указаний правительства. Инвесторы надеются, что предлагаемый сегодня набор правовых норм (своего рода кодекс правил взаимодействия государства и бизнеса) будет утвержден законодателем в ближайшие месяцы.

**Законопроект, обещающий сократить срок давности в отношении пересмотра сделок приватизации**

**Счет за приватизацию** Сегодня сокращение срока давности при рассмотрении прошлых приватизационных сделок (с 10 до 3 лет) носит, преимущественно, символический характер. Дело в том, что большинство крупнейших сделок осуществлено около десяти лет назад), но само принятие этого закона – важный знак решимости правительства «возместить» ущерб, причиненный «делом Юкоса-Менатеп», и устранить хотя бы некоторые возможности дальнейшего вмешательства государства в дела бизнеса.

**Сегодня «дело Юкоса»  
близко к завершению** Юкос: конец игры

На данный момент суд над бывшими руководителями Юкоса завершен (процесс апелляции будет иметь гораздо меньший резонанс), и даже если Кремль выдвинет новые обвинения (например, в связи с более тяжкими преступлениями, чтобы принизить в глазах российской и мировой общественности образ Михаила Ходорковского как «политзаключенного»), то они будут иметь гораздо меньшее значение, по сравнению с произошедшими ранее событиями. Само по себе окончательное решение по «делу Юкоса» может иметь некое влияние на восприятие инвесторами того, насколько едино правительство России, и в какой мере разные группировки в Кремле соперничают за власть. Если оставшиеся активы Юкоса будут проданы «по дешевке» сторонам, связанным с правительством, то это сочтут негативным фактором, с точки зрения экономического риска.

**Итоги опросов  
общественного  
мнения вновь  
благоприятны по  
отношению к  
правительству**

**Политическая стабильность** Помимо того, как будут, в конце концов, распределены активы Юкоса, инвесторов интересуют свидетельства политического единства или признаки растущего раскола в Кремле (способные подрвать политическую стабильность в период, который, как ожидается, станет долгим предвыборным сезоном). Если опросы общественного мнения по-прежнему будут показывать сильную поддержку президенту (майский опрос показал, что 70% граждан одобряют его действия), то положение Путина останется прочным и позволит ему успешно сдерживать другие группы, особенно среди «силовиков».

**Решимость увеличить  
долю государства в  
Газпроме и перейти к  
отмене двойного  
рынка акций** Двойной рынок акций

Получение государством контрольного пакета в Газпроме было отложено на период согласования механизма приобретения акций, но теперь этот процесс возобновился. Хотя этот механизм все еще далеко не оптимален и оставляет без ответа много вопросов, ясно, что в текущем месяце доля государства в капитале Газпрома вырастет. Это дает старт процессу отмены двойного рынка акций, что увеличит удельный вес газовой компании в индексе MSCI Russia и долю России в индексах MSCI EMEA и GEM.

**Чистого оттока  
ликвидности из  
активов  
развивающихся  
рынков не  
наблюдается** Ликвидность

Хотя крупного оттока ликвидности из активов развивающихся рынков не наблюдалось, была отмечена перегруппировка средств между глобальными и региональными фондами EM. Последние данные, характеризующие рост экономики США (например, слабый рост занятости), заставляют предположить, что увеличение процентных ставок будет менее радикальным, чем ожидалось несколько месяцев назад. Значительные доходы от экспорта нефти и менее быстрые, чем ожидалось, темпы роста процентных ставок в

<p><b>Недавнее увеличение инвестиций в отрасль ...должно еще зарекомендовать себя как тенденция</b></p>	<p><b>Инвестиционный тренд</b></p>	<p>США должны повернуть вспять недавнее ослабление курса рубля к доллару, и вместе с укреплением курса рубля к евро призваны способствовать притоку капиталов в российскую валюту. Обычно это приводит к росту денежных средств, направляемых на спекулятивные инвестиции, включая фондовые активы.</p>
<p><b>Начало выплаты долга Парижскому клубу намечено на 11 июня</b></p>	<p><b>Парижский клуб</b></p>	<p>Инвесторы будут искать признаки реакции владельцев бизнеса на обещания правительства и, как можно надеяться, на инициативы по улучшению инвестиционного климата, с одновременным учетом доли инвестиционных расходов в экономике. В прошлом месяце отмечен неплохой рост этого показателя, однако более скептически настроенные инвесторы хотят видеть, когда это станет тенденцией.</p>
<p><b>Инвесторы внимательно следят за соблюдением бюджетной дисциплины</b></p>	<p><b>Бюджетная дисциплина</b></p>	<p>С конца текущей недели Россия начнет согласованное досрочное погашение внешней задолженности (\$15 млрд). Есть надежда, что это – наряду с продолжающимся ростом бюджетного профицита и некоторым прогрессом в осуществлении обещанных (и названных выше) инициатив – позволит рейтинговым агентствам повысить уровень суверенных российских долгов.</p>
<p><b>Прогноз роста ВВП на 2005 г. снижен, ...но инвесторы надеются на инициативы правительства, призванные его увеличить</b></p>	<p><b>Экономический рост</b></p>	<p>Использование Стабилизационного фонда на цели финансирования 30% плановых расходов бюджета вызывает опасения, что фискальная дисциплина, обеспечившая восстановление экономики России после кризиса, может быть поставлена под угрозу. Сама по себе сумма, которую предполагается взять из Стабилизационного фонда, не столь велика (она примерно составляет сумму майского прироста Фонда), но инвесторы будут внимательно следить за тем, не последуют ли новые «исключения из правила», по которому средства Фонда могут быть использованы только на выплату долга и финансирование пенсий.</p>
<p><b>Рынок внимательно изучает прогноз роста мировой экономики</b></p>	<p><b>Мировая экономика</b></p>	<p>Недавно МЭРТ снизило прогноз темпов роста экономики на текущий год (с 6,4% до 5,8%). Этот тренд, а также усилия правительства по стабилизации или увеличению темпов долгосрочного роста, будут тщательно изучены и взяты за основу для оценки экономического риска в стоимостных моделях.</p>
		<p>В частности, инвесторы будут следить за тем, как прогнозы роста влияют на цены энергоносителей, ибо последние, в свою очередь, влияют на доходные предположения в оценочных моделях, охватывающих значительную долю фондового рынка.</p>



**Инвестиционный фон в целом благоприятен**

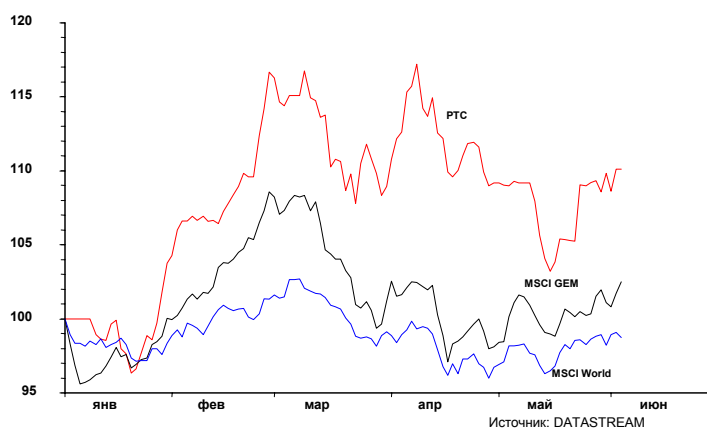
Если предположить, что перечисленные выше проблемы будут решены, и больше никаких неприятных неожиданностей не последует, то запоздавшее весеннее ралли может с большой вероятностью произойти в ближайшие несколько месяцев. Причина – в целом благоприятный фон, существующий сегодня на фондовом рынке.

<p><i>Российские активы торгуются с большим дисконтом</i></p>	<p><b>Активы с дисконтом</b></p>	<p>В среднем российские ценные бумаги торгуются с 25-30%-ным дисконтом к сопоставимой группе акций GEM с учетом текущей доходности, и часто с большим дисконтом, учитывая активы.</p>
<p><i>Большинство фондов, вкладывающих в GEM и EMEA, недостаточно инвестируют в Россию</i></p>	<p><b>Доля России занижена</b></p>	<p>В портфелях большинства фондов, инвестирующих в GEM и EMEA, доля фондовых активов России занижена (в итоге прошлогоднего «отступления» с рынка), что, в свою очередь, обусловило их более низкий показатель эффективности, по сравнению с эффективностью инвестиций в сопоставимую группу активов GEM (впервые с 1998 г.). С начала 2005 г. российские активы оказываются лучше, чем активы GEM и EMEA (в среднем), что снижает относительную эффективность указанных фондов. Если портфельные менеджеры, отступившие с российского рынка в 2004 г., убедятся в том, что сегодня инвестиционный риск снижается, то реальной станет уже угроза резкого ослабления показателей эффективности. В таком случае может произойти разворот финансовых потоков, которые в прошлом году «опустили» рынок</p>
<p><i>Показатель «бета» снизился</i></p>	<p><b>Меньшая волатильность</b></p>	<p>Если в начале 2000 г. показатель «бета» относительно индекса MSCI GEM составлял 2,4, то теперь РТС имеет показатель «бета» в 1,0. Впрочем, он все еще подвержен резким колебаниям в ответ на явно негативные или явно позитивные события.</p>
<p><i>Отечественная ликвидность увеличивается</i></p>	<p><b>Отечественная ликвидность</b></p>	<p>Одна из причин такой склонности к резким случайным колебаниям – в том, что, если общий объем рынка вырос, в среднем, с \$300 млн в сутки (все торгуемые активы) до \$800 млн в первом полугодии 2004 г. (сегодня – около \$650 млн), то за этот период доля «локального контента» выросла с 44% до 56%. Отсюда – большое число трейдеров и недостаточное разнообразие инвестиционных инструментов (в случае наступления неожиданных событий).</p>
<p><i>Страна имеет большие валютные резервы</i></p>	<p><b>Здоровый бюджет</b></p>	<p>Стабилизационный фонд составляет сегодня свыше \$33 млрд, а валютные резервы близки к \$150 млрд. Суммарный внешний долг (до погашения Парижскому клубу) немного превышает \$100 млрд. Торговый профицит и бюджетный профицит продолжают ежемесячно ставить рекорды – на фоне стабильно высоких нефтегазовых доходов.</p>

**Условия приема России в ВТО должны привести к улучшению инвестиционного климата**

**Дисциплина в ВТО/G-8** Своим ключевым политическим (и экономическим) приоритетом правительство объявило прием России в ВТО к концу 2005 г. или началу 2006 г. Кроме того, оно не намерено упустить (предусмотренную правилами ротации) возможность «председательствовать» в группе G-8 в течение 2006 г. Это предполагает дальнейшее соблюдение финансовой дисциплины, уменьшение задолженности и серьезные усилия по улучшению инвестиционного климата. Кроме того, предполагается, что дел типа «дело Юкоса-Менатеп» больше не будет.

**Илл. 3. PTC, GEM и мировой рынок акций в 2005 г.**



**В мае по ряду причин эффективность активов была ниже средней**

**В целом, инвесторы решили проявлять осторожность**

### Прошлый месяц

Из-за ряда противоречивых заявлений, сделанных чиновниками в прошлом месяце (в частности по схеме объединения Газпрома с Роснефтью), а также традиционного спада активности в период майских праздников, многие российские и иностранные инвесторы заняли выжидательную позицию. Соответственно, доходность российских активов в мае оказалась ниже доходности акций и развивающихся рынков и мирового рынка акций в целом. Положительный эффект от включения в индекс MSCI Russia акций операторов мобильной связи был сведен «на нет» снижением прогнозов по финансовым показателям этих компаний. В результате индекс MSCI Russia снизился на 0,6%, а более представительные PTC и ММББ закончили месяц в небольшом плюсе.

**Илл. 4. PTC в сравнении с фондовыми индексами развивающихся стран**

	За месяц	С начала года	За последние 12 месяцев
PTC	0,9	10,1	19,2
MICEX	2,6	10,3	13,7
MSCI Russia	-0,6	5,2	10,4
MSCI GEM	4,5	2,5	31,6
MSCI ASIA	4,4	3,3	24,7
MSCI EMEA	0,5	-3,1	29,5
MSCI Lat Am	10,4	8,1	56,4
MSCI World	2,1	-1,9	9,9
Dow Jones	2,6	-3,0	2,1
NASDAQ	7,8	-4,8	4,7

Источник: DataStream

На Илл. 5 показаны активно отслеживаемые нами акции, классифицированные по потенциалу роста до справедливой цены на основе модели DCF. Любая акция с потенциалом роста в 15% (и более) обычно получает от нашего аналитика рейтинг ПОКУПАТЬ (за редким исключением). Акция с текущей премией в 10% (или более) обычно заслуживает рекомендацию ПРОДАВАТЬ.



Илл. 5. Акции в порядке убывания потенциала роста (до справедливой DCF-стоимости)\*

Компания	Рын. капитализация млн \$	Цена Справедливая стоимость		Потенциал роста %
		\$ за акцию	\$ за акцию	
Северсталь	4 393	7,96	14,0	75,9
Вымпелком	7 036	34,30	52,0	51,6
МТС	12 678	31,80	48,0	50,9
Иркут	495	0,56	0,8	49,2
Норильский Никель	12 535	58,60	87,0	48,5
НМЛК	7 078	1,18	1,8	48,2
ОМЗ	134	3,80	5,5	44,7
ММК	4 518	0,45	0,6	42,2
ВСМПО	1 270	106,10	150,0	41,4
Уралсвязьинформ	1 121	0,03	0,0	41,2
Голден Телеком	956	26,28	37,0	40,8
АвтоВАЗ	625	23,00	32,0	39,1
Газпром	68 246	2,88	4,0	37,0
Аптечная сеть 36,6	160	20,00	27,3	36,5
АФК «Система»	7 720	16,00	21,3	33,1
Сургутнефтегаз	25 080	0,70	0,9	32,5
Мечел	3 684	26,55	35,0	31,8
ЛУКОЙЛ	29 770	35,00	45,2	29,3
Сибирьтелеком	673	0,06	0,1	28,6
НТМК	1 585	1,21	1,5	24,0
ЗСМК	1 834	138,00	170,0	23,2
Сбербанк	12 426	654,00	790,0	20,8
Башнефть	993	5,43	6,5	20,3
Татнефть	3 813	1,75	2,1	19,4
Сибнефть	14 651	3,09	3,7	19,1
Мегионнефтегаз	2 646	25,93	30,7	18,5
Седьмой Континент	863	13,38	15,0	12,1
Калина	266	27,25	30,1	10,6
Балтика	3 492	28,50	31,3	9,8
Северо-Западный Телеком	672	0,63	0,7	6,5
МГТС	1 118	14,00	14,8	5,7
ВолгаТелеком	915	3,72	3,9	3,8
ЦентрТелеком	568	0,36	0,4	2,8
Ростелеком	1 465	2,01	2,1	2,0
Вимм-Билль-Данн	792	18,00	17,3	-3,9
Дальсвязь	169	1,45	1,4	-4,8
Транснефть - привилегированные акции	5 582	897,50	805,0	-10,3
Выксунский метзавод	654	347,50	310,0	-10,8
ЧТПЗ	258	0,55	0,5	-13,8
Пятерочка	2 030	13,25	11,1	-15,9
ЮТК	277	0,09	0,1	-36,9

\*Источник: DataStream, Bloomberg, PTC;

Примечание: \* исходя из цен закрытия за 3 июня 2005 г.



Илл. 6. Доходность акций\*

	Рыночная капитализация млн \$	Май	С начала года	За последние 12 месяцев
		%	%	%
РТС		0,9	10,1	19,2
АвтоВАЗ	625	-11,5	-17,1	-16,4
Балтика	3 492	44,0	64,2	97,8
Башнефть	993	-1,0	15,0	14,0
ЦентрТелеком	568	8,0	25,0	7,0
ЧТПЗ	258	-2,7	86,2	95,0
Дальсвязь	169	0,7	33,0	44,0
Газпром	68 246	1,4	4,5	51,6
Голден Телеком	956	-1,9	-0,5	-0,8
Иркут	495	-8,0	-2,0	4,0
Калина	266	10,0	60,0	40,0
ЛУКОЙЛ	29 770	2,8	15,3	29,4
Мечел	3 684	3,0	24,0	
Мегионнефтегаз	2 646	-1,9	27,5	50,0
МГТС	1 118	-6,7	16,7	3,7
МТС	12 678	-5,4	-8,2	9,4
Норильский Никель	12 535	4,6	7,7	23,4
Северо-Западный Телеком	672	3,3	20,0	25,3
НЛМК	7 078	-9,2	21,9	41,4
НТМК	1 585	4,8	20,7	90,3
ОМЗ	134	-3,9	15,0	-51,3
Пятерочка	2 030	5,0		
Ростелеком	1 465	-4,3	9,8	-4,3
Сбербанк	12 426	0,2	35,4	64,7
Седьмой Континент	863	6,0	33,0	
Северсталь	4 393	-2,9	23,6	31,4
Сибирьтелеком	673	2,8	1,8	21,7
Сибнефть	14 651	-0,3	3,0	18,9
АФК «Система»	7 720	-1,0	-6,0	
ЮТК	277	-2,6	26,2	6,3
Сургутнефтегаз	25 080	-0,5	-6,4	12,9
Татнефть	3 813	1,5	22,0	41,1
Транснефть - привилегированные акции	5 582	11,0	1,0	10,0
Уралсвязьинформ	1 121	-3,6	-4,4	-6,2
Вымпелком	7 036	5,0	-5,0	11,9
ВолгаТелеком	915	11,7	15,9	34,3
ВСМПО	1 270	-2,0	4,0	47,0
Выксунский метзавод	654	8,0	75,0	120,0
Вимм-Билль-Данн	792	3,9	25,8	14,9
ЗСМК	1 834	0,0	44,1	112,0

Источники: DataStream, Bloomberg, РТС;

Примечание: \* исходя из цен закрытия за 3 июня 2005 г.

**Тема: Обменный курс рубля: следуя за курсами валют**

Наталья Орлова (7 095) 795-3677

- Рост российской экономики больше не показывает корреляции с динамикой нефтяных цен; теперь рубль следует за изменениями курсов мировых валют
- Большинство наблюдателей полагает, что отток капиталов обусловлен «делом Юкоса», но мы видим причину этого оттока в слабости рубля
- Выплата долгов Парижскому клубу окажет давление на резервы ЦБР; на фоне сокращения ликвидности межбанковские процентные ставки выросли

**Теперь курс рубля зависит не от цен на нефть, а следует за курсом евро**

*Корреляция между ценами на нефть и ростом российской экономики слабеет*

В последние месяцы связь между ценами на нефть и темпами роста российской экономики значительно ослабла. Например, в 2005 г. средняя цена сорта Urals, как ожидается, достигнет \$43/баррель, против прежнего прогноза \$34/баррель, однако на прошлой неделе правительство России снизило прогноз роста ВВП на 2005 г. до 5,8% (против 7,1% в 2004 г.). Поэтому неудивительно, что курс рубля начал снижаться, несмотря на то, что цены на нефть продолжают расти.

*Рубль реагирует уже не на цены на нефть, а на волатильность курса доллара к евро*

Причина проста: поскольку сегодня дополнительные доходы от экспорта энергоносителей в значительной мере стерилизуются бюджетом, они уже не могут толкать экономику вперед или поддерживать курс рубля. Вместо этого динамика обменного курса рубля теперь полностью зависит от соотношения доллара к евро.

*События в мире содействуют снижению курса евро...*

В международном плане мы наблюдаем два противоположных тренда. Первый тренд явно работает в пользу сильного доллара и уже частично материализовался. Тот факт, что французы и голландцы проголосовали против проекта Конституции ЕС, плюс создание лево-ориентированного правительства во Франции - плохие новости, которые уже отразились в недавнем ослаблении евро. В США продолжающийся рост процентных ставок способствует усилению доллара.

*...тогда как слухи о ревальвации ряда азиатских валют могут оказать давление на доллар*

Второй тренд обусловлен слухами о грядущей ревальвации китайского юаня – слухами, заставляющими нервничать мировые валютные рынки. Если власти КНР сохранят курс на ревальвацию юаня, то евро, скорее всего, совершит «отскок» от доллара. Мы ожидаем, что курс доллара к евро будет и далее отличаться высокой волатильностью (на уровне примерно \$1,25/€), что соответствует нашим расчетам на конец года.

*Мы придерживаемся нашего прогноза на конец года (28,1 руб/\$)*

В отношении обменного курса рубля вышеописанный сценарий означает, что до конца года этот курс останется волатильным (на уровне 28,0-28,2 руб/\$). Несмотря на возможное продолжение роста цен на нефть, мы придерживаемся нашего прогноза на конец года (28,1 руб/\$).

