



Июль: не по-летнему деловой настрой

12 июля 2005 г.

www.alfabank.ru

Москва

Тема: G-8 и Россия: выгодные взаимоотношения

- Весеннее ралли, хотя и с большим опозданием, но все же состоялось: на данный момент ситуация на рынке выглядит таким образом, что индекс РТС, возможно, перейдет в новый диапазон - 750-815 пунктов, который совпадает со справедливым DCF-значением данного индекса. Повышательная тенденция в индексе РТС связана с сочетанием ряда факторов: дешевизна российских акций по сравнению с бумагами аналогичных компаний на развивающихся рынках, вновь формирующаяся тенденция к росту свободных денежных средств у российских игроков, снижение российского риска на фоне предлагаемых правительством законодательных инициатив, направленных на выполнение обещаний, данных Россией отечественному и зарубежному бизнес-сообществу. Кроме того, российский рынок акций растет быстрее других развивающихся рынков, стимулируя менеджеров, сохраняющий относительно низкий вес российских бумаг в инвестиционных портфелях, соответствующим образом корректировать географическую структуру инвестиций. Покупки со стороны инвестфондов, в свою очередь, будут стимулировать рост котировок российских акций до уровня их справедливой стоимости.
- Вопреки утверждениям ряда экспертов, далеко не все возможности, которые появились у России в результате будущего председательства в «большой восьмерке», уже реализованы - в целом инвесторы должны оказаться в выигрыше. При выполнении роли руководителя страны-председателя у Путина не будет столько проблем, сколько их было у лидеров других стран: предполагается, что в течение ближайших 12 месяцев Путин будет заниматься в основном реализацией политических целей. Председательство в «большой восьмерке» помимо всего прочего позволит восполнить недостающее звено – систему «сдерживания и противовесов» действий правительства, отсутствие которых можно считать одной из основных причин дестабилизации, возникшей в последние полтора года (Юкос, Газпром - Роснефть, налоговые «рейды»).
- Несмотря на медленные темпы роста российской экономики, продолжается динамичный рост в таких отраслях, как потребительский сектор и сфера обслуживания, бюджетные показатели становятся все лучше за счет дополнительных налоговых поступлений от дорожающей нефти. Досрочное погашение задолженности перед Парижским клубом кредиторов должно уже в относительно скором будущем подтолкнуть, как минимум, одно из рейтинговых агентств к повышению российского рейтинга на одну ступень. Принятие такого решения, в свою очередь, стало бы сильным катализатором роста котировок российских акций и облигаций в течение оставшихся летних месяцев.

Рекомендации по портфелю*

Северсталь	Потенциал роста до уровня справедливой стоимости - 41%. Отставание в динамике этой бумаги связано со снижением цен на сталь и отсутствием четкой стратегии развития. Возобновление роста котировок должно было уже начаться.
Вымпелком	Потенциал роста до уровня справедливой стоимости - 40%. Бумага слишком сильно отстала из-за прогнозируемого снижения темпов роста и разногласий между акционерами.
MTS	Потенциал роста - 38%. До истечения срока действия опциона на покупку 10% акций у Deutsche Telekom (середина августа) сильного роста этой бумаги ожидать не следует.
Газпром (внутренние)	Потенциал роста - 34%. Государство уже получило контрольный пакет акций монополии, и теперь можно ожидать заключения соглашений о совместных крупных проектах, которые должны положить начало этапу возобновления роста добычи и экспорта газа после нескольких лет стагнации.
ВСМПО	Потенциал роста - 22%. Проблем со структурой собственности больше нет. Крупнейший поставщик титана на мировой рынок, IPO планируется в начале 2006 г.
ЛУКОЙЛ	Потенциал роста - 17%. ConocoPhillips продолжает покупать акции этой крупнейшей многопрофильной нефтяной компании России. Дорогая нефть будет способствовать росту прибыли.

Примечание: * срок инвестиций - 3-6 месяцев; потенциал роста относительно цены закрытия на 7 июля

Последние публикации

G-8 и Россия: выгодные взаимоотношения <i>Крис Уифер, Ерик ДеПой</i>	7 июля
РБК: устойчивый, но дорогой бизнес <i>Светлана Суханова, Елена Бороденко</i>	4 июля
Отчет Сбербанка за 2004г. по МСФО: улучшение в рамках прогноза <i>Наталья Орлова</i>	4 июля
Комбинат им. Степана Разина: находка для инвестора <i>Елена Бороденко</i>	29 июня
Отчет Мечела за 2004 г. по US GAAP: норма EBITDA достигла 25% <i>Максим Матвеев CFA</i>	28 июня
Газпром: соглашение по Штокману ускорит рост акций Газпрома <i>Крис Уифер, Аниса Нагариа</i>	27 июня
Отчет Вимм-Билль-Данна за1Кв05: неутешительный результат <i>Елена Бороденко</i>	20 июня
АФК «Система»: устойчивый рост с потенциалом в 38% <i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	20 июня
Российские мобильные операторы: стоимость или рост? Пока – и то, и другое <i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	17 июня
Отчет Норильского Никеля за 2004 г. по МСФО: норма EBITDA повысилась до 48% <i>Максим Матвеев CFA</i>	14 июня
Украинская электроэнергетика: дремлющие титаны <i>Виталий Зархин, Виктория Горбенко, Роман Филькин</i>	7 июня
Балтика: рост в ожидании консолидации <i>Елена Бороденко</i>	7 июня

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

Отдел исследований

research@alfabank.ru

(095) 795-3676

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

СОДЕРЖАНИЕ:

Стратегия.....	3
Тема: G-8 и Россия: выгодные взаимоотношения	14
Динамика и оценка акций	22
Графики.....	26
Экономика и политика.....	28
Новости компаний и отраслей.....	31
Нефть и газ	31
Энергетика	40
Телекомы	43
Металлургия.....	49
Машиностроение	54
Пищевая промышленность и розничная торговля	57
Банковский сектор	63
Рынок облигаций	66
Индекс РТС: начало нетрадиционного летнего ралли?.....	69

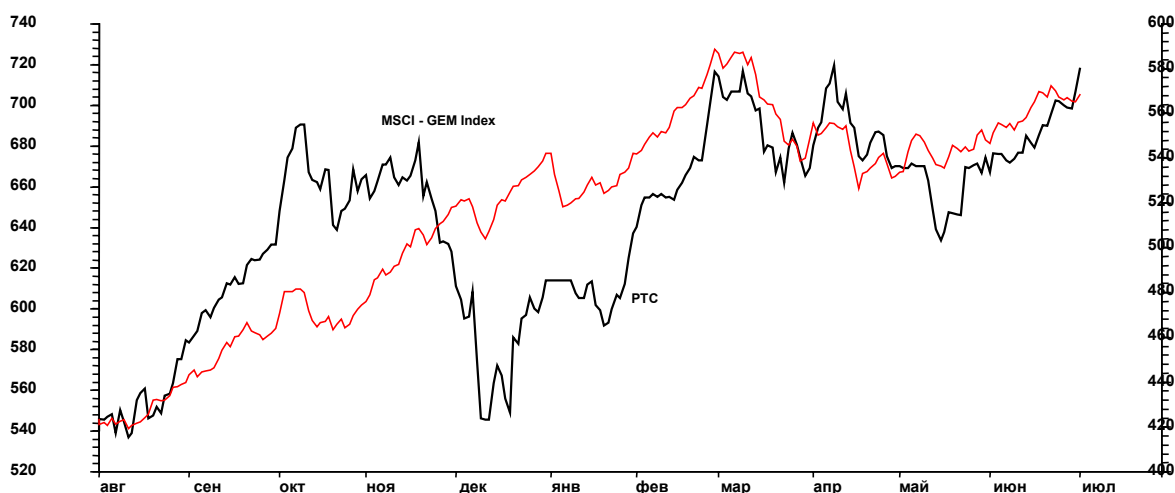
Стратегия

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

Российские акции следуют за трендом на мировых развивающихся рынках, однако, бывают то «лучше», то «хуже рынка» - в зависимости от потока отечественных новостей