*Воспрепятствовать росту инфляции ЦБР намерен, проводя политику слабого рубля*

Мы подтверждаем нашу точку зрения, согласно которой ЦБР едва ли попытается контролировать инфляцию путем повышения номинального курса рубля. В ходе публичных обсуждений госчиновники неоднократно заявляли о том, что удержание инфляции в заданных рамках остается приоритетом экономической политики, но действительность заставляет предположить иное – значительное смягчение фискальной практики - по политическим причинам. В начале июня Правительство утвердило рост бюджетных расходов текущего года на \$13,5 млрд (для финансирования возросших социальных выплат) – мера, которая подстегнет инфляцию и

снизит конкурентоспособность российских производителей. Мы считаем, что ЦБР, в целях предотвращения ускоренного роста импорта (который, как ожидается, в 2005 г. достигнет уже темпа в 25% год-к-году), будет склонен, скорее всего, проводить политику слабого, а не сильного рубля.

## Отток капиталов вырос, но не в связи с «делом Юкоса»

**Отток капитала вызван обесценением рубля, а не наоборот**

**Экспортеры решили воспользоваться укреплением рубля и держать избыток средств в активах, номинированных в национальной валюте**

Увеличение оттока капитала стало в России «горячей темой», поскольку оно считается причиной снижения курса рубля. Мы придерживаемся противоположного взгляда, а именно – что отток капитала вызван обесценением рубля, а не наоборот.

Снижение курса рубля начало существенно влиять на переток капиталов в 2003 г., когда произошло заметное сокращение мировых процентных ставок и началось последнее по времени удорожание нефти. По нашему мнению, рост экспортных доходов (обусловленный повышением цен на энергоносители) обеспечил компаниям (ранее недоступные) финансовые ресурсы, которые необходимо было теперь правильно использовать.

Поскольку доходность рублевых активов увеличивалась по мере роста курса национальной валюты, многие экспортеры решили полностью репатриировать доходы от вывоза сырья и держать их в инструментах, номинированных в рублях, чтобы получить максимальную финансовую выгоду. Как явствует из Илл. 2, волатильность движения капиталов начала расти с 2003 г., как только стали повышаться цены на нефть.

**Илл. 7. Динамика цены сорта Urals - и отток капитала из России**



Источники: ЦБР, Bloomberg

**В 1-м кв. 2005 г. чистый отток капитала составил \$0,9 млрд**

Увеличение оттока капитала стало проблемой уже в 2004 г., ибо чистый отток капитала достиг \$9,4 млрд (по сравнению с \$1,9 млрд в 2003 г.). В 1-м кв. 2005 г. чистый отток капитала составил \$0,9 млрд (что было еще скромной цифрой на фоне \$4,2 млрд в 1-м кв. 2004 г.), однако сам этот факт иллюстрирует рост темпов оттока частного капитала.

**Суд над Ходорковским не стал основным фактором, вызвавшим бегство капиталов; эти процессы лишь совпали по времени**

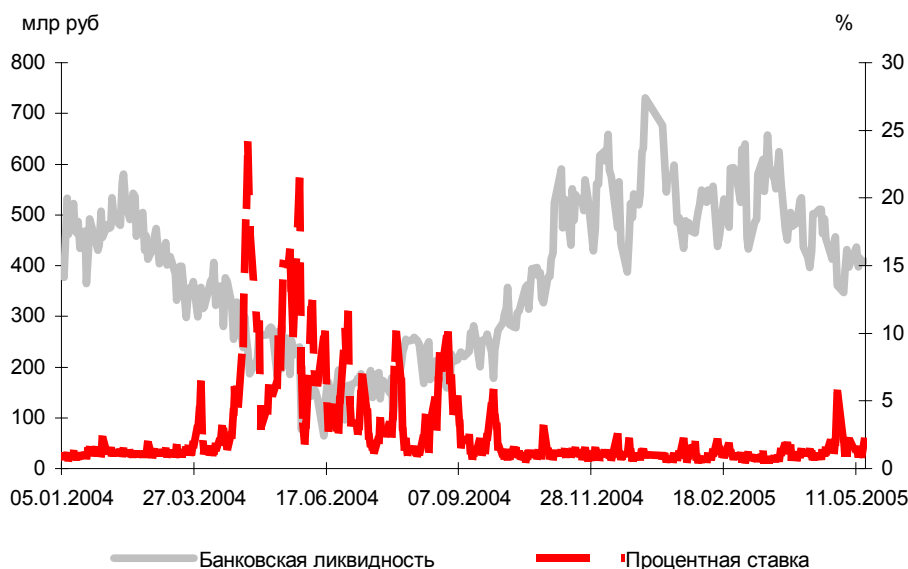
Т.о., тренд обменного курса рубля служит ключевым индикатором оттока капитала, а удешевление российской валюты в ответ на усиление доллара стимулирует утечку капиталов. Мы не разделяем того преобладающего мнения, будто основным фактором, вызвавшим бегство капиталов, стал суд над Ходорковским и Лебедевым. Разумеется, «дело Юкоса» было одной из причин, по которым предприятия «придержали» значительные финансовые средства, не вкладывая их в производство. Однако надо подчеркнуть, что эти средства сегодня обращаются в самые прибыльные активы, которыми раньше были «рублевые» инструменты. Удешевление рубля лишь изменило привлекательность отечественных финансовых рынков и привело к коррекции поведения корпораций – безотносительно «дела Юкоса».

**Ликвидность банков снизилась с \$25 млрд до \$20 млрд; в итоге ряд банков может испытывать трудности**

## Банковская ликвидность вновь сокращается

Следствием потенциального роста оттока капиталов стало сокращение свободной банковской ликвидности. По данным начала мая, ликвидность на счетах банковского сектора упала до \$20 млрд (против \$25 млрд в марте), тогда как процентные ставки выросли. Хотя этот рост ставок не сопоставим с тем, что был отмечен во время прошлогоднего банковского мини-кризиса, некоторые банки, возможно, почувствуют дискомфорт.

**Илл. 8. Процентная ставка «overnight» - и банковская ликвидность**



Источники: Reuters, оценка Альфа-Банка

Мы продолжаем строго следить за состоянием банковской ликвидности, учитывая, что с 11 июня Россия начнет выплату \$15 млрд по долгам Парижскому клубу. Эти платежи запланированы на июнь-август, и могут сказаться как на ликвидности, так и на накоплении резервов. Т.о., мы не ждем, что в ближайшее время межбанковский рынок стабилизируется.

**Размер 95% банковских вкладов – менее \$3500, т.е. не превышает максимальную сумму, возврат которой гарантируется государством**

Мы по-прежнему считаем, что фактор ликвидности очень важен для банковской системы, страдающей от отсутствия доверия со стороны населения. Согласно результатам опроса, проведенного созданным недавно Агентством по страхованию депозитов, лишь 30% респондентов знают о существовании закона, регулирующего страхование вкладов, а 24% не считают, что данный закон поможет обезопасить средства вкладчиков. Особенно недовольны вкладчики Сбербанка: закон лишил этот банк госгарантий.





По данным опроса, в 1Кв05 средний размер вкладов составлял \$850, причем у 95% респондентов он менее \$3500, т.е. не превышает максимальную сумму, возврат которой гарантируется государством. Т.о., отсутствие доверия к банкам – проблема в основном психологическая, и чтобы завоевать это доверие, частным банкам необходимо объяснять населению преимущества системы страхования вкладов.

---

**Илл. 9. Итоги опроса, проведенного Агентством по страхованию депозитов**

---

- Лишь 32% респондентов являются владельцами банковских депозитов
  - Лишь 30% респондентов знают о системе страхования депозитов
  - 35% не изменили своего мнения о степени надежности банков
  - 24% не доверяют Закону о страховании депозитов
  - 82% участников опроса держат деньги в Сбербанке, 20% - в частных банках и 6% - в других государственных банках. В иностранных банках деньги держат лишь 2% граждан
  - Вкладчики Сбербанка продемонстрировали снижение доверия к банковскому сектору после принятия Закона о страховании депозитов
  - В 1-м кв. 2005 г. средний размер депозитов составил \$850 на вкладчика
  - 95% депозитов не превышают \$3 500, т.е. уровня сбережений, возврат которых по Закону о страховании депозитов гарантируется на 100%
  - Теоретически объем банковских вкладов может увеличиться на \$16 млрд
-



## Динамика и оценка акций

Илл. 10. Динамика АДР, с начала месяца, на 2 июня 2005 г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена	Изменение		За 52 недели	
					за месяц	с начала года	Максимум	Минимум
				\$	%	\$	\$	\$
<b>Нефть и Газ</b>								
Газпром	114А, REG S	10 в 1	4,4	33,8	2,3	-4,9	39,7	26,1
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	63,0	35,0	3,7	13,8	37,0	24,3
Сибнефть	1	5 в 1	4,0	15,3	-3,2	1,7	19,3	11,5
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	34,7	-1,4	-6,6	42,2	29,9
Татнефть	2	20 в 1	25,0	34,9	4,7	20,5	37,3	21,0
Юкос	1	4 в 1	20,0	2,1	-16,3	-41,4	38,3	1,5
<b>Энергетика</b>								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	11,7	8,8
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	41,7	-2,9	-15,0	55,2	39,3
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	7,9	-7,1	-47,3	25,3	6,5
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	28,8	-2,5	3,6	33,0	22,8
<b>Телекоммуникации</b>								
ВымпелКом	3	1 в 1	14,0	34,6	6,0	-4,3	42,9	25,0
Голден Телеком	3	20 в 1	22,0	26,7	4,6	1,2	31,8	23,1
МТС	3	50 в 1	23,0	32,0	-1,7	-7,6	40,2	27,1
Система	4	1 в 4	40,0	16,0	3,2	-5,9	18,9	15,0
МГТС	1	1 в 1	Н/Д	12,3	-2,9	5,3	12,0	8,0
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	7,1	15,8	27,3	6,5	4,0
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	12,0	-5,3	10,1	15,0	10,0
Уралсвязьинформ	1	1 в 2	Н/Д	6,9	1,6	7,9	6,9	4,6
ЮжТелеком	1	200 в 1	Н/Д	4,5	1,9	41,2	4,5	2,5
<b>Прочие сектора</b>								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	58,5	2,8	6,4	70,2	43,0
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	16,6	3,6	0,0	11,5	6,3	2,2
ГУМ	1	2 в 1	32,2	4,7	-8,2	59,2	6,1	1,8
Сан Интербью	144А, REG S	1 в 1	32,0	30,7	-2,3	100,0	26,7	6,0
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	18,2	6,1	27,4	20,4	11,9

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 11. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 2 июня 2005 г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2004	2005	2004	2005			
<b>Нефть и Газ</b>														
Газпром	2,845	0	7	2,999	1,797	46,7	67 914	10,5	7,5	7,0	4,6	3,950	39	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	35,12	3	18	36,85	24,55	4,3	28 853	6,8	6,6	4,4	4,6	45,24	29	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	3,065	-1	-1	3,75	2,33	0,2	14 532	5,7	6,6	4,8	5,6	3,68	20	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,694	-2	-5	0,833	0,605	0,3	28 857	10,0	11,3	2,6	2,5	0,93	34	ПОКУПАТЬ
Татнефть	1,737	12	21	1,860	1,065	0,0	3 913	4,5	5,5	3,3	3,6	2,09	20	ПОКУПАТЬ
Юкос	0,538	-15	-19	9,25	0,5	0,0	1 203	0,2	0,2	1,6	1,8	приостанов	н/д	ПРИОСТАНОВ
Petrobras	48,7	4	10	49,4	25,6	8,7	50 883	7,2	5,8	4,0	3,2			
PetroChina	0,6	6	20	0,7	0,4	50,9	112 959	9,0	7,6	5,3	4,3			
Sinorep	0,4	-7	-13	0,5	0,4	42,8	34 031	7,0	6,4	4,3	4,2			
<b>Среднее</b>								<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>			
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0,223	1	7	0,2425	0,140	0,0	1 061	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	0,080	-11	-46	0,245	0,060	0,0	2 261	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,292	-2	5	0,327	0,229	1,9	11 964	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
<b>Телекомы</b>														
МГТС	14,0	0	15	15,5	11,4	0,0	1 283	18,8	17,5	6,0	5,5	14,8	6	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	н/д	н/д	5,9	5,2			
<b>Среднее</b>								<b>14,5</b>	<b>13,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>			
Ростелеком	2,010	-4	9	2,470	1,702	0,3	1 817	19,9	24,0	4,3	5,2	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			
<b>Среднее</b>								<b>16,6</b>	<b>17,3</b>	<b>4,3</b>	<b>3,6</b>			
ВымпелКом	34,6	6	-4	42,9	25,0	28,2	7 097	20,3	11,9	8,2	5,6	52,0	50,3	ПОКУПАТЬ
Система	16,00	3	-5,9	18,90	14,95	48,7	7 720	14,7	11,6	2,8	2,3	21,40	34	ПОКУПАТЬ
МТС	32,0	-2	-8	40,2	27,1	48,7	12 757	12,5	9,6	6,9	5,3	48,0	50	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	20,630	-1	9	22,150	14,140		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			
<b>Среднее</b>								<b>27,2</b>	<b>17,8</b>	<b>8,7</b>	<b>9,8</b>			
Голден Телеком	26,74	5	1	31,75	23,05	1,9	970	14,97	10,09	5,40	4,02	37,00	н/д	ПОКУПАТЬ
Netia	1,5	-4	-11	1,9	1,4	1,9	438	отр	10,4	3,4	3,2			
<b>Металлургия</b>														
Норильский Никель	58,8	5	10	70,0	45,9	1,2	12 578	7,6	10,4	4,3	5,2	87,0	48	ПОКУПАТЬ
Amplats	43,48	1	43	44,33	28,20	1,119,9	9,456	27,0	30,4	12,1	14,0			
Inco	39,34	3	11	43,18	31,54	54,5	7,435	12,2	8,8	5,3	5,8			
Implats	84,61	1	20	85,94	62,43	2,723,6	5,637	12,9	14,9	9,0	8,2			
<b>Среднее</b>								<b>17,4</b>	<b>18,0</b>	<b>8,7</b>	<b>9,9</b>			
Северсталь	7,8	-5	4	207,5	7,5	0,3	4 304	3,2	3,4	1,7	2,0	14,0	79	ПОКУПАТЬ
China Steel	1,01	4	-11	1,20	0,88	29,9	10,017	6,1	6,2	4,1	4,1			
POSCO	182,13	2	-2	227,30	129,03	50,0	15,880	3,9	3,5	2,3	2,0			
<b>Среднее</b>								<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>			
<b>Продукты</b>														
Балтика	27,5	22	67	27,5	11,8	0,0	3 222	24,4	16,6	12,9	9,3	21,0	-14	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	18,2	6	27	20,4	11,9	1,0	802,1	33,4	14,8	15,9	10,9	17,3	-5,1	ДЕРЖАТЬ
Grupo Modelo-C	2,89	0	5	3,12	2,42	1,0	9 409	18,6	16,6	7,1	6,5			
GUINNESS Malasya	1,41	-1,8	3,9	1,47	1,18	0,1	425	18,6	16,6	7,1	6,5			
<b>Среднее</b>								<b>18,6</b>	<b>16,6</b>	<b>7,1</b>	<b>6,5</b>			
<b>Торговля</b>														
Аптеки 36,6	21,00	-9	10	21,90	18,25	0,0	168	90,7	57,8	14,8	12,1	27,30		ПОКУПАТЬ
Robinson & Co	3,61	-3	-3	4,25	3,18	0,0	310	17,3	15,2	13,3	10,2			
Matahari Putra Prima	61,66	-11	3	87,79	47,03	3,1	167	13,8	12,5	5,2	3,2			
<b>Среднее</b>								<b>15,5</b>	<b>13,8</b>	<b>9,3</b>	<b>6,7</b>			
<b>Машиностроение</b>														
ОМЗ	3,8	-4	11	7,1	3,3	0,0	133	н/з	11,5	5,0	6,2	5,5	47	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	54,49	3	59	59,65	21,69	17,3	4,141	23,9	9,2	3,9	3,7			
Atlas Copco	38,47	-3	7	41,90	32,61	65,0	10,138	13,9	13,2	8,1	7,4			
<b>Среднее</b>								<b>15,5</b>	<b>13,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>			

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

Источники: РТС, Блумберга оценки Альфа-Банка



Илл. 12. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 2 июня 2005 г

Тикер Компания Тикер	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2004	2005	2004	2005			
<b>Нефть и Газ</b>														
Мегионнефтегаз	25,50	2	34	26,35	15,50	1,4	3 213	7,8	н/д	5,6	н/д	30,46	19	ПОКУПАТЬ
Башнефть	5,52	1	19	6,04	3,68	5,8	1 055	3,8	4,2	2,1	2,7	6,53	18	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	4,15	-2	6	5,00	2,95	91,5	415	4,2	н/д	4,1	н/д	4,75	14	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>														
Башкирэнерго	0,30	-1	-3	0,36	0,29	10,2	313	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,01	0	-61	0,04	0,01	0,7	58	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,62	0	29	0,62	0,40	0,0	370	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	7,30	0	85	7,30	7,00	0,0	130	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,70	4	1	0,74	0,60	1,7	424	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	17,50	0	13	19,00	13,00	3,0	237	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	5,40	0	4	5,40	4,00	0,0	196	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,05	0	43	0,05	0,05	0,0	156	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,13	0	4	0,13	0,10	0,0	438	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,42	0	0	0,43	0,34	0,0	217	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
<b>Телекомы</b>														
Дальсвязь	1,40	-3	27	1,50	0,89	8,3	175	5,8	16,5	8,4	5,7	1,38	-1	ДЕРЖАТЬ
ЦентрТелеком	0,36	4	26	0,42	0,26	24,6	711	201,8	110,0	6,1	5,0	0,37	2	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	3,75	13	15	4,20	2,40	87,9	1 122	13,7	11,4	6,3	5,0	3,86	3	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,63	3	20	0,66	0,44	34,1	661	28,3	14,7	6,7	4,7	0,67	6	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,06	-1	-4	0,07	0,04	85,4	803	13,5	10,5	5,4	4,4	0,07	31	ПОКУПАТЬ
ЮжТелеком	0,09	-3	26	0,12	0,07	10,1	345	-32,7	-37,5	8,1	6,2	0,06	-37	ПРОДАВАТЬ
Уралсвязьинформ	0,04	-3	-5	0,04	0,03	65,5	1 130	23,6	13,2	6,7	4,9	0,05	40	ПОКУПАТЬ
<b>Другие сектора</b>														
АвтоВАЗ	23,00	-12	-19	30,00	21,50	7,0	724	7,4	2,8	2,3	1,6	32,00	39	ДЕРЖАТЬ
Челябинский ТЗ	0,56	1	95	0,59	0,21	24,2	265	147,7	13,9	14,8	11,8	0,50	-11	ДЕРЖАТЬ
Выксунский МЗ	350,00	9	74	350,00	153,00	8,4	659	9,5	8,3	5,5	4,8	310,00	-11	ДЕРЖАТЬ
НТМК	1,21	8	21	1,30	0,59	121,2	1 579	4,7	5,3	2,7	2,9	1,50	24	ПОКУПАТЬ
Мечел	251,50	0	2	270,00	97,00	0,0	795	6,5	10,9	5,2	7,4	275,00	9	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	655,00	0	28	659,75	369,50	1 052,6	12 768	н/д	н/д	н/д	н/д	520,00	-21	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 13. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 2 июня 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. \$							
<b>Нефть и Газ</b>												
Транснефть прив.	900	13	0	981,250	750,000	584,9	0	10,8	1	760	-16	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,528	-6	-2	0,683	0,393	221,8	24	0,0203	4	0,65	23	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,875	-3	8	1,000	0,545	16,3	50	0,0335	4	1,36	55	ПОКУПАТЬ
<b>Энергетика</b>												
РАО ЕЭС прив.	0,263	-6	10	0,301	0,210	25,9	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
<b>Телекоммуникации</b>												
Ростелеком прив.	1,450	-12	4	1,720	1,250	45,3	28	0,1320	9	1,54	6	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