В последние 9 месяцев российские акции, в основном, следовали за трендом на мировых развивающихся рынках, однако, периодически, в зависимости от потока отечественных новостей, были то лучше, то хуже рынка. Ожидается, что в ближайшие месяцы международные условия станут более стабильными, поскольку инвесторы, кажется, готовы подождать более убедительных сигналов (независимо от направленности) в отношении тренда развития мировой экономики. Кроме того, инвесторы оптимистичнее оценивают динамику процентных ставок. В летние месяцы поток отечественных новостей будет, как ожидается, благоприятным (в связи с тем, что правительство подталкивает Газпром к заключению соглашений по ряду крупных проектов, а Путин действует во исполнение обещаний, данных большому бизнесу) или хотя бы неплохим (новых налоговых «наездов» не ожидается). Учитывая это, российские акции могут вновь превзойти восходящий тренд на мировых развивающихся рынках.

Илл. 1. PTC – в целом в рамках тенденций на мировом рынке акций за исключением серии «всплесков» на российских новостях



Источник: DATASTREAM

В «Ежемесячном обзоре рынка» за июнь мы выделили причины для роста оптимизма

В нашем «Ежемесячном обзоре рынка» за июнь мы выделили причины для оптимизма в отношении динамики российских активов, которая превосходит мировой фондовый рынок. В основном эти причины сохраняются и сегодня и, с некоторыми уточнениями, сводятся к следующему:

Дисконт к аналогам на мировых развивающихся рынках

Акции все еще дешевы – в среднем российские активы торгуются с 24%-ным дисконтом к аналогам на мировых развивающихся рынках (или с дисконтом в 19%, если исключить нефтяные компании).

**Раунд повышения доходов нефтяных компаний**

Аналитики в основном используют предполагаемую цену нефти, которая ниже, чем текущая (с начала года) средняя цена (сорт Urals стоил в начале года \$45,5 за баррель, по сравнению с \$34,6 за баррель в 2004 г.). Как ожидается, несмотря на высокие ставки дополнительного налогообложения и рост затрат, в ближайшие месяцы произойдет новый раунд повышения доходов нефтяных компаний.

Ликвидность возвращается

Уровень отечественной ликвидности остается высоким, хотя она и менее обильна, чем год назад. Кроме того, сегодня ликвидность обходится дороже, чем год назад (правительство активно стерилизует прибыли корпораций, а это сокращает доступную ликвидность). Тем не менее, по мере роста конъюнктуры рынка трейдеры будут с большей охотой идти на риск инвестиций (или принимать на себя его издержки).

Доля акций в обращении (в процентах) сокращается

Доля акций в обращении вновь несколько сократилась, особенно на отечественных фондовых биржах. Несмотря на то, что в недавние месяцы прошел ряд IPO, эти компании, как правило, не котируются на РТС или ММВБ. В то же время стабильный процесс покупок акций стратегическими инвесторами (например, Copoco покупает акции ЛУКОЙЛа) сокращает пул акций, доступных российским инвесторам.

Доля российских акций в портфелях большинства фондов, инвестирующих в EMEA и GEM, остается заниженной

Несмотря на ряд институциональных покупок, сделанных в последние недели, доля российских акций в портфелях большинства фондов, инвестирующих в активы EMEA и GEM, остается заниженной. Поскольку опережающая динамика российских активов не меняется, инвестиционные фонды будут испытывать все большую потребность выровнять эту ситуацию, что приведет к дальнейшему росту цен на российские акции.

Путин выполняет обещание, данное лидерам делового сообщества: улучшить в России инвестиционный климат.

Президент Путин пока держит слово, данное лидерам российского бизнеса (и мировому деловому сообществу) относительно улучшения в стране инвестиционного климата. После таких событий, как провалившаяся сделка по слиянию Газпрома и Роснефти, правительство было в замешательстве, но сейчас оно серьезно занято привлечением инвестиций и поддержанием роста экономики.

Вероятно, ряд крупных энергетических проектов, особенно в сфере добычи газа (а также сжиженного природного газа), будет согласован.

Обеспечив мажоритарную долю государства в Газпроме, правительство продвигает ряд крупных энергетических проектов, таких как освоение гигантского Стокмановского газового месторождения в Баренцевом море. Помимо явных выгод в виде дополнительных доходов, которые поступят от этих проектов, в них есть и явный политический подтекст. Дело в том, что для России весьма желательна продолжение ее сотрудничества в области энергетики с главными экономиками мира. В ответ на это страна получает торговые и политические уступки.

Председательство России в G-8 создаст в стране мощную внешнюю систему «сдерживания и противовесов» действиям правительства

Несмотря на попытки торпедировать председательство России в G-8, оно становится фактом. В связи с ожидаемым к концу года вступлением в ВТО Россия ощущает необходимость привести свою деловую и экономическую стратегию в соответствие с международными стандартами. В дальнейшем это создаст в стране мощную систему «сдерживания и противовесов» (в том числе в интересах инвесторов).



Долги Парижскому клубу выплачены досрочно

Финансовая мощь экономики России продолжает расти. Сегодня ее долги Парижскому клубу выплачены досрочно, и есть реальные шансы на то, что в этом году произойдет еще одно повышение рейтинга суверенных долгов.

Илл. 2. После двух фальстартов – успешный старт



МАКС 719.74 8/4/05, МИН 591.67 20/1/05, ПОСЛЕДНЕЕ ЗАКРЫТИЕ 717.87 1/7/05

Источник: DATASTREAM

Общий уровень справедливой стоимости рынка составляет 815 пунктов по Индексу РТС

В нашем «Ежемесячном обзоре рынка» за май мы пересмотрели «составляющие» нашей оценочной модели, исчислив общий уровень справедливой стоимости рынка (815 пунктов). Это на 100 пунктов выше уровня, указанного в обзоре за август 2004 г. Тогда мы ожидали, что торговый диапазон РТС составит 600-700 пунктов (из-за неопределенности в таких вопросах как «дело Юкоса» и продолжение пересмотра крупных налоговых дел). В обзоре за май мы предположили, что многие (хотя и не все) факторы риска получают разрешение (или рациональное объяснение), что дало нам повод для большего оптимизма – и для прогноза торгового диапазона примерно в 750-810 пунктов РТС (по итогам года).



Илл. 3. Прогнозируемый диапазон колебания индекса РТС



Источник: DATASTREAM

**Имелись ясные
причины двух
несостоявшихся
весенних ралли**

В прошлом месяце мы выделили причины двух несостоявшихся ралли, которые вкратце сводятся к следующему:

- Отсутствие ясности в отношении противоречивой сделки Газпром-Роснефть;
- Опросы общественного мнения, дающие слабую поддержку правительства;
- Опасения, что отношения государства и большого бизнеса могут еще ухудшиться;
- Снижение прогнозируемых на 2005 г. темпов роста экономики (из-за сокращения инвестиционных затрат);
- Небольшое снижение цен на нефть в период с середины апреля по середину мая;
- Цикл повышения процентных ставок в США, давший повод опасаться оттока ликвидности с развивающихся фондовых рынков;
- Неопределенность в отношении роста мировой экономики, негативно влияющая на настроение глобального фондового рынка и сбивающая цены на ряд сырьевых товаров (например, металлы).