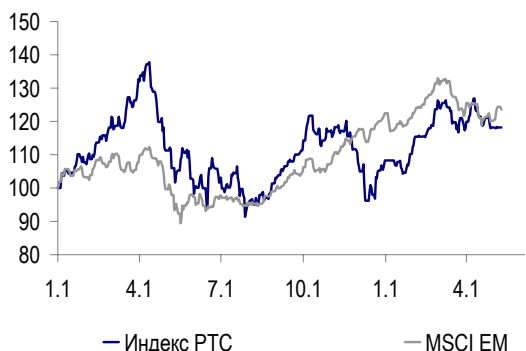
Илл. 14. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания	Событие
Начало июня	Московский НПЗ	Очередное общее собрание акционеров
Начало июня	Удмуртнефть	Очередное общее собрание акционеров
Начало июня	КамАЗ	Очередное общее собрание акционеров; отчет за 2004 г.
1-10 июня	Аэрофлот	Очередное общее собрание акционеров, отчет за 2004 г. по МСФО
1-10 июня	Росбизнесконсалтинг	Отчет за 1Кв04
1-10 июня	Вимм-Билль-Данн	Отчет за 1Кв05 по GAAP
7 июня	Орелэнерго	Госрегистрация акций новых компаний, выделяемых из АО-энерго
7 июня	Ставропольэнерго	Госрегистрация акций новых компаний, выделяемых из АО-энерго
14 июня	Пермэнерго	Госрегистрация акций новых компаний, выделяемых из АО-энерго
Середина июня	Рязанский НПЗ	Очередное общее собрание акционеров
Середина июня	Варьганнефтегаз	Очередное общее собрание акционеров
17 июня	Ярославнефтеоргсинтез	Очередное общее собрание акционеров
28 июня	Мосэнерго	Очередное общее собрание акционеров; отчет за 2004 г. по МСФО
30 июня	Салаватнефтеоргсинтез	Очередное общее собрание акционеров
Конец июня	Аэрофлот	Отчет за 1Кв05 по МСФО
Конец июня	Мегионнефтегаз	Очередное общее собрание акционеров
Конец июня	Нефтекамский з-д	Очередное общее собрание акционеров; отчет за 2004 г.
Конец июня	Славнефть	Очередное общее собрание акционеров
Конец июня	Оренбургнефть	Очередное общее собрание акционеров
Конец июня	Орскнефтеоргсинтез	Очередное общее собрание акционеров
Конец июня	ПАЗ	Очередное общее собрание акционеров; отчет за 2004 г.
Конец июня	Саратовнефтегаз	Очередное общее собрание акционеров
Конец июня	Саратовский НПЗ	Очередное общее собрание акционеров
Конец июня	ГАЗ	Очередное общее собрание акционеров; отчет за 2004 г.
Июнь	МГТС	Отчет за 2004 г. по GAAP
Июнь	АвтоВАЗ	Отчет за 2004 г. по МСФО
Июнь	ЦентрТелеком	Очередное общее собрание акционеров
Июнь	Дальсвязь	Очередное общее собрание акционеров
Июнь	Иркут	Отчет за 2004 г. по МСФО
Июнь	Группа Мечел	Отчет за 2004 г. по МСФО
Июнь	Группа Мечел	Очередное общее собрание акционеров
Июнь	ММК	Отчет за 2004 г. по МСФО
Июнь	НТМК	Отчет за 2004 г. по МСФО
Июнь	НЛМК	Отчет за 2004 г. по МСФО
Июнь	Норильский Никель	Очередное общее собрание акционеров
Июнь	Норильский Никель	Отчет за 2004 г. по МСФО
Июнь	С-Западный Телеком	Очередное общее собрание акционеров
Июнь	ОМЗ	Отчет за 2004 г. по МСФО
Июнь	ОМЗ	Очередное общее собрание акционеров
Июнь	Ростелеком	Отчет за 2004 г. по МСФО
Июнь	Сибирьтелеком	Очередное общее собрание акционеров
Июнь	ЮТК	Очередное общее собрание акционеров
Июнь	Татнефть	Отчет за 2004 г. по GAAP (публикация отложена)
Июнь	Татнефть	Отчет за 2004 г. по GAAP
Июнь	Укртелеком	Отчет за 2004 г.
Июнь	Уралсвязьинформ	Очередное общее собрание акционеров
Июнь	ВолгаТелеком	Очередное общее собрание акционеров
Июнь	ЗСМК	Отчет за 2004 г. по МСФО
Июнь	АФК «Система»	Отчет за 2004 г. по МСФО
Июнь	Аптечная сеть 36,6	Отчет за 2004 г. и 1кв05 по МСФО

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

**Графики**

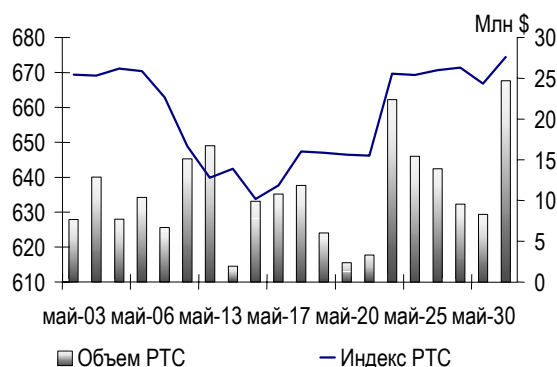
**Илл. 15. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года**



Источники: РТС, Рейтер

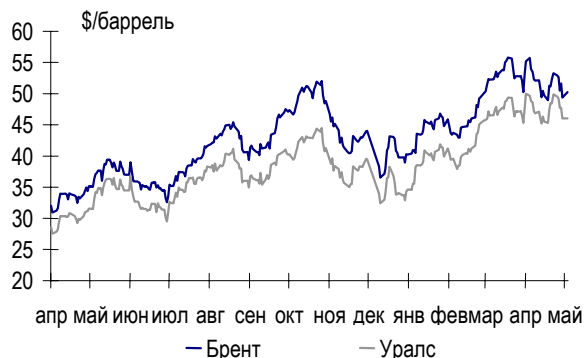
- Падение акций на развивающихся рынках препятствует росту цен на российские бумаги
- Значительный объем сделок в РТС свидетельствует о наличии спроса на российские акции

**Илл. 16. Динамика РТС, с начала месяца**



Источник: РТС

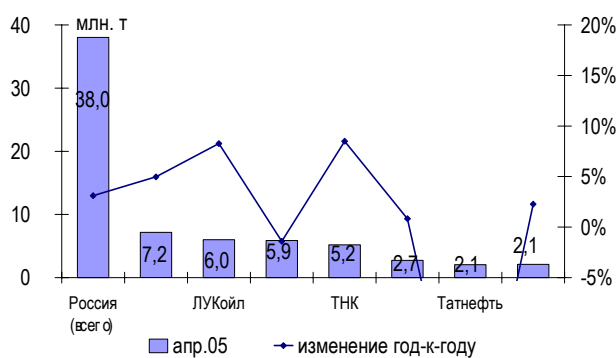
**Илл. 17. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.**



Источник: Блумберг

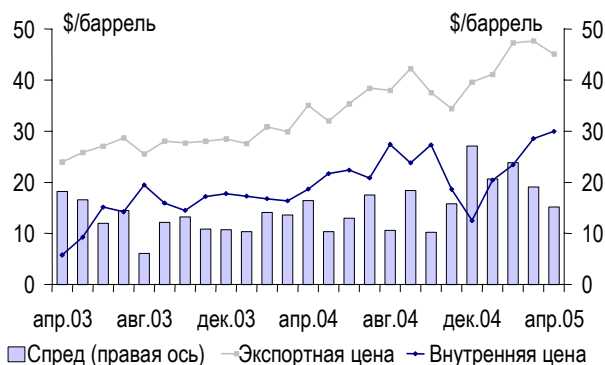
- С середины мая цены на нефть начали расти в силу сезонных факторов
- Темпы роста нефтедобычи в России остаются низкими – в апреле 3,1% год-к-году, что соответствует нашему прогнозу

**Илл. 18. Добыча нефти компаниями, март 2005**



Источник: Министерство энергетики

**Илл. 19. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2005гг.**



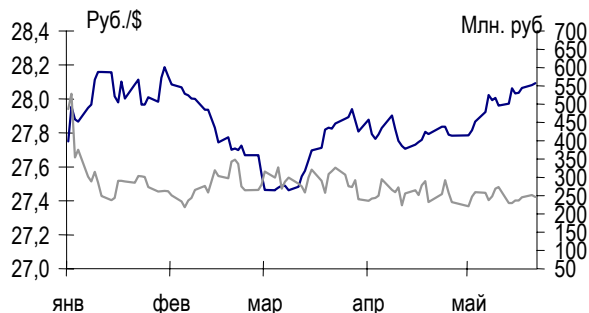
Источник: Министерство энергетики

- Следуя за динамикой экспортной цены, цены на нефть на внутреннем рынке выросли на 5%, пробив отметку \$30 за баррель
- В начале июня из-за роста спроса со стороны США и КНР медь подорожала до самого высокого за последние 16 лет уровня

**Илл. 20. Цены на медь и никель, последние 12 мес.**



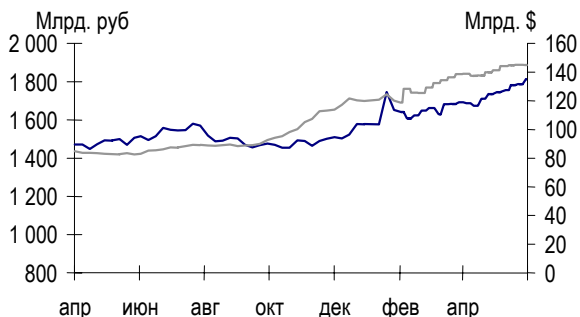
Источник: Блумберг

**Илл. 21. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев**


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

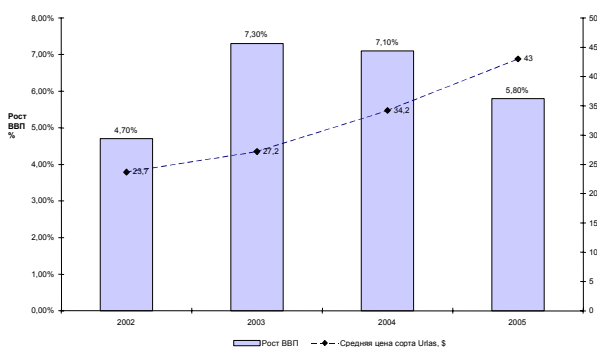
Источник: ЦБР

- Курс рубля к доллару снизился после того, как французы проголосовали против проекта конституции Евросоюза
- До сентября уровень золотовалютных резервов ЦБ существенно меняться не будет: России предстоит выплатить Парижскому клубу \$15 млрд

**Илл. 22. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев**


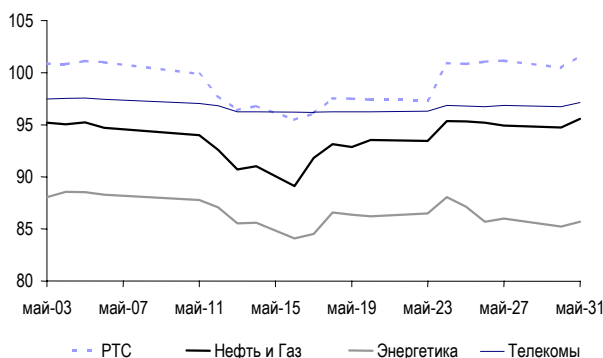
—Денежная база, млрд. руб. —Резервы ЦБР, млрд. \$ (правая ось)

Источник: ЦБР

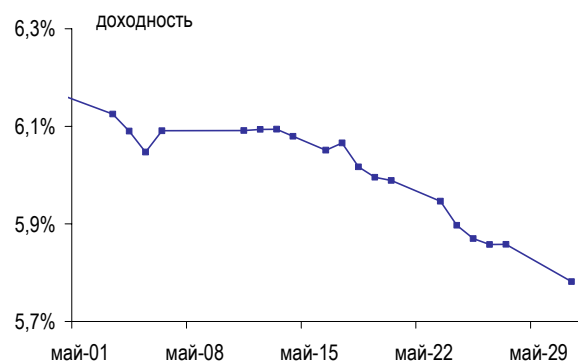
**Илл. 23. Темпы роста ВВП**


Источник: ЦБР

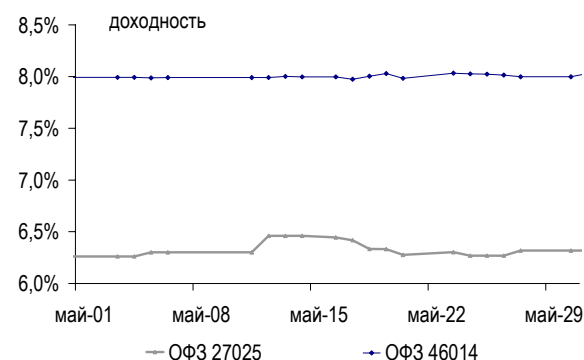
- Правительство снизило прогноз по темпам роста ВВП на 2005 г. до 5,8%, несмотря на прогноз средней цены сорта Urals на уровне \$43 за баррель

**Илл. 24. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца**


Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 25. Динамика Евро-30, с начала месяца**


Источник: Рейтер

**Илл. 26. Динамика ОФЗ 27025–46014, с начала месяца**


Источник: Рейтер

- Суверенные облигации росли довольно динамично на хороших российских новостях и на фоне роста цен Казначейских обязательств США
- Рынок ОФЗ продолжает находиться в стагнации, доходность к погашению практически не меняется

## Экономика и политика

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

**Правительство снизило прогноз роста ВВП на 2005 г. до 5,8%; новый ориентир по темпам инфляции: 11,5%**

В конце мая МЭРТ значительно снизило прогноз роста ВВП на 2005 г. (с 6,5% до 5,8%), одновременно снизив и прогноз на следующий год. Умаление ожиданий отражает ухудшение долгосрочной экономической перспективы (из-за снижения эффективности нефтедобывающего сектора и замедления инвестиционной активности). Новый ориентир по инфляции установлен на уровне 11-11,5%; ожидается, что средняя цена сорта Urals останется на уровне \$43 за баррель.

**Илл. 27. МЭРТ: предыдущий и новый прогнозы роста ВВП**

	2005	2006	2007	2008
Предыдущий прогноз роста ВВП, %	6,5	6,0	6,2	6,2
Новый прогноз роста ВВП, %	5,8	5,6	5,8	6,0

Источник: МЭРТ

**Замедление роста ВВП России отражает снижение производственной и инвестиционной активности в нефтяном секторе, а также увеличение оттока капитала**

Представитель МЭРТ заявил, что российская экономика уже не извлекает пользы из роста цен на нефть и фактически страдает «голландской болезнью». Несмотря на повышение цен Urals, рост ВВП за 1-й кв. 2005 г. составил лишь 4,9% и в дальнейшем останется низким – по следующим причинам:

- В текущем году нефтяной сектор вырастет лишь на 3-4% (против ранее ожидавшихся 5-6%);
- Ожидается замедление роста инвестиций (с 10,5% до 9,5%);
- Изменение прогноза номинального обменного курса, в среднем, с 27,4 руб/\$ на 27,8 руб/\$ предполагает рост оттока капитала.

**По мнению МВФ, перегрев экономики вызван пределом использования производственных мощностей; тем не менее, правительство продолжает стимулировать спрос**

Впрочем, «голландскую болезнь» можно облегчить активной политикой поощрения реструктуризации отечественных предприятий. По крайней мере, именно такую политику предложила миссия МВФ, недавно представившая свой отчет о состоянии российской экономики.

По словам МВФ, рост инфляционного давления объясняется перегревом экономики, обусловленным, в свою очередь, пределом использования производственных мощностей. По объективному расчету, этот коэффициент в России должен составлять около 74%; в 2004 г. он был превышен. Хотя в ряде секторов это может быть и так, в целом мы полагаем, что российские предприятия пока проявляют осторожность в отношении новых инвестиций (из-за непредсказуемого правового климата и неопределенности рыночного спроса).

Предложенное МВФ ускорение структурных реформ имеет целью решение проблем первого ряда, и стимулирование спроса может, на наш взгляд, принести плоды, особенно в краткосрочном плане. Думается, что очередная индексация пенсий (с 1 августа) поможет поддержать темп роста ВВП.



**Илл. 28. Основные события**

<b>Дата</b>	<b>Событие</b>
6 мая	<b>Инфляция в России в апреле составила 1,1%, за 4 месяца 2005 г - 6,5% - Росстат</b> В наибольшей степени в апреле выросли цены на продовольственные товары – на 1,7%. За аналогичный период 2004 г рост потребительских цен составил 4,6%. Таким образом, в текущем году наблюдается более высокое инфляционное давление по сравнению с 2004 г, когда показатель годовой инфляции составил 11,7%. Поскольку правительство приняло решение об использовании средств Стабфонда для финансирования непроцентных расходов, наиболее вероятным сценарием является превышение темпов роста индекса цен в 2005 г. до аналогичного показателя прошлого года. По нашей оценке, инфляция в 2005 г составит не менее 13%.
11 мая	<b>S&amp;P повысило долгосрочный рейтинг Украины по обязательствам в иностранной валюте на одну ступень – до ВВ</b> В то же время долгосрочный кредитный рейтинг по обязательствам в национальной валюте повышен на 2 ступени – с уровня В+ до ВВ. Одновременно агентство подтвердило краткосрочные рейтинги Украины на уровне В. Прогноз всех рейтингов – стабильный. Повышение рейтингов агентство объясняет улучшением политической обстановки и условий для реализации реформ.
13 мая	<b>РФ подписала соглашение о досрочном погашении части долга перед Парижским клубом кредиторов в размере \$15 млрд</b> Долг РФ перед ПКК имеет мультивалютную структуру: на 65% он выражен в евро, на 22% - в долларах США, оставшаяся часть – в других валютах. В ходе переговоров с парижским клубом были достигнуты следующие договоренности: - погашение долга будет происходить частями в рамках нескольких платежей в течение текущего года и закончится к 20 августа; - 1-ый транш в размере \$13 млрд будет перечислен в начале июня. В том числе, на долю Германии придется \$6,5 млрд; - установление моратория на выпуск странами-членами ПКК секьюритизированных бумаг на долг РФ на срок 18 месяцев. В случае, если РФ начнет новые переговоры о досрочном погашении оставшегося долга – мораторий может быть продлен на 6 месяцев.
30 мая	<b>МЭРТ понизил прогноз экономического роста на 2005-2008 гг.</b> В частности, прогноз роста ВВП в текущем году был существенно понижен – с предыдущего значения 6,4% до 5,8%. Показатели 2006-2008 гг. были пересмотрены менее значительно. При этом, представитель МЭРТа отметил, что если ранее рост цен на нефть способствовал ускорению экономического роста, то в 2005 г такой динамики не наблюдается. В частности, несмотря на продолжающийся рост на нефтяном рынке в 1 квартале 2005 г., показатель роста ВВП за этот период составил всего 4,9%.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Новости компаний и отраслей

### Нефть и газ

Анна Бутенко (7 095) 795-3745

Аниса Нагариа (44 20) 7382-4186

*Альфа-Банк и подконтрольные ему структуры имеют финансовые интересы в ТНК-ВР, Сиданко и Онако 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.*

#### Добыча нефти в России: признаков восстановления темпов роста пока нет

**Рост добычи нефти все еще переживает стагнацию**

Данные о добыче нефти в мае соответствовали тенденции к замедлению темпов ее роста, выявившейся несколько месяцев назад. Эти данные, в цифрах абсолютного прироста добычи за месяц, по сравнению с апрелем были чуть лучше (увеличение на 31 млн баррелей в сутки против сокращения на 33 млн баррелей в сутки, соответственно), однако рост добычи год-к-году (в баррелях за сутки) замедлился: с 3,2% в апреле до 2,7% в мае. В совокупности темп роста добычи (год-к-году) упал с 4,4% за январь-апрель до 4,1% за январь-май. В текущем году мы ожидаем дальнейшего замедления темпов роста добычи, что в итоге даст ее годовой прирост лишь на 3,3% (вместо нашего предыдущего прогноза в 5,8%, который мы снизили в середине апреля).

На корпоративном уровне определяющим стал отказ от слияния Газпрома и Роснефти. Вместо этого правительство РФ предложило уплатить наличными за 10,7% акций Газпрома, чтобы консолидировать контроль над этой компанией. Мы ожидаем, что подробности сделки прояснятся к моменту годового собрания акционеров Газпрома, которое назначено на 24 июня. Среди других событий отметим публикацию ЛУКойлом полной годовой отчетности за 2004 г. по US GAAP, а также заявление Сибнефти о том, что выплаты дивиденда за 2004 г. не будет.

#### Газпром: слияние компаний отменяется; в перспективе: акции за наличный расчет

После многочисленных уверений со стороны ряда правительственных чиновников в том, что слияние Газпрома и Роснефти осуществляется по плану, в середине мая Газпром в своем меморандуме о размещении евронота заявил, что считает слияние с Роснефтью или любой другой государственной компанией маловероятным.

**Механизм слияния компаний заменен сделкой «акции за наличные»; отмена двойного рынка акций неизбежна**

Через несколько дней после этого заявления Газпром (совместно с МЭРТ) объявил, наконец, о том, каков будет механизм правительственной консолидации контрольного пакета в российском газовом монополисте. Вместо слияния Газпрома и Роснефти правительство предпочло уплатить наличными некую сумму, которую оно планирует занять у мировых финансовых институтов. Согласно этому механизму, правительство купит по рыночным ценам 10,7% акций Газпрома посредством его 100%-ного дочернего предприятия Роснефтегаз. Кроме того, в состав Роснефтегаза войдут 100% активов Роснефти. Согласно МЭРТ, покупка акций Газпрома завершится до годового собрания акционеров Газпрома, назначенного на 24 июня (впрочем, мы предвидим дальнейшие отсрочки этого события), после чего рынок акций Газпрома будет, вероятно, уже либерализован.



**Роснефть разместит на рынке миноритарный пакет акций в целях финансирования выплаты долгов; ее IPO ожидается в середине 2006 г.**

**Газпром выиграет от отмены двойного рынка акций и от увеличения своего удельного веса в индексе MSCI; возможен переход от АДС к АДР 1-го уровня**

**Ключевой катализатор роста котировок Газпрома – его способность распорядиться деньгами**

**Справедливая цена снижена до \$39,5/АДС (\$3,95 за внутренние акции)...однако по обеим бумагам сохраняется наша рекомендация ПОКУПАТЬ (при солидном потенциале роста)**

Впоследствии Роснефтегаз разместит на рынке неконтрольный пакет акций Роснефти, чтобы привлечь средства на погашение своих займов на мировых финансовых рынках, сделанных в целях финансирования покупки 10,7% акций Газпрома. Вероятнее всего, на пакет Роснефти правительство будет искать стратегических покупателей (таких как китайская CNPC или индийская ONGC), однако не исключено и размещение на рынке меньшего пакета акций. На прошлой неделе МЭРТ объявило о том, что Роснефть может разместить свои акции в середине 2006 г. На наш взгляд, прежде чем состоится продажа какого-либо пакета акций Роснефти, в структуру активов и пассивов компании должна быть внесена полная ясность.

Для Газпрома из этих событий очевидны два рода последствий. Во-первых, отмена двойного рынка акций представляется теперь неизбежной, что разумеется положительно. В результате этого учитываемая в важнейшем индексе MSCI доля акций Газпрома в обращении может увеличиться с нынешних 3% примерно до 25%, что приведет к существенному росту удельного веса бумаг компании в этом индексе и сделает ее крупнейшей его составляющей.

Во-вторых, важным последствием стало изменение нашей точки зрения на перспективную роль Газпрома в российском нефтегазовом секторе. В долгосрочном плане наш прогноз по Газпрому основывается на усилении роли, уготованной ему государством, т.е. размер компании будет увеличиваться за счет слияний и поглощений. Газовый гигант, в конце концов, превратится в Национальную нефтегазовую компанию – «канал» для масштабных иностранных инвестиций в сектор. В той мере, в какой Газпром получит от правительства финансовые средства (порядка \$7 млрд наличными), компания, как мы вправе ожидать, сможет использовать их для корпоративных приобретений. В качестве потенциальных целей могут предстать Сибнефть, Сургутнефтегаз, активы Башкирии, оставшиеся активы Юкоса и т.д. Особо выделилась в качестве такой цели Сибнефть, когда «Ведомости» в своей статье процитировали ряд представителей Газпрома. Последние заявили, что их компания ведет переговоры с основными акционерами Сибнефти о возможной покупке принадлежащего им 57,5%-ного пакета акций Сибнефти. Хотя публикация не получила официального подтверждения, мы не удивимся, если эта идея материализуется, поскольку она вполне совпадает с нашим видением Газпрома как Национальной нефтегазовой компании.

Впрочем, при нынешней ограниченной вере в менеджмент Газпрома нельзя недооценивать риск того, что Газпром бесцельно растратит деньги, полученные от правительства (это - сценарий, разрушительный для стоимости компании). Нельзя исключить и риск того, что компания просто заплатит из них свои долги (последнее предположение мы считаем нецелесообразным - и в глазах рынка сильно преувеличенным). Деньги, возможно, правят миром в большинстве случаев, однако в данном случае было бы лучше, если бы Газпром при помощи правительства получил «дешевые» активы, пока он не научился пользоваться наличными.

На этом фоне мы вновь повысили премию за риск по акциям Газпрома - до 5%. Наша новая справедливая цена за бумаги газового гиганта: \$39,5 за АДС (\$3,95 за внутреннюю акцию), что все еще дает изрядный потенциал роста от нынешних уровней (17% по АДС и 39% по внутренним акциям, на момент закрытия 12 мая) и оправдывает по обеим бумагам нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ. Мы готовы вновь увеличить справедливую стоимость акций Газпрома, если он воспользуется полученными средствами для покупки какой-либо крупной нефтедобывающей компании, или если правительство, в конце концов,

**Годовое собрание акционеров назначено на 24 июня. Главные вопросы повестки: утверждение изменений в устав, избрание нового совета директоров, утверждение дивидендов за 2004 г.**

вернется к идее дальнейшей консолидации нефтяных активов в рамках газовой компании.

На другом фронте: Газпром собирается провести годовое собрание акционеров, назначенное на 24 июня. Главные вопросы повестки: (1) утверждение изменений в устав компании, призванных расширить права миноритариев, и восстановление статьи, предусматривающей, что владелец 30% акций, желающий увеличить свою долю более чем на 5 п.п., обязан сделать остальным акционерам предложение о выкупе их акций по аналогичной цене; (2) избрание нового состава совета директоров; и (3) утверждение дивидендов за 2004 г. Совет директоров рекомендовал выплатить в виде дивидендов \$1 млрд, что дает \$0,04 (1,19 руб) на акцию. Хотя предложенный дивиденд на 84% выше прошлогоднего, он подразумевает довольно низкую дивидендную доходность: 1,2% по АДС и 1,4% по внутренним акциям. Финальной датой включения в дивидендную ведомость по внутренним акциям Газпрома объявляется 6 мая.

**Результаты превзошли ожидания рынка**

### **ЛУКОЙЛ: опубликованы итоги за 2004 г. по US GAAP**

25 мая ЛУКОЙЛ опубликовал итоги за 2004 г. по US GAAP, которые превзошли ожидания рынка. Чистая прибыль (\$4,2 млрд) превысила прогноз примерно на \$100 млн. Некоторое утешение рынок может найти в сокращении бремени транспортных расходов: в 4-м квартале эти расходы (в абсолютных цифрах) снизились на 2%, по сравнению с 3-м кварталом. Сокращение затрат на транспортировку нефти может отражать уменьшение спроса на альтернативные средства транспорта (ж/д, речной и другие виды транспорта) в результате общеотраслевого снижения темпов роста добычи.

**Мы по-прежнему озабочены степенью эффективности чрезмерных капзатрат ЛУКОЙЛА**

Компания фактически «похоронила» свой стратегический план развития на 10-летний период, поскольку рост добычи и объем капиталовложений далеко превзошли прогноз, сделанный лишь два года назад. Рост производства за год на 8,3% (включая покупки миноритариев) стал приятным сюрпризом, но постоянно растущие капитальные затраты по-прежнему вызывают тревогу. В 2004 г. капзатраты на разведку и добычу выросли на 28% (против роста на 26% в 2003 г.). По объему этих расходов относительно уровня добычи ЛУКОЙЛ резко опережает большинство компаний сопоставимой группы.

Итог: прибыли ЛУКОЙЛА устойчивы, но они, с точки зрения инвестиционной привлекательности компании, не являются главным фактором. Таковым, скорее, служит рост эффективности капиталовложений. ЛУКОЙЛ должен представить убедительное и четкое обоснование продолжающегося роста капзатрат - и, с другой стороны, ясно показать, как они влияют на рост доходности. Кроме того, мы считаем, что перспективные корпоративные приобретения (Мажейкского НПЗ и др.) делают ЛУКОЙЛ акцией с большим потенциалом роста на весь период до конца 2005 г.

### **Сибнефть: годовое собрание акционеров назначено на 28 июня**

**С одной стороны, Сибнефть продолжает приобретать запасы по разумной цене,...**

В мае поток новостей о Сибнефти был противоречивым. С одной стороны, компания продолжила свой агрессивный курс по приобретению запасов, купив на аукционе два новых месторождения по разумной цене. В числе покупок - блоки «Зимний» (Тюменская область, Западная Сибирь) и «Среднетаймырский» (Красноярский край, Восточная Сибирь). Эти приобретения являются для Сибнефти выгодными, учитывая ее недавнее весьма заметное снижение темпов роста добычи.

**...с другой стороны, Сибнефть разочаровала, объявив об отсутствии дивидендов за 2004 г.**

С другой стороны, Сибнефть разочаровала рынок, объявив об отсутствии дивидендов за 2004 г., что исключило один из двух предполагаемых катализаторов динамики ее акций. На наш взгляд, теперь единственным фактором, способным повлиять на котировки компании, остается потенциальная заявка стратегического инвестора на покупку акций Сибнефти. Впрочем, на месте инвесторов мы не надеялись бы на появление частного иностранного покупателя, которое представляется нам маловероятным. Более правдоподобной видится нам заявка от какой-либо иностранной государственной компании, а самым вероятным кажется выкуп акций одним из крупных российских нефтяных грандов. На это указывают и публикации, где подчеркивается заинтересованность в такой сделке как Газпрома, так и Роснефти. При всем том, мы ни при каких вариантах не ожидаем, что будет выплачена существенная премия; еще меньше причитается миноритарным акционерам. Т.о., мы считаем аргумент «поглощения» (в качестве обоснования инвестиций) по существу неубедительным. Хотя в долгосрочной перспективе Сибнефть может иметь солидный потенциал роста, в краткосрочном плане инвесторам следует придерживаться в отношении этой компании осторожной тактики.

**На 28 июня назначено Годовое собрание акционеров,...**

Годовое собрание акционеров Сибнефти состоится 28 июня. На нем, помимо обычных вопросов, будет обсужден план акционеров: восстановить норму устава, требующую, чтобы любая сторона, приобретающая 30% (или больше) акций, сделала остальным акционерам предложение о выкупе их долей. Восстанавливая эту норму, основные акционеры Сибнефти заставляют нас задаться интригующим вопросом: зачем им это нужно? В большей части распространенных сценариев фигурирует возможность поглощения компании государством, актуальная в том случае, если правительство возьмет под контроль 34.5% акций Сибнефти, в настоящее время контролируемые ЮКОСом.

Помимо этого, рынок смутно подозревает, что Р. Абрамович продаст свой пакет – либо напрямую государству (т.е. Газпрому), либо даже Роснефти. В таком случае, зачем бы ему заручиться юридической гарантией того, что любые заявки на покупку включают весь его 57.5%-ный пакет? Это может означать, что Романа Абрамовича тревожит возможность получения частичной заявки. Или же (как полагает источник в статье, опубликованной в «Ведомостях») он озабочен тем, что правительство может продать 34.5% акций Юкоса (на которые оно претендует), оставив Millhouse (т.е. Абрамовича) без возможности легкого выхода из его 57.5%-ного пакета. Кроме того, эту норму можно понять как сигнал о том, что в «гонке», цель которой – поглощение Сибнефти (при условии, что эта «гонка» происходит), Газпром «бежит по внутренней дорожке». При рыночной стоимости компании в \$14 млрд, норма о выкупе акций, вероятно, исключит появление заявки от Роснефти (чья крупная задолженность делает привлечение средств в необходимом объеме слишком затруднительным делом). Равным образом, эта норма исключит заявку от любой иностранной компании, которая почти наверняка откажется быть (или стать) держателем 100% акций Сибнефти.

*...где планируется восстановить норму устава, требующую, чтобы сторона, приобретающая 30% (или больше) акций, сделала остальным акционерам предложение о выкупе их долей*

## Газпром

### Илл. 29. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	32 727	42 926	44 111	44 178
EBITDA, млн. \$	11 862	18 243	17 519	17 327
Чистая прибыль, млн. \$	6 098	8 553	8 580	8 919
P/E	10,5	7,5	7,5	7,2
EV/EBITDA	7,0	4,6	4,8	4,8
Капитализация, млн. \$	67 914			
EV, млн. \$	83 300			
Добыча, млрд. куб. см	3 464			
Запасы, млрд. куб. м	107 480			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 30. 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. 31. Основные события

Дата	Событие
6 мая	<p><b>Газпром привлек синдицированный кредит объемом \$972 млн для рефинансирования займов, привлеченных в 2003-2004 гг.</b></p> <p>Букраннером сделки по кредиту выступает банк ABN AMRO. В результате рефинансирования «Газпром» высвободит из-под обеспечения один из экспортных контрактов и сэкономит \$18 млн на затратах по обслуживанию долга. Кредит «Газпрому» будет предоставлен в виде двух траншей. Первый транш объемом \$700 млн и сроком 3 года 3 месяца предоставляется под ставку Libor+1,25% годовых. Второй транш – объемом \$272 млн и сроком на 5 лет - предоставляется под ставку Libor+1,5% годовых.</p>
13 мая	<p><b>Газпром предлагает выплатить дивиденды за 2004 г. в размере \$0,04 на акцию: совет директоров примет решение 17 мая</b></p> <p>Правление Газпрома рекомендовало Совету директоров утвердить выплату дивидендов за 2004 г. в размере \$0,04 (1,19 руб) на акцию в общей сумме \$980 млн (28,2 млрд руб). Предлагаемая сумма дивидендов на 84% больше аналогичного показателя за 2003 г и на 20% выше ранее озвученных цифр.</p> <p>В случае утверждения дивидендов в таком размере доходность на обыкновенную акцию составит 1,5% (по текущей цене). Теперь решение за Советом директоров, который соберется 17 мая, и определит размер рекомендуемый общему собранию акционеров.</p>
17 мая	<p><b>Газпром: объединения с Роснефтью не будет; государство готовится выкупить недостающие акции за деньги; расчетная цена акций снижена до \$3,95 (\$39,5 за АДА)</b></p> <p>Минэкономразвития и Газпром (в лице председателя совета директоров Дмитрия Медведева) объявили о схеме консолидации в госсобственности контрольного пакета акций Газпрома. Согласно сообщению, вывешенному на сайте Минэкономразвития, на первом этапе недостающие государству акции Газпрома (находятся на балансе «дочек» газовой монополии) приобретет по рыночной цене 100%-ная госкомпания Роснефтегаз. Приобретение акций будет финансироваться за счет займов, которые предоставят международные финансовые учреждения. Первый этап должен завершиться до проведения очередного общего собрания акционеров Газпрома, запланированного на 24 июня 2005 г. По завершению первого этапа будет осуществлена либерализация рынка акций Газпрома.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 32. Основные события (продолжение)**

Дата	Событие
19 мая	<b>Зарубежные стратегические инвесторы продолжают проявлять интерес к долгосрочному сотрудничеству с Газпром</b> Интерес крупнейших зарубежных нефтегазовых компаний к сотрудничеству с Газпром не угасает. Норвежская Norsk Hydro заинтересована в получении 20%-ной доли в совместном с Газпром проектом по освоению крупного Штокмановского месторождения в Баренцевом море. Ранее компания говорила о намерении получить в проекте 15%-ную долю.
20 мая	<b>Газпром разместил 10-летние еврооблигации по номиналу, ставка годового купона – 5,875%</b> Газпром разместил 10-летние еврооблигации на сумму €1 млрд. Выпуск размещен по номиналу, ставка годового купона - 5,875%. Лид-менеджерами выступили ABN Amro и CSFB. По данным последнего квартального отчета компании по МСФО ее суммарный долг составляет \$19,956 млрд (чистый дол - \$16,7 млрд). В настоящее время соотношение «Заемные средства / Собственные средства» у Газпрома находится на приемлемом уровне - 29%. Привлеченные в ходе размещения средства будут использованы на нужды компании, скорее всего существенная часть пойдет на рефинансирование существующего долга. В течение последних нескольких лет компания активно занимается реструктурированием своего долгового портфеля, увеличивая сроки погашения и сокращая стоимость финансирования.
30 мая	<b>Западные инвестбанки оценили Газпром с 17-60%-ной премией относительно его текущих биржевых котировок</b> Morgan Stanley и Dresdner Kleinwort Wasserstein (DKW) оценили стоимость Газпрома намного выше его текущей рыночной стоимости - \$2,83 за акцию. По оценке Morgan Stanley, справедливая стоимость газовой монополии соответствует цене акции на уровне \$3,30-3,90. DKW считает справедливой оценку на уровне \$3,94-4,52 за акцию.

Источник: оценки Альфа-Банка

**ЛУКОЙЛ****Илл. 33. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	34 058	36 096	32 880	31 586
EBITDA, млн. \$	7 109	6 858	6 383	6 649
Чистая прибыль, млн. \$	4 248	4 376	4 034	4 394
P/E	6,8	6,6	7,2	6,6
EV/EBITDA	4,4	4,6	4,9	4,7
Капитализация, млн. \$	28 853			
EV, млн. \$	31 324			
Добыча, млн. бнэ	664			
Запасы, млн. бнэ	20 056			
Количество акций, млн. *	822			

Прим.: \* не включает 25 млн. акций резерва

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 34. Краткий обзор компании****Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

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

**Угрозы**

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 35. Основные события**

Дата	Событие
23 мая	<b>ЛУКОЙЛ, возможно, близок к завершению сделки по приобретению контрольного пакета акций Dragon Oil, разрабатывающей нефтяное месторождение в Туркменистане</b> ЛУКОЙЛ, возможно, близок к завершению сделки по приобретению контрольного пакета акций Dragon Oil, занимающейся разведкой и добычей нефти в туркменской части каспийского шельфа. Со ссылкой на представителя Emirates National Oil Company сообщается, что его компания завершила сделку по продаже 52%-ного пакета акций Dragon Oil ЛУКОЙЛУ. Источник в ЛУКОЙЛЕ подтвердил, что эта сделка давно готовилась и сейчас близка к завершению.
24 мая	<b>Выходит отчет ЛУКОЙЛА (ПОКУПАТЬ, \$45,2) за 4Кв04 по US GAAP</b> Должны выйти отчеты ЛУКОЙЛА за 4Кв04 и 2004 г. по US GAAP. Каких-либо больших отклонений от прогнозов мы не ожидаем, тем более что сама компания уже опубликовала предварительные показатели по выручке, чистой прибыли, основным статьям операционных расходов. Судить о финансовых результатах мы будем в основном по динамике коммерческих и общехозяйственных расходов (которая покажет, насколько эффективными были меры по сокращению издержек), а также транспортных расходов. Особое внимание при анализе будет обращено также на динамику свободного денежного потока.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Сибнефть**
**Илл. 36. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005	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	5,7	6,6	8,0	8,3
EV/ЕБИТДА	4,8	5,6	6,4	6,7
Капитализация, млн. \$	14 532			
EV, млн. \$	15 889			
Добыча, млн. бнэ	260			
Запасы, млн. бнэ	4 779			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 37. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

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

**Угрозы**

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 38. Основные события**

Дата	Событие
6 мая	<b>Сибнефть (ДЕРЖАТЬ, \$3,68) приобрела два нефтяных месторождения за \$30,8 млн</b> Сибнефть объявила о приобретении на аукционе двух нефтяных месторождений. Участок Зимний в Тюменской области (извлекаемые запасы по категориям С1+С2+С3 - 63,2 млн баррелей) обошелся Сибнефти в \$29,8 млн. Цена покупки соответствует \$0,47 за баррель запасов (\$0,88 за баррель запасов по категориям С1+С2). Данная цена представляется обоснованной (по нашим оценкам, средняя цена продажи запасов на аукционах в этом году составляет \$0,69 баррель запасов категории С1+С2). Месторождение находится в регионе с развитой инфраструктурой на удалении 60 км от магистрального трубопровода Транснефти.
13 мая	<b>Очередное общее собрание акционеров Сибнефти состоится 28 июня, дата закрытия реестра – 13 мая, повестка дня пока не определена</b> Сибнефть назначила очередное общее собрание акционеров на 28 июня. Реестр акционеров для участия в собрании закрылся 13 мая. Повестка дня собрания пока не определена, но, скорее всего, это будут обычные вопросы: выборы совета директоров, утверждение ежегодного отчета о финансово-хозяйственной деятельности и т.д. Не исключено, что компания объявит о выплате дивидендов за 2004 г., однако вероятность этого довольно низкая: 35% акций Сибнефти «зависли» в давнейшей сделке с Юкосом, и все еще неясен статус налоговых претензий к компании.
16 мая	<b>Сибнефть выпустила отчет за 1Кв05 по РСБУ: операционная прибыль выросла на 63% до \$729 млн</b> Сибнефть выпустила отчеты по РСБУ за 2004 г. и 1Кв05. Показатели годового отчета по РСБУ теперь заметно приблизились к ожидаемым цифрам по US GAAP, т.к. в них теперь консолидируются весь бизнес компании в России – РСБУ цифры исключают лишь долю компании в Славнефти и операции экспортного трейдера Siboil. В отчете за 2004 г. по РСБУ показана чистая прибыль в размере \$1,583 млрд, наш прогноз по US GAAP - \$2,551 млрд. Полный отчет за 2004 г. по US GAAP будет опубликован ориентировочно до конца июня.
25 мая	<b>Сибнефть: не гонитесь за легкой наживой</b> СМИ сообщают, что возможность приобретения Сибнефти рассматривает и Роснефть (в отличие от Газпрома, отказавшегося от комментариев на эту тему, Роснефть эти сообщения опровергает). На первый взгляд может показаться, что если за Сибнефть решат побороться две такие компании, то у миноритариев Сибнефти есть все основания ожидать выкупа акций с премией.