**Сегодня эти опасения,
в основном,
уменьшились или
устранены**

Сегодня эти факторы, в основном, уменьшились в своем весе или устранены, и инвесторы международного фондового рынка, как представляется, проявляют готовность следовать за тенденцией роста на развивающихся рынках, заняв при этом осторожную позицию в отношении развитых рынков. Большая часть этих последних испытывает сегодня более серьезные, по сравнению с развивающимися экономиками, проблемы (как, например, европейские дела или темпы роста в США). Продолжающийся чистый (нетто) приток ликвидности в фондовые активы развивающихся рынков показывает, что инвесторы пока не готовы обменять «устойчивый рост» на «неопределенность» других категорий активов (но лишь «пока»).



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

	За месяц	За последние 3 месяца	С начала года	За последние 12 месяцев
	%	%	%	%
РТС	6,4	4,2	16,9	26,7
MSCI – Russia	5,2	3,0	11,7	18,5
MSCI – GEM	3,7	3,2	4,8	32,1
MSCI – Asia	3,0	2,2	5,5	27,1
MSCI – EMEA	3,7	0,9	-0,3	29,0
MSCI – LatAm	5,7	9,4	10,2	52,0
MSCI – World	0,6	0,5	-1,8	8,8
Dow Jones Ind	-1,6	-1,1	-4,5	0,2
NASDAQ Comp	-0,5	3,3	-5,5	2,5
EU Region	-2,6	-1,3	-2,6	14,0

Источник: DataStream

* Исходя из цен закрытия за 1 июля 2005 г.

Летнее оживление?

С низкой (в середине мая) отметки Индекс РТС вырос на 13,3% и, видимо, вырастет еще

После фальстарта в апреле кажется, что ожидавшееся фондовое ралли, которое должно было вытолкнуть РТС в торговый диапазон примерно 750-799 пунктов, твердо заявило о себе. Месяц назад, когда мы готовили обзор рынка за июнь, уже разворачивались события, позволившие нам утверждать, что отложенное «весеннее» ралли вот-вот начнется. С недавней (в середине мая) низкой отметки Индекс РТС вырос на 13,3%. По нашим расчетам, стоимость акций, в среднем, все еще на 14% ниже агрегированной (на основе DCF) справедливой цены в 815 пунктов. В то же время на Илл. 5 видно, что некоторые акции предлагают гораздо больший потенциал роста, чем в среднем по рынку.

В основе нашего отбора лучших акций лежит анализ дисконтированного денежного потока (DCF), но ряд акций обещают в летние месяцы стать особо привлекательными, с точки зрения потенциала роста

В основе нашей главной оценочной методики лежит анализ дисконтированного денежного потока (DCF), и мы ожидаем, что акции с максимальным потенциалом роста до справедливой цены окажутся в средне- и долгосрочной перспективе среди самых эффективных инструментов фондового рынка. В основу рекомендуемого нами «типового» портфеля кладутся акции с максимальным потенциалом роста. Однако в нашем обзоре рынка за июнь мы особо выделяем ряд акций, обещающих в летние месяцы стать весьма привлекательными, с точки зрения потенциала роста (учитывая сочетание их потенциала роста на основе DCF с накопленным импульсом и ожидаемым потоком новостей).

Пять акций, имеющие наибольшие шансы возглавить летнее ралли

Пять акций, имеющие наибольшие шансы возглавить летнее ралли (в алфавитном порядке) таковы:

- Аптеки «36,6»
- Внутренние акции Газпрома
- ЛУКОЙЛ
- АФК «Система»
- ВСМПО

Пять акций из запасного списка

Для тех, кого интересует более широкий портфель, предлагаем пять акций из запасного списка:

- Иркут
- МТС
- Сбербанк
- Северсталь
- Вымпелком



Историческую динамику пяти последних акций (и их потенциал роста до справедливой цены на основе DCF) см. в таблице ниже.

Ведущие позиции на розничном рынке при огромном потенциале роста

Аптеки «36,6»

Рыночная капитализация: \$160 млн; доля акций в обращении: 25%.

- Ожидается, что в ближайшие пару лет рост выручки превысит 30%;
- Ведущие позиции на розничном фармацевтическом рынке Москвы и растущее присутствие в регионах;
- Сильная узнаваемость брэнда;
- В быстрорастущем сегменте потребительских товаров она - одна из немногих котируемых компаний (и менее дорогостоящая, чем продуктовые ритейлеры);
- Потенциал роста до справедливой цены на основе DCF равен 37%; акция продается с 48%-ным дисконтом к аналогичной группе компаний на GEM;
- С начала года цена акции выросла на 13,7% и, вероятно, станет участником нынешнего ралли.

Либерализация рынка акций Газпрома, быстро превращающихся в «индикативные» российские акции

Внутренние акции Газпрома

Рыночная капитализация: \$69 млрд. Вероятно, доля акций в обращении составляет около 22% (внутренние акции плюс АДС).

- Крупнейший в мире экспортер природного газа; экспорт дает 65-70% выручки;
- Существенный потенциал роста выручки и чистой прибыли в случае повышения российских внутренних цен на газ в соответствии с требованиями ВТО;
- В последние пять лет рост объемов добычи и экспорта газа был медленным, но сейчас вступает в фазу ускорения (в связи с крупными проектами, такими как ожидаемое в ближайшее время освоение Стокмановского месторождения);
- Превращение в «индикативную» российскую акцию, особенно после того, как доля государства в капитале компании превысила 50%, а правительство намерено использовать энергетическое сотрудничество для заключения выгодных для России сделок в сферах мировой торговли и геополитики;
- Либерализация рынка акций Газпрома существенно расширит долю его бумаг в обращении, доступную иностранным инвесторам, и увеличит вес компании в важнейших индексах MSCI;
- Потенциал роста до справедливой цены на основе DCF составляет 35%. С начала текущего ралли цена акции выросла на 10%, однако с начала года рост все еще недостаточно высок (5,1%).



Крупнейшая в России нефтяная компания, но фондовым рынком она оценена менее чем в одну пятую от стоимости сравнимых мировых нефтяных гигантов

ЛУКОЙЛ

Рыночная капитализация: \$32 млрд; доля акций в обращении: чуть более 50%.

- Крупнейшая в России нефтяная компания, по объему добычи и запасов (без Газпрома);
- Запасы компании оценены фондовым рынком менее чем по \$2 за баррель, или менее одной пятой от запасов сопоставимых мировых нефтяных гигантов;
- Сопосо покупает миноритарный пакет (20%) акций ЛУКОЙЛа (сегодня владеет 13%). Акции ЛУКОЙЛа – крупнейший российский актив мировых портфельных инвесторов;
- Самая диверсифицированная из российских нефтяных компаний, с точки зрения ассортимента продукции и географического представительства;
- Несмотря на повышение налоговых ставок и рост капиталовложений, в текущем году рост цен на нефть приведет к увеличению прибыли компании;
- Потенциал роста до справедливой цены на основе DCF равен 21%. В ходе текущего рыночного ралли акция выросла на 16%, а с начала года она растет опережающими темпами (21%).

Компания диверсифицирована лучше, чем мобильные телекомы; стремление Deutsche Telekom выйти из мобильного сегмента пойдет «Системе» на пользу

АФК «Система»

Рыночная капитализация: \$8,1 млрд; доля акций в обращении: 19,0%.

- Надежный способ «поставить» на мобильный сектор, с дополнительными «приманками» в виде потенциала роста;
- Акции «Системы» - хороший инструмент для участия в приватизации Связьинвеста;
- Выигрывает за счет роста мобильного сектора, но имеет и другие быстрорастущие виды бизнеса;
- На пользу «Системе» пойдет стремление Deutsche Telekom «сбросить» свой остаток акций мобильных телекомов;
- В начале 2006 г. состоится IPO компании «Комстар»;
- Соотношение EV/EBITDA за 2006 г. и 2007 г. составит менее половины этого коэффициента у МТС;
- Потенциал роста до справедливой цены на основе DCF равен 21%, но акция до сих пор торгуется чуть ниже своей цены первичного размещения.