Источник: оценки Альфа-Банка



**Илл. 39. Основные события (продолжение)**

Дата	Событие
26 мая	<b>Сибнефть: аргументов в пользу покупки акций не осталось</b> Сибнефть объявила, что не будет платить дивиденды за 2004 г. Т.о., вместо двух предполагавшихся катализаторов роста этой акции теперь вроде бы остается только один. Мы всегда считали, что большой дивиденд маловероятен, хотя появившаяся несколько недель назад неофициальная информация о том, что компании удалось урегулировать все проблемы с налоговыми органами, дала повод для надежд. Многие инвесторы истолковали резкое снижение добычи на свой лад, усмотрев в нем признак накопления компанией денежных средств для выплаты больших дивидендов. Как мы уже отмечали, сторонники такой точки зрения не учитывают прогнозируемую самой компанией стабилизацию уровня добычи (на уже эксплуатируемых месторождениях) к 2006 г. Фактически компания признала, что рост добычи в будущем невозможен без приобретения новых месторождений. А поскольку в последние два года компания была вовлечена в длительный процесс объединения, а затем разъединения с Юкосом, приобретение активов не состоялось. Т.о., планы по увеличению капвложений и приобретению новых активов вполне логичны и обоснованны.
30 мая	<b>Сибнефть хочет вернуть в устав пункт об обязательном выкупе акций у остальных акционеров... Для чего?</b> Владельцы Сибнефти намерены вернуть в устав компании пункт, обязывающий покупателя 30 и более процентов ее акций сделать предложение о выкупе остальным акционерам. Этот пункт был исключен из устава Сибнефти в ходе так и не завершившегося объединения с Юкосом с тем, чтобы освободить компанию Ходорковского от обязанности делать offerу владельцам 8% акций, оставшихся в собственности миноритариев. Теперь владельцы Сибнефти хотят снова включить этот пункт в устав.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Сургутнефтегаз****Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	12 841	16 148	14 892	14 174
EBITDA, млн. \$	4 057	4 094	3 965	4 039
Чистая прибыль, млн. \$	2 503	2 406	2 211	2 197
P/E	10,0	11,3	12,3	12,3
EV/EBITDA	2,6	2,5	2,6	2,6
Капитализация, млн. \$	28 857			
EV*, млн. \$	10 388			
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. 41. Краткий обзор компании****Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

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

**Угрозы**

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## Татнефть

### Илл. 42. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	6 095	6 827	6 132	5 668
EBITDA, млн. \$	1 431	1 306	1 192	1 163
Чистая прибыль, млн. \$	845	687	599	620
P/E	4,5	5,5	6,3	6,1
EV/EBITDA	3,3	3,6	4,0	4,1
Капитализация, млн. \$	3 913			
EV, млн. \$	4 737			
Добыча, млн. бнэ	187			
Запасы, млн. бнэ	6 211			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 43. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## Юкос

### Илл. 44. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	21 826	25 266	22 413	21 605
EBITDA, млн. \$	7 901	7 137	6 177	6 048
Чистая прибыль, млн. \$	5 660	5 113	4 326	4 276
P/E	0,2	0,2	0,3	0,3
EV/EBITDA	1,6	1,8	2,1	2,1
Капитализация, млн. \$	1 203			
EV, млн. \$	12 835			
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. 45. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

- Разрешение конфликта с властями

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 46. Основные события

Дата	Событие
3 мая	<b>Московский арбитражный суд удовлетворил иск лихтенштейнской фирмы к АНХК на \$318 млн</b> Московский арбитражный суд удовлетворил иск лихтенштейнской фирмы - New Century Securities Management – о взыскании с принадлежащего Юкосу АНХК \$318,2 млн по просроченному векселю, выпущенному еще в 1996 г. Представители Юкоса утверждают, что вексель фальшивый и что судебное решение будет обжаловано. С учетом этого долга к АНХК, истец может инициировать процедуру банкротства и, в конечном счете, стать собственником комбината.
13 мая	<b>Московский арбитражный суд удовлетворил иск Юганскнефтегаза к Юкосу на сумму \$2,2 млрд; на очереди два других иска к Юкосу на общую сумму \$11 млрд</b> Московский арбитражный суд удовлетворил иск Юганскнефтегаза к Юкосу на сумму \$2,2 млрд (62,4 млрд руб). «Дочка» Роснефти считает, что Юкос (бывшая материнская компания) должен произвести оплату за нефть, поставленную ему в июне-декабре прошлого года. Юкос не смог произвести оплату по вполне понятным причинам – судебные приставы в безакцептном порядке списывали со счетов компании всю выручку в счет погашения налоговой задолженности. Юкос будет оспаривать решение суда.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Энергетика**

Виталий Зархин, (7 095) 788-0320

Роман Филькин, (7 095) 783-5009

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

**РАО ЕЭС****Илл. 47. Основные события**

Дата	Событие
6 мая	<b>РАО ЕЭС закрывает реестр акционеров; чистая прибыль за 1-й квартал по РСБУ увеличилась на 5%</b> Реестр акционеров РАО ЕЭС для участия в годовом общем Собрании, которое состоится 29 Июня, закрывается 7 мая. Как мы упоминали ранее, повестка ОСА в основном включает стандартный набор вопросов, в том числе избрание Совета директоров компании и утверждение объема дивидендных выплат. На последнем заседании Совет директоров РАО ЕЭС 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. Общую сумму выплачиваемых дивидендов в этом году предложено увеличить 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 Советом директоров размер дивидендов составляет доходность в 0.7% и 2.9% по обыкновенным и привилегированным акциям соответственно.
16 мая	<b>РАО ЕЭС оспаривает в суде \$130 млн. налоговых претензий за 2001 год</b> Согласно опубликованному отчету за 1кв05, ФНС требует от РАО ЕЭС доплатить в бюджет \$131.3 млн. (3.68 млрд. руб.) по налогу на прибыль за 2001 год. ФНС выставила требования по итогам проверки правильности определения льгот по капитальным вложениям при исчислении налога на прибыль, проведенной в 2004 году. РАО ЕЭС обратилось с иском в арбитражный суд, однако в декабре 2004 года арбитражный суд отказал в удовлетворении иска. Рассмотрение апелляционной жалобы РАО ЕЭС в марте этого года также оставило без изменения решение суда первой инстанции. Согласно информации опубликованной в отчете компании, РАО ЕЭС подало кассационную жалобу и оценивает вероятность положительного исхода по данному вопросу высокой.
24 мая	<b>Администрация Правительства против плана МЭРТ по продаже ОГК до завершения разделения РАО ЕЭС</b> Согласно СМИ, Администрация Правительства подготовило замечания аппарата по Комплексному плану реформирования электроэнергетики, разработанному Минэкономразвития и представленному на рассмотрение Правительству в конце апреля. Администрация Правительства не видит достаточных оснований для продажи тепло-ОГК до завершения реорганизации РАО ЕЭС в 2006 году, которые предлагает подготовленный МЭРТ план. Согласно высказыванию одного из представителей Администрации Правительства, которого цитирует Интерфакс, Администрация считает, что продажа ОГК до завершения разделения РАО ЕЭС может привести к выводу активов, а не к привлечению инвестиций.
25 мая	<b>Отключение электричества в Москве продвигает реформы энергетики, Чубайс под следствием</b> Москва и три граничащих с городом региона столкнулись с широкомасштабным отключением электроэнергии. Это было вызвано аварией на одной из подстанций московского региона (подстанция управляется одной из компаний, отделенных от Мосэнерго 1 апреля), и из-за того, что автоматический механизм безопасности заблокировал 13 станций сети. Общий дефицит энергии превысил 2 ГВт, или около 10-15% общих потребностей Москвы в электроэнергии. Отключение электроэнергии привело к значительным проблемам для инфраструктуры города и населения в течение 4-6 часов. Президент Путин публично обвинил менеджмент РАО ЕЭС, заявив, что они ответственны за аварию, и что они должны были уделять должное внимание текущим техническим проблемам российского энергетического сектора, а «не только глобальными проблемами по политике компании и ее реформированию». В ответ глава РАО ЕЭС Анатолий Чубайс принял на себя полную ответственность за отключение.
26 мая	<b>Совет директоров РАО ЕЭС проведет очередное заседание 27 мая</b> 27 мая состоится очередное заседание Совета директоров РАО ЕЭС, на котором планируется обсудить ряд вопросов реформы электроэнергетики. Совет директоров РАО ЕЭС рассмотрит предложенную менеджментом целевую и переходную модели функционирования тепло-ОГК, а также возможность перехода Гидро-ОГК на единую акцию до завершения разделения РАО ЕЭС. Совет директоров также рассмотрит проекты реформирования ряда АО-Энерго и формирования ТГК, в частности проект реорганизации Кузбассэнерго.
27 мая	<b>Совет директоров РАО ЕЭС может снять мораторий на продажу профильных активов на следующем заседании</b> Состоялось очередное заседание Совета директоров РАО ЕЭС. С нашей точки зрения, наиболее важным обсуждавшимся вопросом на заседании стала схема распределения средств от продажи профильных активов РАО ЕЭС. В соответствии с комментариями, данными Председателем Правления РАО ЕЭС Анатолием Чубайсом после заседания, Совет директоров РАО ЕЭС может утвердить схему распределения средств на уже следующем заседании и снять мораторий на продажу профильных активов.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Ленэнерго

### Илл. 48. Основные события

Дата	Событие
13 мая	<b>Чистый убыток Ленэнерго за 2004 год сократился на 52% до \$15 млн. по МСФО</b> Ленэнерго сообщила, что чистый консолидированный убыток компании по МСФО за 2004 год сократился на 52% с \$31.3 млн. в 2003 году до \$14.9 млн. Тем не менее, компания ранее прогнозировала по итогам 2004 года чистую прибыль порядка \$100 млн. Прибыль от основной деятельности составила \$3.1 млн. в 2004 году против убытка в \$43.5 млн. в 2003 году. Валюта баланса компании увеличилась на 15% в 2004 году до \$1.73 млрд.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Мосэнерго

### Илл. 49. Основные события

Дата	Событие
11 мая	<b>Мосэнерго назначило годовое Собрание акционеров на 28 июня, дата закрытия реестра – 14 мая</b> На заседании Совет директоров Мосэнерго принял решение о проведении годового общего Собрания акционеров 28 июня, датой закрытия реестра определено 14 мая. Повестка ОСА включает в основном стандартный набор вопросов, в том числе выборы Совета директоров компании и определение объема выплачиваемых дивидендов.
12 мая	<b>Мосэнерго исключено из расчета индекса MSCI</b> MSCI анонсировала итоги ежегодного пересмотра состава индекса и исключила акции Мосэнерго из его расчета. Исключение Мосэнерго совпало с нашими ожиданиями, поскольку Газпром и аффилированные с ним структуры официально подтвердили консолидацию более чем 25% акций компании. Таким образом, с учетом пакетов компании, находящихся у РАО ЕЭС (52%) и Московского Правительства (8%), количество акций Мосэнерго в свободном обращении стало менее минимально допустимого значения для включения в индекс MSCI в 15%.
30 мая	<b>Совет директоров Мосэнерго снижает рекомендацию по дивидендам на 35% в связи с Московской энергоаварией</b> Совет директоров Мосэнерго рекомендовал Общему собранию акционеров утвердить дивиденды по итогам 2004 года в размере 0.0221 рубля (\$0.0008) на акцию, тем самым понизив свою предыдущую рекомендацию в 0.03411 рубля (\$0.0012) на 35%. Совет директоров объяснил снижение суммы дивидендов необходимостью финансирования технического перевооружения и модернизации оборудования компании для повышения надежности энергоснабжения потребителей московского региона. Таким образом, общий объем дивидендных выплат составит порядка \$22 млн., что соответствует уровню прошлого года в \$21 млн., в то время как доля прибыли направляемой на выплату дивидендов снизится с 35% до 30%, поскольку чистая прибыль компании по РСБУ за 2004 год выросла на 26% до \$71 млн. Дивидендная доходность как и в прошлом году составит порядка 1.0%.

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.*

### Введение принципа платности терминирования вызовов увеличит размер официального рынка связи

**Правительство приняло второй по значению - с точки зрения реформирования отрасли - документ**

В конце мая правительство утвердило второй по значению с точки зрения реформирования отрасли документ «Правила предоставления услуг для местных, внутризоновых, междугородних и международных сетей». Этот документ более детальный чем «Правила присоединения сетей», хотя и нуждается в дополнительном уточнении. Он устанавливает принципы платной терминирования трафика на российском рынке связи.

**В нем определены общие принципы введения нормы СРР в России**

Формально с 1 июля 2005 г. – а практически не ранее сентября – октября этого года, поскольку необходимо привести в соответствие нормативную базу и решить ряд технических вопросов - Россия начинает переход на систему «платит звонящий»: терминирование вызовов со стационарного телефона на мобильный станет платной услугой. С точки зрения интерконнекта, мобильных операторов Мининформсвязи будет считать внутризоновыми, поэтому местным абонентам придется оплачивать такие вызовы по внутризоновым тарифам (около \$0,06 в Москве и области). В настоящее время вызовы со стационарного аппарата на мобильный являются бесплатными для клиентов МГТС, но платными для клиентов альтернативных операторов и некоторых традиционных операторов связи. Мобильные операторы платят за терминирование вызовов по локальным сетям около \$0,02. Если в законодательстве не будут изменены соответствующие нормы, операторы мобильной связи не будут обязаны бесплатно обслуживать вызовы со стационарных телефонов на мобильные (в настоящее время плата составляет в среднем \$0 - 0,25, т.е. столько же, сколько вызов с мобильного на городской телефон).

**Объем рынка фиксированной связи может увеличиться как минимум на \$200 млн**

По нашим самым приблизительным расчетам, с введением принципа платной терминирования трафика объем рынка фиксированной связи увеличится как минимум на \$200 млн. Мы исходим из того, что доля вызовов со стационарного телефона на мобильный в общем мобильном трафике составляет около 8,5% (по оценкам, операторов мобильной связи) и что операторы фиксированной связи будут удерживать \$0,03 за минуту при терминировании таких вызовов. Указанные выше цифры не включают дополнительный тарифицируемый трафик с одной мобильной сети на другую мобильную сеть, который появится в связи с введением платной терминирования межсетевого трафика различных мобильных операторов.

**Илл. 50. Расчет дополнительного трафика, связанного с введением СРР**

	Средний трафик на абонента, 2004 Россия	Среднее число абонентов в России	Мобильный трафик в 2004 г., млн мин
МТС	157	20 004 130	37 688
Вымпелком	100	18 543 000	22 252
Мегафон	156	9 970 273	18 664
Итого			78 604
Входящий трафик со стационарного телефона на мобильный			8,5%
Плата за терминацию трафика (доля традиционного оператора)			\$0,03
<b>Новый рынок, создаваемый «Большой тройки»</b>			<b>\$200 млн</b>

Источник: оценка Альфа-Банка

### **Хорошая новость для рынка связи**

**Мобильные операторы: увеличение рентабельного трафика М2М**

**Традиционные операторы фиксированной связи увеличат выручку на величину платы за терминацию вызовов F2M**

**Ликвидация «полулегального» трафика дальней приведет к увеличению выручки официальных операторов**

**Альтернативный оператор, получивший лицензию на дальнюю связь, сможет выиграть за счет возврата «уводимого» трафика в его сеть**

В целом мы рассматриваем введение основ системы «платит звонящий» как хорошую новость для рынка акций телекомов:

- Позитивный фактор для акций операторов мобильной связи: в отсутствие норм, обязывающих операторов мобильной связи бесплатно обслуживать вызовы с городского телефона на мобильный, с введением системы «платит звонящий» часть трафика уйдет в мобильные сети (т.е. абоненты будут звонить с мобильного на мобильный), что принесет операторам мобильной связи некоторый выигрыш в выручке и сократит издержки. И дело здесь не только в экономике (более высокие тарифы), но и в психологии (старая услуга переводится на платную основу и абонентам придется оплачивать звонки со стационарного на мобильный телефон по отдельному счету).
- Позитивный фактор для акций традиционных операторов связи, т.к. им разрешат взимать плату за терминацию вызовов со стационарного телефона на мобильный, которая в ряде регионов в настоящее время осуществляется бесплатно. Однако объем такого трафика и, соответственно, выигрыш традиционного оператора будет небольшим: в Москве на долю вызовов с городского телефона на мобильный приходится лишь 2% всего трафика населения с фиксированных телефонов.
- Оказываются в выигрыше операторы дальней связи, поскольку отмена всех видов безвозмездной терминации в сетях позволит компаниям успешно бороться с хищениями трафика дальней связи. Представитель министерства пояснил, что в среднем «серый» тариф на терминацию входящих международных вызовов составляет в России порядка \$0,03, т.е. даже ниже экономически обоснованной себестоимости для компании, имеющей лицензию национального оператора дальней связи. Введение платной терминации приведет к повышению «серого» тарифа на \$0,06, что, в свою очередь, положит конец «полулегальному» трафику дальней связи (оценивается в \$50-100 млн) и вернет т.н. «уводимый» трафик в сеть национальных операторов дальней связи.
- Без особых изменений для альтернативных операторов, поскольку терминация вызовов с городского телефона на мобильный и обратно в большинстве случаев уже осуществляется на платной основе. Альтернативный оператор, получивший лицензию на дальнюю связь, может также выиграть за счет возврата «уводимого» трафика в сеть оператора, имеющего лицензию на дальнюю связь.

**В проигрыше  
окажется население  
ряда регионов  
Руководители  
отрасли  
высказываются  
против немедленного  
введения нормы СРР**

Единственный, кто проиграет – это население – абоненты традиционных операторов, на которых приходится 2% трафика от звонков со стационарного телефона на мобильный.

Вместе с тем следует отметить, что вскоре после утверждения «Правил предоставления услуг» руководители Связьинвеста и министр связи Рейман высказались против немедленного (т.е. не с 1 июля 2005 г.) введения нормы СРР, аргументировав это тем, что данная норма существенно меняет систему взаимоотношений между операторами и может негативно сказаться на конечных потребителях. Как мы и ожидали, они предлагают отложить широкомасштабное введение нормы до момента принятия ряда правительственных указов и заключения соответствующих соглашений между операторами.

Мы оставляем без изменения расчетные цены и рекомендации по акциям телекомов и будем следить за развитием ситуации.

## Операторы альтернативной связи Голден Телеком

### Илл. 51. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	584	761	948	1 131
ЕБИТДА, млн. \$	171	229	288	345
Чистая прибыль, млн. \$	65	96	125	150
P/E	14,97	10,09	7,79	6,45
EV/ЕБИТДА	5,40	4,02	3,20	2,67
Капитализация, млн. \$	970			
EV, млн. \$	920			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 52. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Относительно низкая ликвидность
- Ограниченная транспортная инфраструктура

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Увеличение платежей Ростелекому за аренду каналов связи

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 53. Основные события

Дата	Событие
31 мая	<p>Голден Телеком получил лицензию на услуги дальней связи</p> <p>Было объявлено о выдаче еще двух лицензий на оказание услуг дальней связи. Обладателями лицензий стали Голден Телеком и МТТ.</p> <p>Для рынка эта новость не стала неожиданностью, поэтому на котировки Голден Телекома и Ростелекома она повлиять не должна. Теперь инвесторы, задававшие вопросом «почему нет решения Госсвязьнадзора по Голден Телекому, ранее других подавшему документы на получение лицензии», могут вздохнуть с облегчением.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

**МТС**
**Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	3 887	5 152	5 885	6 170
EBITDA, млн. \$	2 095	2 730	3 149	3 342
Чистая прибыль, млн. \$	1 023	1 335	1 566	1 650
P/E	12,5	9,6	8,1	7,7
EV/EBITDA	6,9	5,3	4,6	4,3
Капитализация, млн. \$	12 757			
EV, млн. \$	14 420			
Число абонентов, '000	34			
Кол-во акций, млн.	399			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 55. 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. 56. Основные события**

Дата	Событие
6 мая	<b>Лидерство МТС в апреле по росту числа абонентов объясняется субсидированием ряда «предоплатных» тарифов</b> По данным на конец апреля 2005 г., число абонентов мобильной связи в России приблизилось к 90 млн, коэффициент проникновения увеличился на 2,6 п.п. и составил 61,5%. По показателю чистого прироста числа абонентов несомненным лидером в апреле была МТС, причем на всех основных рынках: московском, Санкт-Петербургском и региональном (53%, 52% и 44% общего чистого прироста, соответственно). Лидерство МТС отчасти результат проводимого компанией курса на субсидирование некоторых «предоплатных» тарифов. Дилеры говорят, что в апреле Вымпелком перестал субсидировать такие тарифы, решив сосредоточить усилия на рекламе нового фирменного стиля.
18 мая	<b>Доначисленные МТС налоги за 2002 г. на общую сумму \$13 млн не представляют угрозы для МТС</b> ФНС предъявила МТС налоговые претензии за 2002 г. на общую сумму 372 млн руб (\$13,3 млн). Из общей суммы доначисленных налогов 200,85 млн руб (54%) приходится на «задолженность бюджету по налогу на прибыль иностранных организаций» (имеется в виду налог, уплачиваемый на платежи в пользу нерезидентов, в т.ч. дивиденды, консультационные услуги и пр.). Остальная сумма – доначисленный налог на прибыль (42,95 млн руб), НДС (53,14 млн руб) и штрафные санкции (54,2 млн руб).
19 мая	<b>МТС планирует выплатить дивиденды за 2004 г. из расчета \$1,03 на АДР (доходность 3%)</b> Компания МТС подтвердила свое намерение выплатить дивиденды за 2004 г. из расчета \$1,03 на АДР (дивидендная доходность 3%). Реестр акционеров закрыт 3 мая. Рекомендованный компанией размер дивиденда соответствует нашему прогнозу, а доля чистой прибыли, которую решено направить на дивиденды - 40% (на уровне аналогичного показателя по итогам 2003 г.) – несколько превысила первоначальную цифру, называвшуюся менеджментом (33%).

Источник: оценки Альфа-Банка

**ВымпелКом**
**Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	2 147	3 137	3 596	3 959
EBITDA, млн. \$	1 023	1 507	1 800	1 959
Чистая прибыль, млн. \$	350	594	732	779
P/E	20,3	11,9	9,7	9,1
EV/EBITDA	8,2	5,6	4,7	4,3
Капитализация, млн. \$	7 097			
EV, млн. \$	8 373			
Число абонентов, '000	27			
Кол-во акций, млн.	205			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 58. 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
- Включение в индекс MSCI Russia

**Угрозы**

- Введение Резерва универсального обслуживания
- Несправедливое отношение регулятора

Источники: оценки Альфа-Банка



**Илл. 59. Основные события**

Дата	Событие
31 мая	Вымпелком завершил объединение с КБ Импульс и добился сокращения размера налоговых претензий за 2002 г. Вымпелком завершил процесс объединения со своей 100%-ной дочкой – КБ Импульс, на которую оформлены лицензии и соответствующие разрешения на использования радиочастот в МЛЗ. Теперь Вымпелком должен подать заявку на переоформление на себя лицензий и разрешений. Учитывая прошлый опыт объединения с Вымпелком-Регионы, можно предположить, что переоформление лицензий пройдет без проблем, тем более что все необходимые для этого нормативные документы, отсутствие которых ранее тормозило процесс, к настоящему времени уже утверждены.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Операторы традиционной связи МГТС

**Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	559	646	728	809
ЕБИТДА, млн. \$	232	254	278	312
Чистая прибыль, млн. \$	71	76	78	89
P/E	18,8	17,5	17,1	15,1
EV/ЕБИТДА	6,0	5,5	5,0	4,5
Капитализация, млн. \$	1 283			
EV, млн. \$	1 396			
Используется линий, '000	4 334			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 61. Краткий обзор компании**

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

Источники: 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
ЕБИТДА, 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/ЕБИТДА	1,6	1,4	1,3	1,1
Капитализация, млн. \$	3 307			
EV, млн. \$	3 094			
Число абонентов, '000	н/д			
Кол-во акций, млн.	н/д			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 63. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Более 90% рынка местной связи</li> <li>• Де-факто монополия на доступ к "последней миле"</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Низкая эффективность, высокая задолженность</li> <li>• Низкая доля рынка среди корпоративных клиентов</li> <li>• Госрегулирование тарифов</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Увеличение операционной эффективности</li> <li>• Развитие новых дополнительных услуг</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Либерализация рынка дальней связи</li> <li>• Дальнейшее откладывание приватизации Связьинвеста</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

## Ростелеком

### Илл. 64. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1 219	1 296	1 358	1 423
ЕБИТДА, млн. \$	457	381	385	400
Чистая прибыль, млн. \$	98	81	100	123
P/E	19,9	19,9	19,9	19,9
EV/ЕБИТДА	4,3	5,2	5,1	4,9
Капитализация, млн. \$	1 817			
EV, млн. \$	1 966			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 65. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Либерализация рынка дальней связи

Источники: оценки Альфа-Банка

## Холдинги

### Система

### Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	5 682	7 501	8 700	9 500
ЕБИТДА, млн. \$	2 512	3 080	3 408	3 800
Чистая прибыль, млн. \$	525	665	748	850
P/E	14,7	11,6	10,3	9,1
EV/ЕБИТДА	2,8	2,3	2,1	1,9
Капитализация, млн. \$	7 720			
	7 132			
EV, млн. \$	н/д			
Кол-во акций, млн.	483			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 67. 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 CFA**, (7 095) 795-3736,  
**Наталья Шевелёва**, (7 095) 795-3725

**В ходе IPO на Лондонской фондовой бирже Евраз привлек \$422 млн**

Самым важным событием на рынке акций металлургических компаний стало IPO группы Евраз на Лондонской фондовой бирже. Список торгуемых акций российских компаний пополнился еще одной бумагой - EVR LI. В ходе IPO Евраз разместил 29,1 млн GDR (8,3% уставного капитала компании) по цене \$14,5 (объявленный накануне диапазон цены составил \$13,5-17). Всего компания в ходе IPO привлекла \$422 млн.

ЕвразХолдинг – крупнейшая российская сталелитейная группа по объему выпуска продукции. В 2004 г. группа произвела 13,7 млн т стали, что составляет 21% от общероссийского производства. Основные меткомбинаты группы (НТМК, ЗСМК и НкМК) обеспечены коксующимся углем на 100%, железной рудой - более чем 70%.

**Илл. 68. Отчет Евразхолдинга о прибылях и убытках**

	2003	2004	2005П
	\$ млн	\$ млн	\$ млн
Выручка	2 133	5 925	6 190
ЕВITDA	478	2 004	2 075
Чистая прибыль	208	1 084	1 183
Рентабельность			
ЕВITDA	22%	34%	34%
Чистая рентабельность	10%	18%	19%

Источники: отчеты компании, оценки Альфа-Банка

**Евраз оценен в \$5,7 млрд, что соответствует коэффициенту EV/ЕВITDA (2005 г.) на уровне 2,7**

Группа Евраз оценена на уровне \$5,7 млрд (EV), что соответствует среднему расчетному на 2005 г. коэффициенту EV/ЕВITDA по российским сталелитейным комбинатам (аналогичный коэффициент по развивающимся рынкам – 3,3). По нашим оценкам, акции Северстали в настоящее время торгуются с расчетным коэффициентом EV/ЕВITDA на уровне 2, СГ «Мечел» - 3. Мы оцениваем справедливую цену Евраза на уровне \$19 за GDR и рекомендуем инвесторам покупать эту бумагу.

**Илл. 69. Оценка стоимости Евразхолдинга в ходе IPO**

Рын. кап-ция	EV	EV/ЕВITDA		EV/Выручка		P/E	
		2004	2005П	2004	2005П	2004	2005П
млрд \$	млрд \$						
5,1	5,7	2,8	2,7	1,0	0,9	4,7	4,3

Источники: отчеты компании, оценки Альфа-Банка

**Евраз, возможно, выкупит у миноритарных пакеты акций в НТМК и ЗСМК**

Евраз объявил о выкупе 10,7% акций НТМК у одного из миноритарных акционеров комбината за \$215 млн, или \$1,53 за акцию. По нашим оценкам, Евраз контролирует около 80% НТМК, доля свободнообращающихся акций – 20%. Цена приобретения, на 28% превышающая уровень текущих биржевых котировок (\$1,20), близка к нашей расчетной цене акций НТМК (\$1,50). Логично предположить, что Евраз сделает предложение о выкупе и другим миноритариям НТМК. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям НТМК (расчетная цена \$1,5). Кроме того, аналогичное предложение Евраз мог бы сделать и миноритарным акционерам ЗСМК. По нашим оценкам, Евраз контролирует 93% ЗСМК, доля свободнообращающихся акций – около 7%. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям ЗСМК (расчетная цена \$170).



**Компании Harmony не удалось приобрести контрольный пакет акций Gold Fields**

Как и ожидалось, Harmony не смогла приобрести контрольный пакет акций Gold Fields (Норильский Никель владеет 20% ее акций). Мы полагаем, такой исход выгоден Норильскому Никелю, который теперь сможет продолжить реализацию плана по объединению своих золотодобывающих активов с зарубежными активами Gold Fields или какой-то другой компании.

**Сильным катализатором акций Норильского Никеля должен стать отчет за 2004 г. по IFRS (ожидается в июне)**

Очередное общее собрание акционеров ГМК «Норильский Никель» состоится 30 июня. Мы полагаем, что к собранию будет приурочен выход отчета за 2004 г. по IFRS, который, мы полагаем, должен стать катализатором котировок компании. По нашим оценкам, показатели выручки, EBITDA и чистой прибыли составят \$6,608 млрд, \$2,883 млрд и \$1,657 млрд, соответственно.

**В индекс MCSI Russia включены АДР СГ «Мечел»**

31 мая в индекс MCSI Russia будут включены АДР СГ «Мечел», что очень позитивно для АДР компании. По нашим оценкам, доля свободнообращающихся акций составляет в настоящее время около 12%.

**Совет директоров СГ «Мечел» рекомендовал выплатить дивиденды за 2004 г. из расчета \$0,49 на акцию**

Совет директоров группы Мечел принял решение рекомендовать выплату дивидендов за 2004 г. в размере 13,7 руб (\$0,49) на акцию (41,1 руб, или \$1,46 на АДР). Соответственно, дивидендная доходность составит 5,5%. Т.о., в общей сложности на дивиденды компания предполагает направить \$203 млн. Дата закрытия реестра акционеров – 27 мая. Источником дивидендов (помимо высоких цен на сталь) осуществленная в декабре 2004 г. разовая операция по продаже пакета акций ММК. Мы полагаем, что за 2005 г. компания выплатит дивиденды из расчета \$0,3 на акцию (около \$0,9 на GDR). Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям СГ «Мечел» и расчетную цену \$35 за АДР.

**В июне-июле должны стать известны результаты «розыгрыша рулетки» акционерами ВСМПО**

В июне-июле должны стать известны результаты «розыгрыша рулетки» акционерами ВСМПО. Мы полагаем, что наиболее вероятный вариант – выкуп Брештом и Тетюхиным доли участия у Renova и последующее проведение IPO. На данный момент мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции ВСМПО (расчетная цена \$150).

**Рассматривается возможность создания железорудного холдинга с объемом добычи 78 млн т в год**

Согласно сообщениям в российской прессе, Уникор и Coalco рассматривают возможность развития своего железорудного бизнеса за объединения с другими компаниями в этой отрасли. Эти две компании и их партнеры направили правительствам России, Украины и Казахстана предложение о создании Евразийской горно-металлургической компании, в которую могут войти МГОК, ЛГОК, ССГПО, а также украинские ГОКи – Южный и Ингулецкий. В случае реализации этого предложения будет создана железорудная компания с ежегодным объемом добычи 78 млн т. По нашим оценкам, стоимость такого холдинга составит около \$10 млрд. Однако процесс его формирования находится на самом раннем этапе - в ближайшем будущем он вряд ли будет создан. По данным Ведомостей, пока партнеры в предварительном плане договорились только с ССГПО. Ведущие российские металлургические компании (за исключением ММК) обеспечены собственным железорудным сырьем на 85-100%, поэтому создание нового холдинга в ближайшем будущем не будет представлять угрозы их бизнесу. Сами ГОКи от объединения активов выиграют, поскольку их позиции на рынке усилятся. Мы будем следить за развитием ситуации.

## Норильский Никель

### Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	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	7,6	10,4	12,7	15,4
EV/ЕБИТДА	4,3	5,2	6,0	6,6
Капитализация, млн. \$	12 578			
EV, млн. \$	12 359			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 71. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Диверсифицированная экспортная выручка
- Высокая ликвидность по сравнению с другими компаниями этого сектора

#### Слабые стороны

- Низкий технологический уровень по сравнению с западными компаниями
- Социальные расходы превышают 100 млн. долл. в год

#### Возможности

- Реализация обновленной программы модернизации
- Разработка новых проектов по производству металлов (золото и др.)

#### Угрозы

- Пересмотр итогов приватизации и реструктуризации
- Рост налогового бремени

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 72. Основные события

Дата	Событие
19 мая	<p><b>Норильский Никель выигрывает от снятия предложения Harmony по поглощению Gold Fields</b></p> <p>Завершается вторая стадия попытки враждебного поглощения компанией Harmony компании Gold Fields. До сих пор Harmony смогла консолидировать только 11,8% в Gold Fields, и так как компания не рассматривает вариант изменения условий предложения, мы полагаем, что Harmony оставит попытки консолидировать контрольный пакет. Такой исход был бы благоприятным для Норильского Никеля, так как компания могла бы продвигаться вперед с предложениями скомбинировать активы по золотодобычи Норильского Никеля с международными активами Gold Fields. Листинг активов по золотодобычи Норильского Никеля позволил бы раскрыть их справедливую стоимость на уровне около \$2 млрд, по сравнению с изначальной ценой их покупки в районе \$0,5 млрд.</p>
24 мая	<p><b>Норильский Никель рассматривает возможность объединения Полюса с одной из зарубежных золотодобывающих компаний</b></p> <p>Президент Полюса Евгений Иванов подтвердил появившуюся ранее неофициальную информацию о том, что Норильский Никель ведет переговоры об объединении Полюса с канадской Kinross. Вместе с тем Иванов отметил, что в качестве альтернативы Kinross рассматриваются и варианты объединения Полюса с другими зарубежными золотодобывающими компаниями. В частности, по информации СМИ, Gold Fields (Норильский Никель владеет 20% ее акций) рассматривает возможность создания совместного предприятия. С нашей точки зрения, Норильский Никель, покупая пакет в Gold Fields, изначально ориентировался именно на такой вариант: передача принадлежащих Gold Fields рентабельных активов в Австралии и Гане в отдельную компанию и последующее объединение ее с Полюсом.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Северсталь

### Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	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	3,2	3,4	3,8	4,5
EV/ЕБИТДА	1,7	2,0	2,1	2,4
Капитализация, млн. \$	4304			
EV, млн. \$	4000			
Производство, млн. тонн	17			
Кол-во акций, млн.	552			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 74. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 75. Основные события

Дата	Событие
17 мая	<p>Северсталь рассматривает возможность приобретения мексиканского сталелитейного комбината AHMSA, производящего около 3 млн т стали</p> <p>Северсталь рассматривает возможность приобретения одного из крупнейших мексиканских производителей стали Altos Hornos de Mexico (AHMSA), приостановившего выплату кредиторам. Говорится также о возможности слияния или партнерского сотрудничества с мексиканской компанией. В настоящее время AHMSA выплавляет около 3 млн т стали, число работающих на комбинате (с учетом дочерних структур) – 17 тыс. человек. AHMSA производит плоский прокат – горячекатаный (включая толстый лист), холоднокатаный, желье, а также некоторые виды сортового проката.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка



## Машиностроение

Максим Матвеев CFA, (7 095) 795-3736,

**Северсталь-Авто приобретает ЗМА за \$50 млн для производства на его базе внедорожников Ssang Yong**

Компания Северсталь-Авто объявила о подписании договора о приобретении 99,6% акций Завода малолитражных автомобилей (ЗМА) за \$50 млн. Завершение сделки ожидается в конце мая. В настоящее время ЗМА производит легковые автомобили марки «Ока». Северсталь-Авто планирует развернуть на мощностях ЗМА производство внедорожников Rexton, а в дальнейшем и ряда других моделей Ssang Yong Motors. Вместе с тем прекращение производства «Оки» в ближайшие планы компании не входит. Северсталь-Авто уже заключила контракты на поставку нового оборудования на общую сумму не менее \$25 млн.

Производство внедорожников модели Rextons предполагается начать в декабре этого года. Диапазон цены - \$25-30 тыс. в зависимости от модели (проектная мощность 10 тыс. внедорожников в год). В июне 2006 г. Северсталь-Авто планирует начать производство кроссовера Ssang Yong D100, который предполагается продавать по цене \$20 тыс и который должен стать ключевой моделью завода (проектная мощность – 25 тыс. машин в год). Запуск следующей модели предполагается в 2007 г.

Успешное сотрудничество с SsangYong Motor – ключевой катализатор Северсталь-Авто. В этом плане приобретение ЗМА – очень важный шаг. На ЗМА имеются свободные площади, а также современное окрасочное оборудование.

**Как мы и ожидали, АвтоВАЗ сократил свой производственный план на 2005 г.**

Из-за трудностей, возникших в реализации продукции в 1Кв05, АвтоВАЗ пересмотрел свой производственный план на 2005 г. Первоначально завод планировал произвести 730 тыс. автомобилей (в 2004 г. было произведено 714 тыс.). В мае план сократили до 694-696 тыс. Теперь производственный план АвтоВАЗа на 2005 г. практически полностью совпадает с показателем расчетного объема выпускаемой продукции, заложенным в нашей финансовой модели (695 тыс.). Т.о., на данный момент мы не видим необходимости корректировать модель, но будем следить за динамикой реализации и выручки.

**История с неудачной попыткой Siemens приобрести акции Силовых Машин, возможно, получит свое продолжение**

Мы полагаем, что история с неудачной попыткой Siemens приобрести акции Силовых Машин получит этим летом свое продолжение. С одной стороны, Siemens может предложить Интерросу возобновить переговоры о продаже акций – но на этот раз в размере менее контрольного пакета. С другой стороны, уже в июне Базэл, возможно, получит добро ФАС на приобретение контрольного пакета и сделает Интерросу соответствующее предложение. Мы по-прежнему считаем, что наибольший выигрыш Силовые Машины получили бы в случае сделки с Siemens, поскольку уже в скором времени это обеспечило бы российской компании доступ к современным технологиям и инвестициям.