Разрешен спор между основными акционерами крупнейшего в мире поставщика титана

ВСМПО

Рыночная капитализация: \$1,4 млрд; доля акций в обращении: 22,0%.

- Спор между основными акционерами разрешен – и вскоре завершится слияние с компанией «Ависма»;
- В начале 2006 г. твердо планируется провести IPO;
- Крупнейший в мире поставщик титана, спрос на который растет, например, в связи с его применением в создании больших пассажирских самолетов нового поколения;



- Долгосрочные контракты обеспечивают 65% продаж;
- Слияние позволит создать вертикально интегрированную структуру;
- В настоящее время акция торгуется с 25%-ным дисконтом к справедливой цене (на основе DCF) и с 60%-ным дисконтом к акциям аналогичной группы (с учетом EBITDA за текущий год).

Иркут выпустит новые акции для продажи Европейскому авиационному консорциуму EADS

Иркут станет центром новой «Объединенной авиастроительной корпорации», и после недавнего решения Годового собрания акционеров, утвердившего эмиссию новых акций, продаст 10% холдинга Европейскому авиационному консорциуму EADS. Потенциал роста до справедливой цены на основе DCF равен 45%.

В мобильном сегменте вот-вот начнут генерироваться гигантские денежные потоки

В этом году МТС и Вымпелком одинаково пострадали (с точки зрения котировок) из-за настроений акционеров, опасавшихся перехода мобильных телекоммуникаций в категорию «нерастущих» отраслей. Теперь эти опасения развеяны (или учтены в цене), и инвесторы сосредотачиваются на процессе генерирования гигантских денежных потоков от бизнеса. Потенциал роста обеих акций до справедливой цены превышает 40%.

Сбербанк извлекает выгоду из роста потребительского бума в России, являясь единственной финансовой компанией, котируемой на фондовом рынке

Сбербанк – «индикативная» акция, характеризующая экономику России в целом и рынок ее суверенных долгов. Ожидается, что в ближайшее время агентство Moody's повысит рейтинг России в очередной раз – благодаря досрочной выплате долгов Парижскому клубу и продолжающемуся росту бюджетных показателей. Это должно привести к дальнейшему росту котировок Сбербанка (хотя с начала года они выросли на 37%). Сбербанк извлекает выгоду из своего уникального положения единственной финансовой компании, котируемой на фондовом рынке. Учитывая потенциал роста экономики и экспансии банка в России, отношение рыночной и балансовой стоимости компании особого внимания не привлекает.

Сегодня акция – самая дешевая из отслеживаемых нами бумаг, и коррекция вверх более чем вероятна

Северсталь в последние недели испытала резкое падение котировок и сейчас показывает рост (с начала года) лишь на 11% (накануне было +30%). Причина – сочетание отраслевых факторов (в ценах на металл отразилась тревога за темпы роста мировой экономики) и отсутствие ясной стратегии развития. Сегодня акция – самая дешевая из отслеживаемых нами бумаг, так что она неизбежно привлечет к себе внимание инвесторов, надеющихся на рост стоимости купленных акций (который наступит скоро, если текущее ралли продлится).

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	4 018	7,28	11,00	51,1
Вымпелком	7 159	34,90	52,00	49,0
Иркут	509	0,58	0,84	45,1
Уралсвязьинформ	1 095	0,03	0,05	44,5
Норильский Никель	13 080	61,15	87,00	42,3
МТС	13 515	33,90	48,00	41,6
Аптечная сеть 36,6	160	20,00	27,30	36,5
Газпром	69 127	2,92	3,95	35,3
Мечел	3 610	26,02	35,00	34,5
Сибирьтелеком	649	0,05	0,07	33,3
АвтоВАЗ	663	24,38	32,00	31,3
АФК «Система»	8 130	16,85	21,40	27,0
ВСМПО	1 436	120,00	150,00	25,0
НТМК	1 585	1,21	1,50	24,0
Сургутнефтегаз	27 116	0,76	0,93	22,5
Балтика	3 170	25,75	31,30	21,6
ВолгаТелеком	782	3,18	3,86	21,4
ЛУКОЙЛ	31 896	37,50	45,24	20,6
Голден Телеком	1 124	30,90	37,00	19,7
ЗСМК	1 894	142,75	170,00	19,1
Сбербанк	12 825	675,00	790,00	17,0
РТС		717,9	823,5	14,7
Татнефть	4 096	1,88	2,09	11,2
Башнефть	1 077	5,92	6,53	10,3
Мегионнефтегаз	2 842	27,90	30,72	10,1
МГТС	1 086	13,60	14,80	8,8
Сибнефть	16 215	3,42	3,68	7,6
Северо-Западный Телеком	668	0,63	0,67	7,2
Вимм-Билль-Данн	722	16,42	17,30	5,4
Калина	284	29,10	30,13	3,5
ЦентрТелеком	570	0,36	0,37	2,4
Седьмой Континент	958	14,85	15,00	1,0
Ростелеком	1 494	2,05	2,05	0,0
Дальсвязь	165	1,40	1,38	-1,4
ЧТПЗ	254	0,54	0,47	-12,6
Транснефть привилегированные акции	6 037	970,50	805,00	-17,1
Выксунский метзавод	706	375,00	310,00	-17,3
Пятерочка	2 266	14,79	11,14	-24,7
ЮТК	262	0,09	0,06	-33,3

Источники: РТС, оценка Альфа-Банка

* Исходя из цен закрытия за 1 июля 2005 г.

Илл. 6. Доходность акций*

	Рыночная капитализация млн \$	Июнь %	С 16 мая** %	С начала года %	За последние 52 недели %
РТС		6,4	13,3	16,9	26,7
Аэрофлот	1 755	-1,7	-2,0	16,7	43,4
Аптечная сеть 36,6	170	3,8	-1,2	14,6	56,6
АвтоВАЗ	663	10,0	5,4	-8,8	4,3
Балтика	3 170	-2,2	10,9	58,2	96,3
Башнефть	1 077	7,1	6,0	25,8	38,0
ЦентрТелеком	570	3,5	3,5	3,5	-11,8
ЧТПЗ	254	-4,0	3,4	85,3	105,9
Дальсвязь	165	0,6	3,0	30,8	36,0
Газпром	69 127	1,4	9,7	5,1	37,3
Голден Телеком	1 124	17,9	21,9	17,0	10,4
Иркут	509	0,1	-5,0	2,0	14,0
Иркутскэнерго	1 053	2,8	1,8	6,0	21,4
Калина	284	8,0	16,0	71,0	62,0
Ленэнерго	498	0,0	0,0	-26,9	-29,0
ЛУКОЙЛ	31 896	5,2	16,2	21,2	41,5
Мечел	3 610	-3,0	-4,0	21,0	
Мегионнефтегаз	2 842	11,2	6,9	39,0	79,4
МГТС	1 086	-1,4	-1,4	15,0	17,5
Мосэнерго	2 177	-7,2	-6,7	-47,8	5,5
МТС	13 515	-3,5	8,8	-2,1	13,1
Норильский Никель	13 080	3,7	11,8	11,4	14,9
Северо-Западный Телеком	668	-1,4	7,8	19,2	24,0
НЛМК	6 263	-12,0	-15,0	8,0	32,0
Новосибирскэнерго	312	13,0	8,0	26,0	46,0
НТМК	1 585	0,4	3,5	21,2	105,1
ОМЗ	133	-2,7	-4,2	12,0	-44,0
Пятерочка	2 266	13,0			
Ростелеком	1 494	-1,5	0,5	9,3	-2,0
Самараэнерго	424	-6,0	-6,0	-6,8	9,8
Сбербанк	12 825	0,5	4,4	36,7	63,4
Седьмой Континент	958	10,5	22,0	48,0	
Северсталь	4 018	-10,5	-10,6	11,0	63,4
Сибирьтелеком	649	2,1	13,5	-0,9	13,5
Сибнефть	16 215	6,6	12,4	10,2	16,0
АФК «Система»	8 130	5,3	0,0		
ЮТК	262	-2,8	-1,1	19,4	6,6
Сургутнефтегаз	27 116	7,0	10,5	-0,5	17,3
Татнефть	4 096	8,8	17,1	28,9	56,8
Транснефть привилегированные акции	6 037	10,0	11,0	10,0	4,0
РАО ЕЭС	12 456	3,6	6,9	5,8	23,1
Уралсвязьинформ	1 095	-4,0	1,5	-6,6	-9,6
Вымпелком	7 159	-5,7	5,9	-3,3	14,0
ВолгаТелеком	782	-15,2	-0,9	-0,9	9,7
ВСМПО	1 436	13,0	8,0	18,0	60,0
Выксунский метзавод	706	6,0	16,0	90,0	147,0
Вимм-Билль-Данн	722	-15,1	-1,3	14,7	22,5
Юкос	1 620	11,1	13,2	-7,7	-91,0
ЗСМК	1 894	4,0	3,0	48,0	140,0

Источники: РТС, оценка Альфа-Банка

* Исходя из цен закрытия за 1 июля 2005 г.

** Считая началом ралли нынешнего 16 мая



Илл. 7. Динамика индекса РТС в сравнении с основными зарубежными фондовыми индексами*

	Июнь	За последние 3 месяца	С начала года	За последние 52 недели	За последние 3 года
	%	%	%	%	%
РТС	6,4	4,2	16,9	26,7	98
Russia MSCI	5,2	3,0	11,7	18,5	90
Аргентина	3,0	8,5	24,0	64,8	298
Бразилия	5,6	8,7	11,4	66,0	154
Чили	6,0	6,5	8,3	40,2	131
Мексика	6,3	12,5	8,9	40,0	89
Венесуэла	-4,1	-1,7	-19,4	-9,3	65
Латинская Америка	5,7	9,4	10,2	52,0	126
Чехия	4,2	0,1	8,8	66,0	243
Венгрия	10,2	-0,7	10,9	61,3	211
Израиль	-7,9	-1,7	-1,9	-1,5	81
Польша	8,0	-0,2	-2,7	40,8	116
Russia MSCI	5,2	3,0	11,7	18,5	90
ЮАР	3,8	-1,9	-10,3	24,0	80
Турция	9,9	9,1	7,3	56,6	232
ЕМЕА	3,7	0,9	-0,3	29,0	107
Китай	4,1	2,5	3,0	16,0	59
Индия	8,0	9,5	8,3	51,9	133
Индонезия	3,8	3,3	11,4	53,3	136
Южная Корея	1,4	-1,1	11,0	40,3	53
Малайзия	3,6	2,0	-2,9	5,2	21
Пакистан	8,4	-5,3	27,2	35,6	199
Тайвань	2,7	5,4	1,9	14,4	27
Таиланд	-0,5	-4,8	-5,6	6,0	97
Азия	3,0	2,2	5,5	27,1	53
Развивающиеся рынки	3,7	3,2	4,8	32,1	78
Мировой рынок акций в целом	0,6	0,5	-1,8	8,8	28
Dow Jones Industrials	-1,6	-1,1	-4,5	0,2	13
NASDAQ Comp	-0,5	3,3	-5,5	2,5	47
Евросоюз	-2,6	-1,3	-2,6	14,0	32

Источники: РТС, оценка Альфа-Банка

* Исходя из цен закрытия за 1 июля 2005 г.

+ На базе MSCI \$ за исключением данных по РТС, Dow и Nasdaq

**Тема: G-8 и Россия: выгодные взаимоотношения**

Крис Уифер (7 095) 130-7322; Ерик ДеПой (7 095) 795-3744

- Путин принимает на себя председательство в G-8, имея меньше проблем и неурядиц, чем другие лидеры.
- Выбор момента удачен для России, ибо повестка текущего года больше ориентирована на вопросы геополитики, чем торговли, что должно послужить интересам России.
- Формально членство России в G-8 оставалось в последние пять лет одним из трех ключевых приоритетов Кремля. Председательство России в G-8 - еще испытательный срок; награда победителю будет вручена не ранее, чем через год, на саммите в Москве или СПб.
- Для инвесторов это очень хорошо, ибо ограничения, связанные с членством России в G-8, заменят отсутствующую в ней систему «сдерживания и противовесов». Их отсутствие обусловило агрессивный ход «дела Юкоса» и слабый контроль над действиями ряда государственных чиновников и ведомств.
- Ожидают, что Путин воспользуется председательством в G-8, чтобы упрочить место России за столом глобальной политики, расширить ее влияние на «ближнее зарубежье» и страны Ближнего Востока. Кроме того, он постарается использовать связанные с членством в G-8 требования в качестве «рычага» для решения ряда внутриэкономических проблем России.
- Главные проблемы, которые могут возникнуть у Путина: рост терроризма внутри страны, открытый раскол в Кремле, второе дело типа «дела Юкоса», серьезный обвал цен на нефть.
- Лидеры G-8 окажут на Путина давление, чтобы Россия начала выполнять обещания в сфере сотрудничества по энергетике. Япония и Китай взаимно оспаривают маршрут главного российского нефтепровода на Восток, США заинтересованы в постройке нефтепровода до Мурманска, страны-члены ЕС хотят увеличения поставок газа. При этом все страны желают для своих энергетических компаний в России большего доступа к участию в разработке новых нефтегазовых месторождений, чтобы заполнить эти экспортные трубопроводы.
- Ожидается, что Россия очень скоро даст формальное согласие на разработку гигантского Стокмановского газового месторождения в Баренцевом море (где содержится объем сырья, эквивалентный 16 млрд баррелей нефти). Кроме того, партнеры в Европе и США надеются на прямые поставки газа в Великобританию и Германию, а сжиженного природного газа – в США. Это особенно выгодно для Газпрома, бумаги которого, как ожидается, станут в России «образцовыми» акциями (после того, как доля государства в капитале компании превысила 50%). Газпром обладает запасами газа, равными 110 млрд бнэ, т.е. они больше, чем запасы таких стран, как Кувейт. В то же время на фондовом рынке эти активы еще оценены менее чем в одну десятую стоимости международных энергетических гигантов.
- Принятие на себя столь важной роли на фоне весьма громкой международной критики само по себе чревато большим риском. Если Россия провалит этот экзамен, то премия за риск по акциям вновь увеличится, а приток инвестиций резко сократится.



- Председательство России в G-8 - фактор чисто положительный и призван (наряду с таким фактами как погашение долгов Парижскому клубу), сохранить текущий тренд на фондовом рынке и помочь ценам акций вырасти до справедливой цены (эквивалентной 815 пунктам по индексу РТС) (см. наш *Обзор по рынку за июнь*).
- Хотя российская экономика – самая скромная и наименее диверсифицированная в G-8, с учетом темпов хозяйственного роста и последних демографических тенденций она сможет к 2015 г. догнать экономику Канады, но чтобы сравняться с экономикой США, России придется подождать до 2103 г.