## Объединённые Машиностроительные Заводы

### Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	620	679	700	726
EBITDA, млн. \$	58	46	44	46
Чистая прибыль, млн. \$	-84	11	15	16
P/E	н/д	11,5	9,0	8,3
EV/EBITDA	5,0	6,2	6,5	6,2
Капитализация, млн. \$	133			
EV, млн. \$	287			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 77. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Низкая рентабельность
- Стоимость компании подорвана неудачей в слиянии с Сильными Машинами

#### Возможности

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

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка



## Пищевая промышленность и розничная торговля

Елена Бороденко, (7 095) 795-3692

### **Самое крупное IPO в российском ритейле**

В начале мая крупнейшая российская сеть универсамов Пятерочка разместила на Лондонской фондовой бирже 30% акций в виде GDR. Цена размещения оказалась равной нижней границе объявленного накануне IPO диапазона - \$13-16. В ходе IPO акционеры выручили \$598 млн (вся компания оценена в \$2,063 млрд). Цена, по которой GDR Пятерочки были предложены инвесторам, предполагает большую премию относительно бумаг аналогичных компаний (+20% по сравнению с Седьмым Континентом, +50% - развивающихся рынков, +60% - развитых рынков). Пятерочка – хорошая компания с большим потенциалом роста, однако, с нашей точки зрения, она на данный момент сильно переоценена: по нашим оценкам, справедливая DCF-стоимость ее акций (исходя из EV/EBITDA) составляет лишь \$11,14 (см. наш отчет от 27 мая «Пятерочка: На безрыбье и рак – рыба»). Завышенная цена GDR Пятерочки свидетельствует о том, что российский розничный рынок инвесторам очень интересен и в условиях ограниченного числа компаний этой отрасли на фондовом рынке они готовы платить больше.

### **В мае котировки Балтики выросли на 42%**

Из числа бумаг компаний потребительского сектора наиболее динамично в мае росли обыкновенные акции Балтики (+42% до \$27,1). Рост котировок объясняется тем, что Baltic Beverages Holding объявила о плане реорганизации компании, предусматривающем объединение Балтики, Вены и Пикры в единую производственную структуру к январю 2006 г. Юридическое оформление объединения предполагается осуществить на более позднем этапе, когда акционеры каждой из компаний на общих собраниях утвердят переход на единую акцию. Ядром новой структуры будет Балтика – самый крупный актив ВВН. Компания Ярпиво, также принадлежащая ВВН, в новой структуре участвовать пока не будет, поскольку объединяется с Воронежским пивзаводом. Вхождение Ярпива в новую структуру отнесено на будущее, а пока компания будет более тесно сотрудничать с остальными предприятиями холдинга. Консолидация активов и последующее повышение эффективности за счет укрупнения производства и объединения сбытовой сети должны привести к повышению рентабельности и усилению позиций Балтики на рынке. Принимая во внимание планы по объединению активов и хороший отчет за 1Кв05, мы предполагаем пересмотреть DCF-модель Балтики и повысить расчетную цену ее акций.

### **Калина выпустила хороший отчет за 2004 г.**

Хорошо росли в мае и акции Калины Мау (+15%), «подогретье» хорошим отчетом за 2004 г. (см. новости по компании и отчет от 6 мая «Калина: отличные результаты за 2004 г.»). Мы повысили расчетную цену акции с \$27,44 до \$30,13 за акцию.

**Илл. 78. Фактические и расчетные финансовые показатели за 2004 г. по US GAAP**

	2004Ф	2004П	Расхождение Ф/П	2003	Изменение, 2004Ф/2003
	млн \$	млн \$	%	млн \$	%
<b>Выручка</b>	<b>182,6</b>	<b>187,35</b>	<b>-2,5%</b>	<b>157,1</b>	<b>16%</b>
Себестоимость реализованной продукции	91,8	100,09	-8,3%	88,5	4%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>90,8</b>	<b>87,27</b>	<b>4,1%</b>	<b>68,6</b>	<b>32%</b>
Коммерч., общехоз. и административные расходы	59,5	60,52	-1,6%	47,6	25%
<b>Прибыль (убыток) от основной деятельности</b>	<b>31,3</b>	<b>26,75</b>	<b>16,9%</b>	<b>21,0</b>	<b>49%</b>
Прочие расходы	2,68	1,20	123,6%	1,7	58%
Прибыль (убыток) до налогообложения	28,59	25,55	11,9%	19,3	48%
Налог на прибыль	8,01	6,13	30,6%	5,2	55%
Прочие внереализационные расходы	1,5	0,00	0,0%	3,3	-54%
<b>Чистая прибыль (убыток)</b>	<b>19,04</b>	<b>19,39</b>	<b>-1,8%</b>	<b>10,8</b>	<b>76%</b>
<b>ЕБИТДА</b>	<b>33,35</b>	<b>28,87</b>	<b>15,5%</b>	<b>22,9</b>	<b>45%</b>
Выпуск продукции всего, единиц	467,00	562,52	-17,0%	511,4	-9%
<b>Рентабельность</b>					
Валовая	49,7%	46,6%	6,8%	43,6%	14%
Операционная	17,1%	14,3%	19,9%	13,4%	28%
По ЕБИТДА	18,3%	15,4%	18,5%	14,6%	25%
Чистая	10,4%	10,3%	0,8%	6,9%	52%
Средняя цена единицы продукции, \$	0,39	0,33	17%	0,31	27%

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

**Лебедянский  
сохраняет лидерство  
на российском рынке  
соков**

Мы еще не имеем готовой рекомендации по ОАО ЭКЗ «Лебедянский», и пока ограничимся небольшим комментарием отчета за 2004 г. по МСФО: выручка увеличилась на 38% до \$376 млн, ЕБИТДА – на 72% (\$90 млн), чистая прибыль – на 55% (\$53 млн). Рост выручки стимулировался нетрадиционными маркетинговыми ходами, а также количественным и качественным ростом системы сбыта, позволившей увеличить долю прямых продаж за счет сокращения доли дистрибьюторов. Показатели рентабельности у Лебедянского одни из самых высоких как среди российских, так и зарубежных аналогов: норма ЕБИТДА - 24%, норма чистой прибыли - 14%. По оценкам AC Nielsen, доля Лебедянского на рынке в феврале - марте 2005 г. составляла 31,1% (в долларовом выражении).

## ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

### Вимм-Билль-Данн

#### Илл. 79. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1189	1466	1593	1645
EBITDA, млн. \$	97	148	133	132
Чистая прибыль, млн. \$	24	54	43	41
P/E	33,4	14,8	18,8	19,4
EV/EBITDA	15,9	10,4	11,6	11,6
Капитализация, млн. \$	802			
EV, млн. \$	1542			
Производство, тыс. т	1			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 80. Краткий обзор компании

##### Сильные стороны

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

##### Слабые стороны

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

##### Возможности

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

##### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 81. Основные события

Дата	Событие
12 мая	<p>Акции Вимм-Билль-Данна включены в индекс MSCI Russia: очень хорошая новость, хотя и немного омраченная решением Standard &amp; Poor's снизить рейтинг корпоративного управления компании</p> <p>Агентство Standard &amp; Poor's снизило рейтинг корпоративного управления Вимм-Билль-Данна с «CGS 7+» до «CGS 7». Решение о снижении рейтинга принято в связи с недавними перестановками в совете директоров компании и усиливающимся влиянием крупных акционеров. Следует отметить, что и «CGS 7» - высокий рейтинг и пока остается самым высоким среди всех российских публичных компаний. С нашей точки зрения, понижение рейтинга незначительное и не должно повлиять на котировки акций Вимм-Билль-Данна.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Балтика

#### Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	994	1177	1207	1226
EBITDA, млн. \$	253	342	351	358
Чистая прибыль, млн. \$	132	195	199	201
P/E	24,4	16,6	16,2	16,0
EV/EBITDA	12,9	9,5	9,3	9,1
Капитализация, млн. \$	3222			
EV, млн. \$	3260			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 83. Краткий обзор компании

##### Сильные стороны

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

##### Слабые стороны

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

##### Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка
- 

##### Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 84. Основные события**

Дата	Событие
11 мая	<b>BBH будет проводить реорганизацию: хорошая новость для Балтики</b> Причиной недавнего резкого роста цен акций Балтики является готовящаяся реорганизация Baltic Beverages Holding (BBH). Ожидается, что холдинг официально объявит о создании единого органа управления, в состав которого войдут представители крупнейших пивзаводов. Финальным этапом этой реорганизации должно стать объединение пивзаводов на базе Балтики.
17 мая	<b>Чистая прибыль Балтики выросла на 50.3% в I квартале, хорошая новость</b> Чистая прибыль Балтики, рассчитанная в соответствии с РСБУ, выросла на 50,3% до 902 млн руб. в I квартале 2005 г. по сравнению с показателем аналогичного периода прошлого года. Выручка компании увеличилась на 24% до 5,96 млрд руб. Рост объема производства составил 23%. Балтика показала очень сильные результаты по сравнению с конкурентами. Кроме Балтики, рост производства увеличили еще только две пивные компании: Вена (17%) и Sun Interbrew (5%). Согласно данным Росстата, общее падение производства по отрасли в I квартале составило 0,6% (до 171,6 млн дал).
26 мая	<b>Балтика: в 1Кв05 рост чистой прибыли составил 96,4% год-к-году</b> Балтика выпустила свой первый отчет по IFRS в евро - за 1Кв05 (предыдущие отчеты формировались в соответствии с требованиями GAAP и в долларах США). Выручка выросла на 27,5% до \$216,8 млн (несколько выше нашего прогноза) благодаря увеличению объема продаж и повышению цен на продукцию (в рублевом выражении). Особенно заметно цены повысились на дешевые сорта пива. Так, например, доля сорта ДВ в выручке выросла на 138,7% благодаря грамотной маркетинговой политике. Усилились позиции Балтики и в лицензионном сегменте, в частности, выручка от реализации сорта Carlsberg выросла на 24,2%. Производственные издержки в расчете на литр пива снизились на 9% благодаря пуску в эксплуатацию солодовни в Тульской области. Коммерческие и общехозяйственные расходы росли в отчетном периоде теми же темпами, что и выручка. Основные причины увеличения этих расходов – рост объема продаж и повышение тарифов на железнодорожные перевозки (+11% в рублевом выражении).

Источник: оценки Альфа-Банка

## КОСМЕТИКА

### Концерн Калина

**Илл. 85. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	187	216	246	275
ЕБИТДА, млн. \$	29	33	38	42
Чистая прибыль, млн. \$	19	22	25	28
P/E	13,6	11,8	10,4	9,3
EV/ЕБИТДА	9,3	7,8	6,6	5,5
Капитализация, млн. \$	263			
EV, млн. \$	268			
Кол-во акций, млн.	9,8			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 86. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

- Высокая доля небрендованных продуктов

**Возможности**

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

**Угрозы**

- Сильная конкуренция с международными производителями

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 87. Основные события**

Дата	Событие
3 мая	<b>Калина опубликовала отчеты за 2004 г. по US GAAP: отличные результаты</b> 2004 выручка увеличилась на 14% до \$89,3 млн, ЕБИТДА – на 85% до \$16,3 млн и чистая прибыль – на 51% до \$10.1 млн. Рост показателей валовой, по ЕБИТДА и чистой рентабельности составил 16%, 62,7% и 33,1% соответственно. Компания показала отличные результаты по итогам 2004 года. Выручка и чистая прибыль соответствует нашим прогнозным значениям. Выручка выросла на 16% до \$182,6 млн (мы ожидали \$187,35 млн), чистая прибыль увеличилась на 76% до \$19.04 млн (мы прогнозировали \$19.40 млн). Рост ЕБИТДА превзошел наши ожидания, этот показатель вырос на 45% до \$33,35 млн. Показатели валовой, по ЕБИТДА и чистой рентабельности выросли на 14%, 25% и 52% и составили 49,7%, 18,3% и 10,4% соответственно.

Источник: оценки Альфа-Банка

## ФАРМАЦЕВТИКА

### Аптеки 36,6

**Илл. 88. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	209	282	380	496
ЕБИТДА, млн. \$	16	20	32	45
Чистая прибыль, млн. \$	2	3	10	18
P/E	90,7	57,8	17,3	9,1
EV/ЕБИТДА	14,8	12,1	7,9	5,5
Капитализация, млн. \$	168			
EV, млн. \$	246			
Кол-во акций, млн.	8			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 89. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

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

**Угрозы**

- Конкуренция снизит прибыльность
- Рост может быть сдержан недостаточным финансированием

Источники: оценки Альфа-Банка

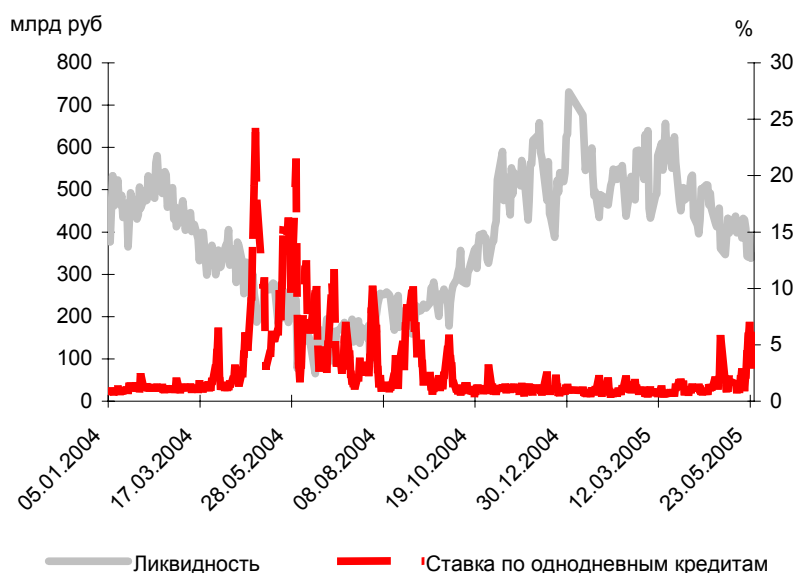
## Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

**Снижение ликвидности из-за приближения сроков досрочного погашения долгов Парижскому клубу в объеме \$15 млрд**

В мае на межбанковском рынке вновь начали возникать проблемы с ликвидностью. Ставки по однодневным кредитам увеличились с 1% до 4-5%, т.к. налоговые платежи совпали по времени с периодом сокращением ликвидности у инобанков, активно занимавшим рубли на «межбанке». Уровень ликвидности в банковской системе в целом остается на уровне \$20 млрд, но понемногу снижается, подстегивая рост ставок по однодневным кредитам. С нашей точки зрения, угрозы повторения кризисных явлений в банковской системе в настоящее время практически нет, тем более что после 1 августа ожидается очередная индексация пенсий. Вместе с тем из-за приближения сроков досрочного погашения долгов Парижскому клубу в объеме \$15 млрд ситуация с ликвидностью в июне и июле может обостриться.

**Илл. 90. Ставки по однодневным кредитам и уровень ликвидности в банковской системе**



Источники: Reuters, оценка-Альфа-Банка

**Deutsche ведет переговоры о приобретении 50% акций Импексбанка; очередное общее собрание акционеров состоится 24 июня**

Иностранные банки продолжают проявлять большой интерес к российскому рынку. В частности, Deutsche Bank ведет переговоры о приобретении 50% акций Импексбанка (сыгравшего в период кризиса 1998 г. роль бридж-банка Российского кредита). Т.о., подтверждается наша точка зрения о том, что, в перспективе в российской банковской системе будут «заправлять» госбанки и инобанки, которые сильно потеснят обычные комбанки. В группе госбанков лидирующие позиции остаются за Сбербанком: в отчете за 2004 г. по МСФО мы надеемся увидеть, насколько сильно улучшились его показатели в результате прошлогоднего банковского мини-кризиса. Выход отчета, по-видимому, будет приурочен к очередному общему собранию акционеров (24 июня).

**Сбербанк**
**Илл. 91. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Активы, млн. \$	70115	81667	92617	100657
Чистая прибыль, млн. \$	473	767	824	929
P/E	27,0	16,6	15,5	13,7
Капитализация, млн. \$	12 768			
Кол-во об. акций, млн.	19			
Цена, \$	655			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 92. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

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

**Угрозы**

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 93. Основные события**

Дата	Событие
14 мая	<p><b>Мы пересматриваем расчетную цену акций Сбербанка в связи с заметно выросшей в 4Кв04 доходностью операций кредитования</b></p> <p>Вышедший отчет Сбербанка за 2004 г. по РСБУ дает основание для повышения расчетной цены его акций. Мы внимательно проанализировали два ключевых показателя – комиссионный доход и процентную маржу. Размер комиссионного дохода - \$1,1 млрд - несколько ниже нашего прогноза (\$1,2 млрд). С другой стороны, в 4кв04 процентная маржа оказалась выше, чем мы ожидали. Сбербанку удалось удержать стоимость фондирования на уровне 5,3% (в 3Кв04 5,4%) и получить дополнительный доход за счет роста отдачи от операций кредитования с 12% в 3Кв03 до 12,7% в 4Кв04. В результате процентная маржа выросла с 6,7% в 3Кв04 до 7,4% в 4Кв04 – очень хорошая тенденция, позволяющая повысить расчетную цену акций. В настоящий момент мы пересматриваем рекомендацию по акциям Сбербанка.</p>
19 мая	<p><b>Совет директоров Сбербанка рекомендует выплатить дивиденды в размере, соответствующем доходности на уровне 1% по обыкновенной и 2,1% - по привилегированной акции, т.е. практически на уровне аналогичного показателя по итогам 2003 г.</b></p> <p>Совет директоров Сбербанка рекомендует выплатить дивиденды за 2004 г. из расчета \$6,2 на обыкновенную и \$0,136 на привилегированную акцию - дивидендная доходность 1% и 2,1%, соответственно. По итогам 2003 г. этот показатель составил 1,1% и 2%, соответственно.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка



## Рынок облигаций

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

Оксана Клыпина (7 095) 783-5029

## Илл. 94. Основные события

Дата	Событие
3 мая	ФРС США повысила ставку на 25 б.п. до 3%. Результаты заседания Комитета по операциям на открытом рынке ФРС оказали незначительный эффект на долговые рынки, т.к. соответствовали ожиданиям. Замечание относительно "умеренного инфляционного давления в долгосрочной перспективе" привело к снижению доходности 10-летних КО США на 2 б.п.
5 мая	Новость о понижении агентством S&P долгосрочных кредитных рейтингов компаний General Motors и Ford Motors спровоцировала продажи высокорискованных активов, в том числе облигаций стран, относящихся к развивающимся рынкам. Рейтинг General Motors был понижен на два пункта до BB, а Ford Motors – на один пункт до BB+. В отличие от других стран с развивающейся экономикой на российских облигациях эта новость отразилась в меньшей степени.
9-10 мая	Бразилия, Филиппины и Уругвай выпустили еврооблигации на общую сумму в \$1,55 млрд, что оказало некоторое давление на развивающиеся рынки. Более того, министерство финансов США обнародовало свои планы о размещении в течение недели КО США на сумму в \$51 млрд.
11 мая	Агентство S&P повысило суверенный рейтинг Украины на один пункт до "BB"
12 мая	Россия достигла соглашения с Парижским клубом о досрочном погашении части долга. Такой исход переговоров был уже заложен в рыночных ценах, что ограничило позитивный эффект данной новости после ее опубликования. Кроме того, инвесторов разочаровало отсутствие какой-либо информации о планах правительства по урегулированию оставшейся части долга Парижскому клубу в течение ближайших 2-3 лет.
18 мая	Центральный банк Бразилии повысил ставку Selic на 25 б.п. до 19,75%.
22 мая	Газпром разместил 10-летние еврооблигации на сумму в €1 млрд с доходностью к погашению 5,875%.
24 мая	Публикация Протокола заседания Комитета по операциям на открытом рынке ФРС от 3 мая вызвала снижение доходностей облигаций (доходность к погашению по 10-летним КО США приблизилась к отметке 4%). В протоколе указывалось, что ФРС очень тщательно контролирует индикаторы инфляции, уделяя им больше внимания, чем показателям экономического роста. При этом официальные представители ФРС отметили, что эти индикаторы остаются "под контролем". Инвесторы сделали вывод, что на следующем заседании Комитета по операциям на открытом рынке ФРС базовая ставка может быть повышена на 25 б.п., и не исключено, что в ближайшем времени ФРС сделает паузу в повышении ставок.

**В мае котировки на мировом долговом рынке значительно выросли под влиянием КО США**

В мае мировой долговой рынок демонстрировал рост цен, главной движущей силой которого стали КО США. К концу месяца доходность к погашению по 10-летним КО США приблизилась к 4%, против 4,2-4,4% в апреле. Ободряющие заявления представителей ФРС в сочетании с благоприятными данными по инфляции поддержали ожидания, что ФРС не будет придерживаться агрессивной рестрикционной политики. Более того, некоторые инвесторы ожидают, что в ближайшее время ФРС сделает паузу в повышении ставок.

**Котировки российского долга росли опережающими темпами по сравнению с КО США, что привело к сокращению спрэдов на 10-25 б.п.**

Позитивные внутренние новости поддержали российский суверенный долг в период нисходящей ценовой коррекции на мировых рынках, и к концу месяца рост котировок российских суверенных бумаг превзошел КО США. В частности, спреды к доходности КО США сократились на 10-25 б.п., а доходность по облигациям Россия -30 стабилизировалась на уровне около 180 б.п. (против 190-220 б.п. в апреле). Сделка с Парижским клубом стала решающим событием. Поскольку такой исход переговоров был ожидаем, публикация этой новости не привела к активному открытию длинных позиций. Тем не менее, официальное соглашение между Россией и Парижским клубом поддержало позитивные настроения и позволило российским еврооблигациям закрепиться на достигнутых уровнях.



### **РФ подписала соглашение о досрочном погашении части долга перед Парижским клубом кредиторов в размере \$15 млрд**

Долг РФ перед ПКК имеет мультивалютную структуру: на 65% он выражен в евро, на 22% - в долларах США, оставшаяся часть – в других валютах. В ходе переговоров с парижским клубом были достигнуты следующие договоренности:

- погашение долга будет происходить частями в рамках нескольких платежей в течение текущего года и закончится к 20 августа;
- 1-ый транш в размере \$13 млрд будет перечислен в начале июня. В том числе, на долю Германии придется \$6,5 млрд;
- установление моратория на выпуск странами-членами ПКК секьюритизированных бумаг на долг РФ на срок 18 месяцев. В случае, если РФ начнет новые переговоры о досрочном погашении оставшегося долга – мораторий может быть продлен на 6 месяцев.

По оценке Минфина РФ экономия средств федерального бюджета от досрочного погашения долга составит \$6 млрд. В том числе, в текущем году – порядка \$400 млн, в 2006 г - \$800 млн, в последующие годы – по \$500-600 млн. В настоящее время долг РФ перед Парижским клубом кредиторов является наиболее дорогостоящим – стоимость его обслуживания составляет 12-13% ежегодно.

По мнению министра финансов, досрочное погашение части российского долга перед Парижским клубом не повлияет на курсовую политику, инфляцию и другие макроэкономические показатели. Большая часть средств на цели досрочного погашения уже аккумулирована Минфином на счетах в Банке России.

*Факт досрочного погашения очень позитивен для России в среднесрочном плане, поскольку приведет к улучшению инвестиционного климата России и позволит улучшить условия заимствований для корпоративного сектора. Кроме того, это станет фактором, способствующим ускорению повышения суверенного рейтинга.*

*Кроме того, средства от экономии на процентных платежах по долгу Парижскому клубу кредиторов могут быть теперь направлены на социальные расходы.*

*Вместе с тем, в достигнутой договоренности есть один негативный момент. Если ранее предполагалось обсуждение досрочного погашения всего долга в течение 3-летнего периода, в прозвучавших заявлениях российских представителей власти не было упомянуто ни слова о планах по дальнейшему урегулированию задолженности. Данный факт уже в ближайшее время негативно отразится на котировках Aries. Начиная с января, инвесторы активно покупали данные облигации в ожидании, что договоренности с ПКК о досрочном погашении долга РФ выведут эти бумаги из зоны российского риска и впоследствии Aries будут торговаться как германский долг.*



Илл. 95. Динамика валютных облигаций на 2 июня 2005 г.

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	Спред к безрисковой ставке бп
<b>Еврооблигации</b>						
Евро-05	24.07.2005	100,81	-0,25	2,9	8,68	-8,55
Евро-07	26.06.2007	110,69	-0,06	4,5	9,03	96,43
Евро-10	31.03.2010	108,75	0,06	4,8	7,59	121,81
Евро-18	24.07.2018	146,13	2,19	5,9	7,53	193,32
Евро-28	24.06.2028	177,38	4,03	6,3	7,19	224,02
Евро-30	31.03.2030	109,88	3,35	5,8	4,55	178,54
<b>Облигации Минфина</b>						
Минфин 5	14.05.2008	93,75	0,94	5,4	3,20	172,55
Минфин 6	14.05.2006	98,63	0,19	4,5	3,04	127,12
Минфин 7	14.05.2011	86,50	1,76	5,7	3,47	195,08
Минфин 8	14.11.2007	96,13	0,79	5,1	3,12	155,82
<b>Agies</b>						
Agies 2007	25.10.2007	105,50	-0,12	Н/Д	5,16	Н/Д
Agies 2009	25.10.2009	115,75	0,33	3,8	6,70	131,11
Agies 2014	25.10.2014	128,19	1,23	5,7	7,49	180,30
<b>Муниципальные облигации</b>						
Москва-06	28.04.2006	107,12	-0,41	2,8	10,22	76,69
<b>Банковский сектор</b>						
Альфа-Банк	19.11.2005	102,04	-0,55	6,2	10,54	308,23
Внешторгбанк-05	28.04.2005	Н/Д	Н/Д	0,0	Н/Д	Н/Д
Внешторгбанк-07	30.07.2007	103,33	-0,10	Н/Д	4,61	Н/Д
Внешторгбанк-08	11.12.2008	103,73	0,52	5,7	6,63	204,25
Газпромбанк-05	04.10.2005	102,24	-0,25	2,8	9,54	74,67
Газпромбанк-08	30.10.2008	103,72	0,25	6,0	6,99	237,72
Зенит	12.06.2006	101,75	0,12	7,4	9,09	417,75
МДМ-Банк	16.12.2005	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
НИКойл	19.03.2007	101,88	-0,21	7,8	8,83	435,15
НОМОС-банк	13.02.2007	101,63	-0,12	8,1	8,98	460,33
Петрокоммерц	09.02.2007	102,43	-0,69	7,4	8,79	396,88
Русский стандарт-07	14.04.2007	101,93	-0,17	7,6	8,58	409,47
Сбербанк	24.10.2006	101,15	0,04	Н/Д	2,84	Н/Д
Уралсиб	06.07.2006	103,72	0,25	5,3	8,56	202,81
<b>Нефтегазовый сектор</b>						
Газпром-07	25.04.2007	107,14	0,34	5,1	8,52	159,20
Газпром-09	21.10.2009	118,42	1,08	5,7	8,87	200,71
Газпром-10	27.09.2010	114,25	1,01	4,7	6,83	211,87
Газпром-13	01.03.2013	119,71	2,27	6,4	8,04	254,52
Газпром-20	01.02.2020	105,64	1,50	6,1	6,82	227,26
Газпром-34	28.04.2034	120,55	5,36	7,0	7,15	280,76
Роснефть	20.11.2006	110,75	-0,39	5,0	11,51	163,78
Сибнефть-07	13.02.2007	107,75	-0,55	6,6	10,67	312,61
Сибнефть-09	15.01.2009	111,13	-0,24	7,2	9,67	355,16
ТНК	06.11.2007	110,52	-0,14	6,3	9,95	Н/Д
<b>Телекоммуникационный сектор</b>						
АФК Система-08	14.04.2008	107,13	-0,81	7,4	9,57	Н/Д
АФК Система-11	28.01.2011	103,40	-0,25	8,1	8,58	Н/Д
ВымпелКом-05	26.04.2005	Н/Д	Н/Д	0,0	Н/Д	0,00
ВымпелКом-09	16.06.2009	106,38	0,57	8,1	9,40	Н/Д
МТС-08	30.01.2008	107,26	-0,57	6,7	9,09	Н/Д
МТС-10	14.10.2010	102,63	-0,14	7,8	8,16	Н/Д
<b>Металлургический сектор</b>						
Евразхолдинг-06	25.09.2006	103,38	0,23	Н/Д	8,58	0,06
Евразхолдинг-09	03.08.2009	110,18	0,62	Н/Д	9,87	0,08
ММК-08	21.10.2008	101,04	-1,49	Н/Д	7,92	0,08
Северсталь-09	24.02.2009	103,06	-0,73	Н/Д	8,37	0,08
Северсталь-14	19.04.2014	102,61	-0,19	Н/Д	9,01	0,09
<b>Другие</b>						
Алроса	06.05.2008	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Вимм-Билль-Данн	21.05.2008	100,25	0,25	10025,0	8,48	0,08

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

**Индекс РТС: традиционное весеннее ралли не состоялось, стоит ли ждать летнего?**

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

**Илл. 96. Индекс РТС – основные технические характеристики**

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1 - 31 мая	
		Краткосрочный	Долгосрочный	R4	R3	S1	S2	OP	HI
РТС	ДЕРЖАТЬ ЦЕЛЬ 824	Нейтральный К повышению	Нейтральный	821.16	Граница клина	673.39	6-месячная МА	670.15	
				785.52	Исторический максимум	625.37	3-летний тренд	675.54	
				722.16	Максимум 09.03.05	611.96	24-месячная МА	631.20	
				704.88	Линия тренда	577.92	Основной	674.19	

Источник: оценка Альфа-Банка

**Основные выводы**

- И долгосрочный и краткосрочный тренды на РТС нейтральные, в то время как краткосрочная тенденция быстро сдвигается в сторону повышения. Это указывает на завершение среднесрочной фазы консолидации на российском рынке акций
- Мы полагаем, что индекс РТС все еще имеет неплохие шансы для возобновления роста и новой попытки «прорыва» выше 705 в течение ближайших нескольких недель
- Вслед за возможным «прорывом» выше отметки 705 можно ожидать начала нетрадиционного «летнего» ралли к уровню 824 в июне-июле текущего года
- На наш взгляд, только падение ниже 3-летней линии тренда (625) может привести к более значительному падению индекса РТС вплоть до основной поддержки 578
- Мы рекомендуем инвесторам ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ с технической целью 824

**Илл. 97. Индекс РТС - Месячные технические характеристики, по состоянию на 8 июня 2005 г.**



Источники: РТС, СQG, оценка Альфа-Банка

**Долгосрочный тренд на РТС стал нейтральным, что лишь немного ухудшает среднесрочную перспективу рынка**

**Классический технический анализ**

В мае 2005 г. индекс РТС закрылся приблизительно на том же самом ценовом уровне, что и в апреле 2005 г., что указывает на отсутствие традиционного весеннего ралли на российском рынке акций. В то же время индексу РТС не удалось опуститься ниже 3-летней восходящей линии тренда, как показано на Илл. 97. Более того, он нашел в себе силы вернуться выше 6-месячной скользящей средней, что, безусловно, является хорошими знаками для долгосрочных инвесторов. Еще один аргумент в пользу игры на повышение – это то, что и 6-ти и 24-месячная скользящие средние по-прежнему направлены вверх. Однако среднесрочная консолидация на рынке не прошла бесследно. Она привела к смене долгосрочного тренда на РТС с восходящего на нейтральный, что несколько ухудшает среднесрочные перспективы рынка, но не изменяет нашу долгосрочную цель. Что касается краткосрочной тенденции на рынке, то она стала нейтральной и быстро сдвигается в сторону повышения. На наш взгляд, такая конфигурация краткосрочного и долгосрочного трендов указывает на завершение фазы консолидации на российском рынке акций, за которой должна последовать новая волна роста. Мы полагаем, что индекс РТС имеет неплохие шансы для возобновления роста и новой попытки «прорыва» выше 705, которая вполне может оказаться успешной.

**Краткосрочный тренд и циклы**

**Илл. 98. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 8 июня 2005 г.**



**Краткосрочный тренд на РТС стал нейтральным и быстро сдвигается в сторону повышения**

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 98 прошла свое локальное «дно» и в настоящее время повышается, приближаясь к медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Это значит, что краткосрочный тренд на РТС стал нейтральным и быстро сдвигается в сторону повышения. Быстрая адаптивная линия тренда (ATL) тоже сформировала свой локальный минимум и стала двигаться вверх параллельно медленной ATL. Такая конфигурация быстрой и медленной адаптивных линий тренда – это очень сильный «бычий» знак, который указывает на скорое возвращение краткосрочной восходящей тенденций. Кроме того, есть ряд других надежных «бычьих» сигналов. Во-первых, это кроссинг быстрой и медленной адаптивных скользящих средних в сторону повышения. Во-вторых, быстрая адаптивная линия тренда (ATL) находится как выше быстрой, так и медленной АМА, что означает «прорыв» важных уровней сопротивления. И, наконец, само значение индекса уже пятый день находится выше медленной АМА, что приближает кроссинг медленной ATL и медленной АМА.

**И быстрый, и медленный моменты стали двигаться вверх в тандеме, это – хороший бычий знак**

Медленный момент в средней части Илл. 98 сформировал свой локальный минимум на отрицательной территории, возобновил рост и сейчас приближается к принципиально важному нулевому уровню. В то же время, линия быстрого момента сформировала свой локальный минимум вблизи нулевой отметки, возобновила рост и уже вернулась на положительную территорию. Тот факт, что оба момента стали двигаться вверх в тандеме, следует рассматривать очень хороший краткосрочный «бычий» сигнал, подтверждающий скорое возвращение восходящей тенденции.

**Краткосрочный CWC стабилизировался на уровне плюс «сигма»**

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 98 прошел свою локальную «вершину» в сильно перекупленной области вблизи уровня плюс «два сигма» и в настоящее время находится в фазе понижения. Однако ниже уровня плюс «сигма» ему опуститься не до сих пор удалось, что указывает на сохраняющийся стороны покупателей. Мы ожидаем, что краткосрочный CWC вскоре возобновит свой рост от текущих уровней, и это будет значить, что равновесие на рынке сдвинулось в пользу игроков на повышение. Волатильность краткосрочного CWC (амплитуда его огибающей) пока остается на нормальном среднем уровне, но, на наш взгляд, он должна резко увеличиться после того, как краткосрочный рыночный цикл возобновит фазу роста.

### **Долгосрочный тренд и циклы**

**Долгосрочный тренд на РТС стал нейтральным**

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 99 в настоящее время направлена почти строго горизонтально и по-прежнему находится выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Это указывает на то, что долгосрочный тренд на РТС стал нейтральным, что ретроспективно подтверждает присутствие на рынке фазы среднесрочной консолидации на протяжении последних нескольких месяцев. В то же время, быстрая адаптивная линия тренда (ATL) миновала свое локальное «дно» и возобновила рост, что, конечно же, является среднесрочной «бычьей» предпосылкой, указывающей на завершение фазы среднесрочной консолидации.

**Медленный момент нейтрален, а быстрый – подает «бычий» сигнал**

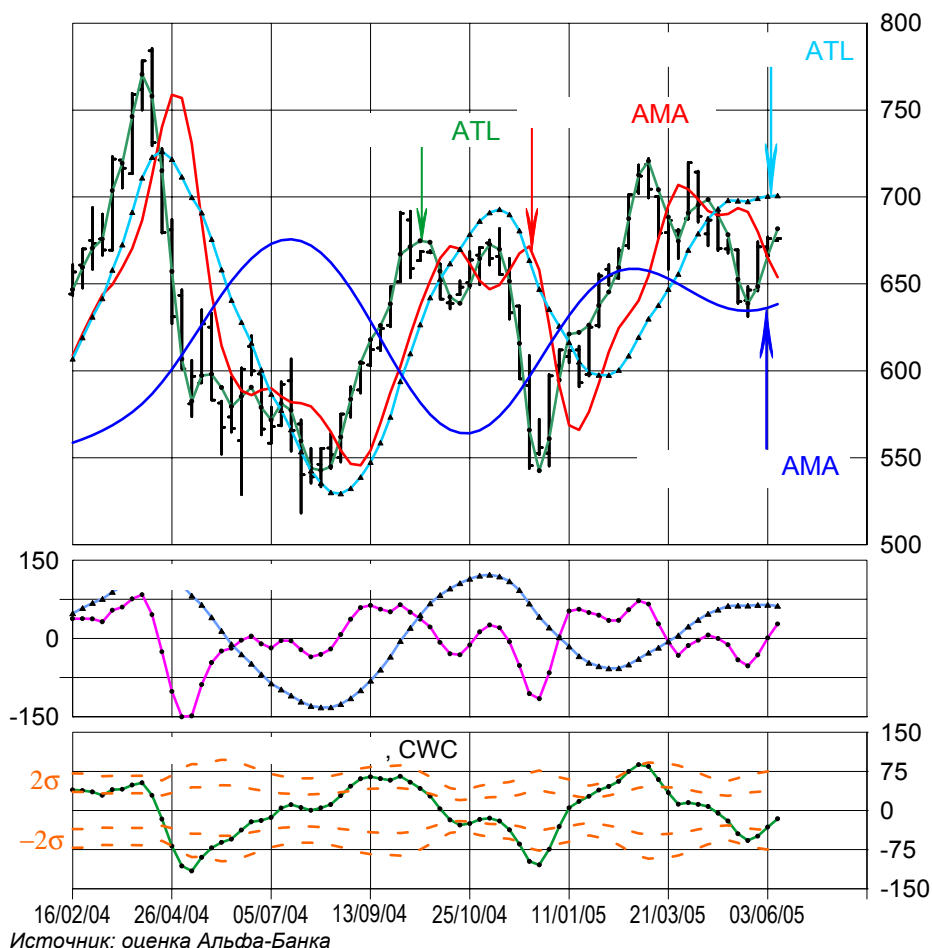
Индикатор медленного момента в середине Илл. 99 прекратил свой рост и вышел на «плато» в области положительных значений. В принципе, это нейтральная для рынка техническая фигура. Иногда она заканчивается возобновлением роста, а иногда – его падением. А вот тот факт, что линия быстрого момента сформировала свой локальный минимум на отрицательной территории и начала расти на фоне нейтрального медленного недельного момента – это, безусловно, очень «бычья» среднесрочная техническая картинка, подтверждающая близкое завершение фазы среднесрочной консолидации на РТС. Еще одним

**Только за счет новой фазы роста долгосрочного CWC индекс РТС может вырасти до 775 в течение 1-2 месяцев**

обнадеживающим (с точки зрения игроков на повышение) знаком служит то, что быстрый недельный момент уже практически достиг положительной области. Это дает веские основания ожидать ускорения роста на РТС в ближайшие 1-2 недели.

Как мы и ожидали, долгосрочный составной волновой цикл (CWC) сформировал свою локальную «впадину» между уровнями минус «сигма» и минус «два сигма», а затем начал новую фазу роста. Мы полагаем, начало новой фазы роста долгосрочного CWC подтверждает завершение среднесрочной фазы консолидации на рынке и указывает на возможность нетрадиционного «летнего» ралли. Волатильность долгосрочного CWC начала расти, и уже достигла нормального среднего уровня. Наши самые пессимистические оценки показывают, что только за счет новой фазы роста долгосрочного CWC индекс РТС может достичь отметки 775 в течение 1-2 месяцев. Поэтому с учетом трендовой составляющей наша долгосрочная цель 824 становится вполне реальной.

**Илл. 99. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 8 июня 2005 г.**



Источник: оценка Альфа-Банка

**Уровни поддержки и сопротивления**

**Сильный уровень сопротивления расположен на отметке 705**

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл. 96 и Илл. 97. Сильная уровень сопротивления сейчас расположена вблизи отметки 705. Ключевая поддержка – 773. Другая сильная поддержка равна 625. Основная поддержка равна 578.



### Потенциал роста и падения индекса РТС

С учетом вышеприведенных факторов мы делаем следующие выводы:

**Прорыв выше 705 вероятен на горизонте 1-2 недель**

**Прорыв выше отметки 705 может послужить триггером для ралли к 824 в июне-июле**

1. И долгосрочный и краткосрочный тренды на РТС нейтральные, в то время как краткосрочная тенденция быстро сдвигается в сторону повышения. Это указывает на завершение среднесрочной фазы консолидации на российском рынке акций.
2. Мы полагаем, что индекс РТС все еще имеет неплохие шансы для возобновления роста и новой попытки «прорыва» выше 705 в течение ближайших нескольких недель.
3. **Вслед за возможным «прорывом» выше отметки 705 можно ожидать начала нетрадиционного «летнего» ралли к уровню 824 в июне-июле текущего года. Наши самые пессимистические оценки показывают, что только за счет новой фазы роста долгосрочного CWC индекс РТС может достичь отметки 775 в течение 1-2 месяцев.**
4. На наш взгляд, только падение ниже 3-летней линии тренда (625) может привести к более значительному падению индекса РТС вплоть до основной поддержки 578.

Мы рекомендуем инвесторам **ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** с технической целью 824.

# 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  
Начальник аналитического отдела,  
Телекоммуникации  
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

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

Государственные ценные бумаги  
Технический анализ  
Аналитическая поддержка российских  
клиентов  
Группа переводчиков  
Подготовка продуктов

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

### Торговые операции и продажи

Телефон  
Продажи иностранным клиентам  
Продажи российским клиентам  
  
Рынки капиталов/Структурированные  
продукты  
Адрес

Ринат Гайнуллин  
Брэндан Франич, Ирина Михайлова

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

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.