Президент Путин - единственный из 8 лидеров, кого в этом году не мучают внутривнутриполитические или экономические неурядицы

На этой неделе по завершении саммита G-8 в Шотландии Россия станет председателем в этой элитной группе держав на следующие 12 месяцев. Несмотря на критический взгляд некоторых кругов на «пригодность» России к этой роли, сомнения на сей счет лишены оснований. Далеко не «хромая утка» в ближайшие 12 месяцев, президент Путин единственный из восьми лидеров, кого не мучают внутривнутриполитические или серьезные экономические неурядицы. Россия – одна из немногих стран, имеющих прочные позиции для роли посредника в таких щекотливых вопросах, как ядерная программа Ирана и отношения с Северной Кореей.

Слабость России – в скромных размерах ее экономики и слабом соблюдении законов. Весьма вероятно, что в этом году такие вопросы не будут приоритетными

Слабость России – в скромных размерах ее экономики, низком уровне соблюдения законности и защиты демократических прав. Тем не менее, учитывая внутривнутриполитические и специфические проблемы, вставшие перед другими лидерами G-8 в ближайшие 12 месяцев, маловероятно, чтобы основной приоритет получили вопросы, способные вскрыть слабые места России (например, глобальные торговые противоречия). Наоборот, вероятнее, что приоритет получат сложные геополитические проблемы и вопросы сотрудничества в энергетике (т.е. сферы, где Россия имеет явное конкурентное преимущество). Если Путин сумеет избежать крупных внутривнутриполитических проблем, то ему удастся также отвести от себя все слишком критичные отзывы по поводу соблюдения законности и слабых демократических институтов.

Ограничения в связи с членством в G-8, могут стать заменой отсутствующих в стране «сдержек и противовесов» действиям правительства

Для инвесторов это также позитивно. В последние 18 месяцев инвесторы становились все более озабоченными отсутствием в России эффективных «сдерживания и противовесов». Прямым результатом этого стала высокая премия за риск по акциям, что заставляет российские активы торговаться с большим дисконтом к аналогам на мировых развивающихся рынках. Путин и соратники из «ближнего круга» в Кремле никогда не скрывали, что для них важным приоритетом является восстановление и удержание статуса России как одной из ведущих держав мира. Председательство в G-8 важный шаг в реализации этих планов, но реальное подтверждение статуса России последует лишь через год, в случае успешного саммита в Москве либо в СПб. Президент Путин не захочет, чтобы эти планы были расстроены действиями слишком рьяных чиновников или «Кремлевскими Гремлинами» из среды силовиков.

В 2004 г. Путин был занят расчисткой завалов после ряда неудач во внутренней политике

В прошлом году отсутствие в России системы «сдерживания и противовесов» обусловило слабую координацию усилий в деле «Юкос/Менатеп», неэффективность контроля над действиями налоговых властей, плохо продуманную стратегию многострадальной сделки Газпром-Роснефть, а также противоречивые последствия экономических реформ. Повторение подобных событий больно ударит по имиджу России как раз тогда, когда мир будет особенно пристально наблюдать за ее действиями. Недавние меры президента по улучшению отношений между государством и инвестиционным сообществом (как отечественным, так и иностранным) обусловлены необходимостью восстановить объем инвестиционных затрат. Эти меры обусловлены также необходимостью создать в России благоприятный инвестиционный



климат на год председательства в G-8 – и еще тем, что с их помощью страна вплотную приблизится к принятию в ВТО (на встрече в декабре).

По многим причинам Россия служит для G-8 идеальным противовесом энергетическим рискам и потенциальным (возможно, здесь уместнее слово «ощущаемым») рискам, исходящим от таких стран, как Северная Корея и Иран. С точки зрения ее инвестиционной привлекательности ограничения, налагаемые членством России в G-8 (т.е. если саммит в июле 2006 г. пройдет успешно), послужат снижению уровня премии за риск по акциям на этот период (и, как мы надеемся, утвердят новый свод правил, которые будут соблюдаться и далее, при ожидающих Россию трудных политических преобразованиях).

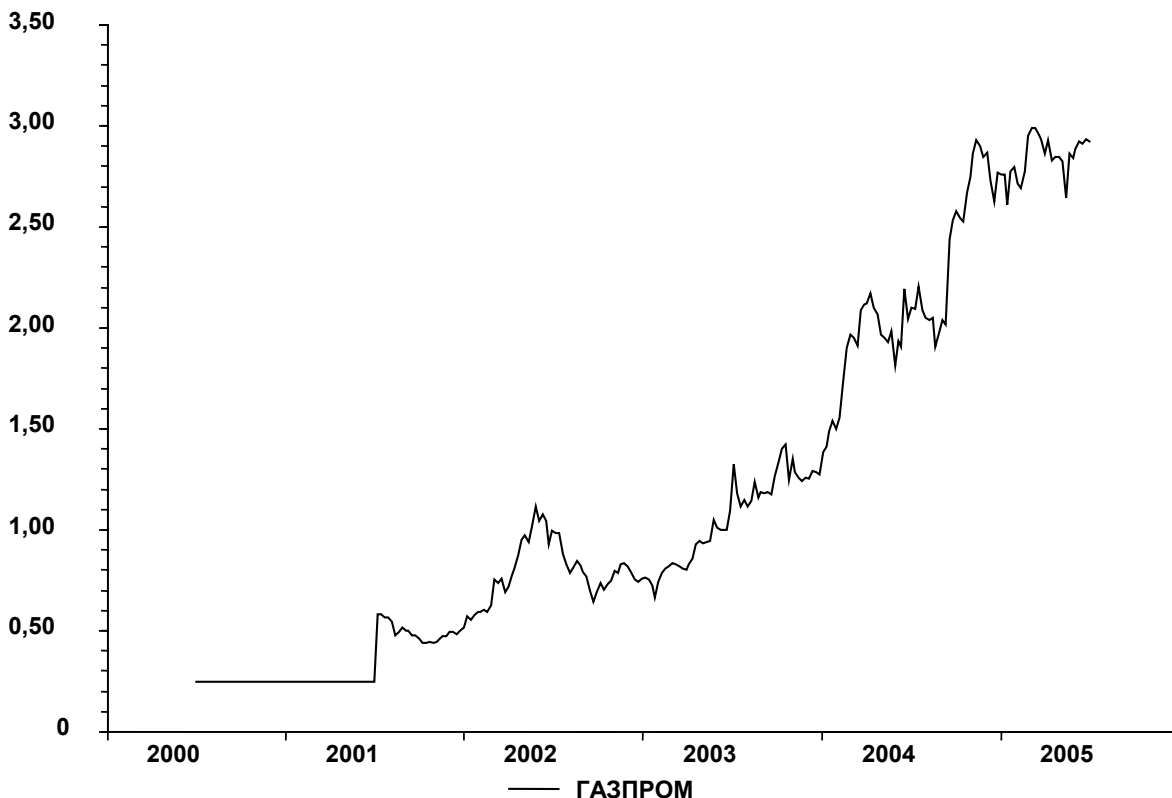
Принятие на себя столь важной роли само по себе чревато большим риском, если Россия провалит этот экзамен

Разумеется, роль России в G-8 в ближайшие 12 месяцев подвержена высокому риску. Если столь чаемое политическое единство в Кремле не состоится, и «Гремлины» спровоцируют еще одну сделку типа Газпром-Роснефть-Юганскнефтегаз, или если Путин не сможет сдержать слишком рьяных чиновников, и произойдет еще один «наезд» налоговых властей на крупную компанию, то ущерб инвестиционному климату (в форме стабильно высокой премии за риск по акциям) будет значительным. Если же Путин настоит на своем, то выигрыш для инвестиционного климата и для самих инвесторов будет столь же значительным.

На фондовом рынке есть достаточный импульс, чтобы в ближайшие месяцы цены акций выросли

Если не будет крупных внешних потрясений, то в ходе текущих событий уже накоплен достаточный импульс, чтобы в ближайшие месяцы цены акций выросли до справедливой цены на основании DCF (эквивалентной урону РТС в 815 пунктов).

Илл. 8. Внутренние акции Газпрома – возможность сыграть на росте российской экономики и вступлении России в ВТО



МАКС. 2,99 7/3/05, МИН. 0,25 3/7/00, ПОСЛ. СДЕЛКА 2,92 4/7/05 Источник: DATASTREAM

**Очень удачный год**

Текущий год является удачным для России годом для принятия лидерства в G-8, ибо другие лидеры заняты внутренними или же мировыми проблемами

Текущий год является очень удачным для России и президента Путина моментом для принятия лидерства в G-8. Большинство других лидеров группы поглощены внутривнутриполитическими проблемами или борьбой за повышение (слабых) темпов экономического роста. Поэтому крайне маловероятно, чтобы одна из этих стран пожелала быть вовлеченной в трудные переговоры по вопросам мировой торговли или захотела бы отдать приоритет глобальным экономическим проблемам. В этих сферах Россия, учитывая ее сравнительно небольшую экономику, сегодня слаба.

Большинство лидеров группы поглощены своими собственными проблемами

Вместо этого лидеры G-8 захотят сосредоточиться на своих внутренних проблемах (например, европейцы) и оставят глобальную проблематику другим, либо будут рассчитывать на помощь России в решении ряда глобальных проблем (США и Япония).

Приоритеты на этот год

Таким образом, в период председательства Путина группа G-8, вероятно, сосредоточится на следующих вопросах:

- Списание долгов африканским странам
- Вопросы мировой энергетики
- Изменение климата
- Международный терроризм
- Распространение ядерных технологий
- Ближний Восток в целом

Почти в каждом из этих вопросов Россия имеет преимущество

В каждом из вопросов Россия либо имеет конкурентное преимущество, либо может говорить на равных с другими членами G-8.

1. По вопросам списания долгов африканским странам министр финансов Кудрин одним из первых заявил, что Россия согласна на этот шаг. Имея валютные резервы в размере \$150 млрд и Стабилизационный фонд, где после уплаты долгов Парижскому клубу и перевода части средств на экстренные бюджетные нужды еще остается свыше \$20 млрд, плюс доходы от нефтегазового экспорта (свыше \$400 млн в сутки), Россия явно может себе это позволить.
2. Хотя в настоящий момент рост экспорта энергоносителей почти остановился, в период президентства Путина российский экспорт нефти (сырья и нефтепродуктов) вырос с 3 до 7 млн баррелей в сутки. Будущие проекты, хотя остановлены из-за неэффективного планирования стратегии, предусматривают новые маршруты для экспорта нефти, газа и сжиженного природного газа.
3. Россия уже подписала Киотский протокол.
4. Россия имеет хорошие отношения (либо контакты) со странами, которые в США считаются «рассадником терроризма». При этом Россия претендует на важную роль в борьбе с террором (ссылаясь на войну в Чечне).
5. Важная роль в вопросе распространения ядерных технологий, так как Россия помогает Ирану в развитии ядерной промышленности. Другие страны G-8 захотят, чтобы Россия контролировала также и масштаб этого развития.
6. Если недавний визит Путина на Ближний Восток стал на Западе предметом насмешек, то в прессе самих стран Ближнего Востока этот визит был встречен гораздо лучше.

**Что может пойти не так?**

Если в ближайший год вопросы мировой торговли не станут для G-8 приоритетными, а Россия проявит «коллегиальность» в решении вышеперечисленных проблем, то что может нарушить ее планы?

Пять основных проблем:**Терроризм внутри страны**

1. **Усиление терроризма в стране.** Это подорвало бы доверие к Путину в мире и его общественную поддержку в России. Он потерял бы преимущество деятеля, который, в отличие от других, не слишком обременен внутривнутриполитическими задачами в период председательства в G-8.

Раскол в Кремле

2. **Раскол в Кремле.** Если стремление властей всеми средствами добиваться выгодного положения в преддверии выборов 2008 г. обнаружится слишком рано или слишком явно, то Путин может потерять поддержку внутри страны и столкнуться с большими неурядицами.

Торможение экономики

3. **Ухудшение экономического положения.** Если последуют новые случаи агрессивного вмешательства в дела Большого бизнеса со стороны, например, налоговых властей, то это еще ухудшит инвестиционную обстановку. Если будет резкое снижение цен на нефть, относительная экономическая стабильность России может исчезнуть, выявив ее слабые позиции в мировом хозяйстве.

Еще одно «Дело Юкоса»

4. **Еще одно дело типа «дела Юкоса»** или агрессивные меры по умышленному подрыву того, что еще осталось от этой компании (методами, лежащими вне правового поля).

Иски в международных судах

5. **Миноритарные акционеры Юкоса/Менатеп** резко активизируют в международных судах борьбу против Российского государства и государственных компаний. Это было бы крайне неприятно для России и оставило бы драматичные события последнего года на первых полосах мировой прессы.

Примечание: хотя очень возможно, что будет достигнут компромисс, позволяющий, чтобы осколки Юкоса остались «на плаву», он послужит лишь для того, чтобы правительство могло «сохранить лицо», не доведя компанию до полного банкротства. Предпосылкой для такой сделки была бы смена владельца (т.е. Менатеп передает свой 53%-ный контрольный пакет и прекращает правовые иски), после чего Юкос мог бы существовать, но лишь затем, чтобы обслуживать свои значительные недоимки по налогам и долговые обязательства перед Роснефтью. Чтобы миноритарным инвесторам осталась хоть какая-то стоимость, потребуется (маловероятная) реструктуризация или прощение долга.



Приоритеты Кремля

В последние 5 лет у Путина было несколько первоочередных задач

После избрания Путина президентом в начале 2000 г. стало ясно, что он входит в группу «силовики», ставящую перед собой долгосрочные цели, но при этом имеющую и ряд первоочередных среднесрочных и краткосрочных задач. В числе основных первоочередных задач были следующие:

Власть Кремля

1. Изменить пирамиду власти в России, с тем чтобы Кремль вновь стал единственным центром власти в стране и перестал делить ее с другими политическими группами, неправительственными организациями или олигархами, как это было при президенте Ельцине;

Геополитика

2. Усилить геополитическое влияние России и гарантировать ей право участвовать в формировании глобальной политики наравне с ведущими мировыми державами;

Влияние в СНГ

3. Сохранить за Россией роль лидера, или, по крайней мере, влияние в «ближнем зарубежье», в частности, в Каспийском регионе и государствах на территории бывшей советской Средней Азии и Казахстана.

С диверсификацией экономики и социальными реформами можно подождать

Президент Путин постоянно говорит о долгосрочных целях: о создании более диверсифицированной экономики и более справедливом распределении богатства, об улучшении социальных условий жизни населения. Но он также четко заявляет о том, что он не будет продвигать план экономических реформ до тех пор, пока не будет уверен в том, что его правительству нет реальной угрозы со стороны других конкурирующих группировок, преследующих свои интересы.

Рост цен на энергоносители и увеличение объемов их экспорта способствуют усилению России

Следует отметить, что в течение последних пяти лет Кремль сконцентрировал свои усилия на достижении двух ключевых задач, почти не уделяя внимания остальным. Трудно представить, как Россия смогла бы обосновать свою претензию на роль председателя за столом ведущих мировых держав, если бы она не продемонстрировала свою способность быть важным игроком в области мировой энергетики. В данном случае такое предположение неуместно, так как Россия доказала свою способность быть таким игроком и эффективно пользуется своими преимуществами. В советскую эпоху Россия также была ведущей мировой державой, но исключительно благодаря потенциальной угрозе использовать свое военное могущество. В наши дни благодаря кооперации в области энергетики, она стала достойным членом клуба ведущих стран мира.

Место председателя «восьмерки» в следующем году – заслуженная награда победителя

Предложение занять место председателя «восьмерки» стало окончательным подтверждением того, что Россию признали в качестве полноправного члена мировой политической элиты. Именно ради этого Путин и члены кремлевской команды работали последние пять лет. Следующие двенадцать месяцев условно можно назвать «испытательным сроком», после которого, в случае его успешного завершения церемонией окончательного приема в качестве полноправного члена этого клуба, состоится встреча в России руководителей «большой восьмерки» (2006 г.).

**Сильные позиции Путина**

Отсутствие крупных внутренних проблем

Путин является единственным из руководителей «восьмерки», у которого нет крупных политических или экономических проблем. В этом и заключается объяснение убедительности претензий России занять в будущем году председательское место в клубе ведущих мировых держав.

Очень высокий рейтинг и отсутствие серьезных разногласий в Кремле

Персональный рейтинг Путина среди электората России равен примерно 70%. Такого никто из других руководителей «восьмерки» не имел. Несмотря на многие споры, относительно тактики и краткосрочных задач среди кремлевской команды пока не возникло серьезных проблем, которые могли бы угрожать авторитету и эффективности Путина как руководителя. Несомненно, эти разногласия и противоречия будут отвлекать руководство от проведения экономических реформ, служить поводом и могут послужить причиной более серьезной внутренней полемики о том, кто должен стать преемником Путина на президентских выборах в марте 2008 года. Но на ближайшие двенадцать месяцев все публичные споры будут отложены.

Темпы роста самые высокие среди стран «восьмерки», но их замедление вызывает озабоченность

Ясно, что цифры экономического роста в России в 2005 году будут ниже, чем в 2004. Причины этого замедления потенциально серьезны для правительства, если инвестиционный климат в ближайшем будущем не изменится. Но ожидаемый рост ВВП между 5,8% (прогноз министерства экономики) и 6,4% (наш прогноз), гораздо выше цифр роста ВВП других стран «восьмерки», а учитывая ежедневные доходы от экспорта нефти и газа в размере \$420 млн (из которых около 60% поступает в федеральный бюджет), то можно сказать, что у Путина гораздо меньше проблем по сравнению с другими лидерами.

Призывы к увеличению инвестиций и к лучшим деловым отношениям - пример удачной комбинации как во внутренней, так и во внешней политике

Несомненно, замедление объемов инвестиций в ключевые отрасли экономики, вызвано ситуацией в связи с делом ЮКОСА и ужесточением налоговой политики, а также частично в результате действий правительства по увеличению поступления средств от использования природных ресурсов. Важнейшим внутренним приоритетом Кремля в минувшую пятилетку было достижение полной политической власти. В настоящее время цель руководства – удержать ее во время ближайших выборов. Скорее всего, во время выборов Кремль будут критиковать именно по вопросам экономики, в частности, как разумнее использовать благоприятную конъюнктуру и рост доходов. Поэтому шаги Путина по установлению более тесных контактов с руководителями бизнеса, как в стране, так и за рубежом, и его призывы увеличить объемы инвестиций в экономику страны преследуют двоякую цель – ускорить развитие экономики внутри страны и упрочить доверие к России за рубежом.

У лидеров стран «большой восьмерки» свои проблемы

Как ни странно, но у большинства других лидеров «восьмерки» существует гораздо больше поводов для забот, как в политических, так и в экономических областях.

Буш завяз в Ираке и озабочен Ираном

США завязли в тяжелых и кровавых конфликтах в Ираке и Афганистане. Экономический рост также вызывает вопросы. Президент Буш должен добиться назначения своего кандидата в освободившееся кресло в Верховном Суде, кроме того, Белый Дом не делает секрета из того, что в международных делах на повестке дня стоят вопросы Ирана и Северной Кореи, которыми Буш намеревался заняться во второй срок своего президентства.

***Блэру бросают вызов
коллеги по партии***

Экономика Великобритании сейчас на подъеме, но премьер-министр Блэр находится под возрастающим давлением со стороны членов своей партии, призывающих его уступить место новому лидеру. Организация саммита «восьмерки» и заявка на проведение Олимпиады в Лондоне несколько отвлекают от этих проблем, но с наступлением осеннего политического сезона призывы уйти в отставку должны усилиться. Этого может и не произойти до 31 декабря 2005 года, т.е. до истечения срока председательства Англии в Евросоюзе, но баталии по вопросам бюджета этой организации и его конституции будут волновать умы жителей всех стран Европы.

***Франция и ФРГ
находятся в
политическом кризисе
и пытаются
отстоять свои
позиции в***

Как Франция, так и Германия столкнулись с рядом серьезных экономических проблем, и их лидеры испытывают серьезное политическое давление. Канцлеру ФРГ Шрёдеру предстоят всеобщие выборы осенью этого года, а президент Ширак может также не устоять, если ему не удастся защитить свои предложения в Евросоюзе по вопросам субсидий в сельском хозяйстве.

***Берлускони
сталкивается с
политическим
вызовом***

Премьер-министру Италии Берлускони также предстоят серьезные политические испытания ближайшей зимой. Позиции премьер-министра Канады также далеко не безоблачны.

***Япония озабочена
отношениями с
Китаем***

Экономика Японии в течение ряда лет находилась в застое, а руководство страны озабочено в основном разногласиями с Китаем, который стремится взять под свой политический и экономический контроль весь азиатский регион.



Динамика и оценка акций

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

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена	Изменение		За 52 недели	
					за месяц	с начала года	Максимум	Минимум
				\$	%	\$	\$	\$
Нефть и Газ								
Газпром	114A, REG S	10 в 1	4,4	38,6	15,2	8,6	39,7	26,1
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	63,0	39,2	12,0	27,5	39,4	25,0
Сибнефть	1	5 в 1	4,0	17,4	11,9	15,7	19,3	11,5
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	39,6	13,0	6,6	42,2	30,3
Татнефть	2	20 в 1	25,0	39,7	7,4	37,1	40,4	21,0
Юкос	1	4 в 1	20,0	2,4	16,1	-32,0	35,0	1,5
Энергетика								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	н/д	11,0	0,5	8,9	11,7	8,8
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	47,7	14,3	0,0	53,7	38,2
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	7,5	-5,7	-50,0	25,3	6,5
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	30,1	1,0	8,3	33,0	22,8
Телекоммуникации								
ВымпелКом	3	1 в 1	40,0	37,1	10,6	2,7	42,9	25,0
Голден Телеком	3	20 в 1	14,0	29,6	13,9	12,1	31,8	23,1
МТС	3	50 в 1	22,0	34,7	10,1	0,2	40,2	27,1
Система	4	1 в 4	23,0	17,5	11,9	2,9	18,9	15,0
МГТС	1	1 в 1	н/д	11,9	-9,1	5,3	12,0	8,0
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	6,6	-1,8	20,9	6,5	4,0
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	12,5	3,9	14,0	15,0	10,0
Уралсвязьинформ	1	1 в 2	н/д	6,6	1,8	6,0	6,9	4,6
ЮжТелеком	1	200 в 1	н/д	4,4	5,7	42,3	4,5	2,5
Прочие сектора								
ОМЗ	144A, REG S	1 в 1	16,6	3,9	10,0	26,9	5,6	2,2
ГУМ	1	2 в 1	32,2	5,1	13,3	77,1	6,1	1,8
Сан Интербью	144A, REG S	1 в 1	32,0	34,0	21,3	128,0	28,6	6,0
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	17,0	-5,7	18,4	20,4	11,9

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



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

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная	Потенциал	Рекомендация
	\$	MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$	млн. \$	млн. \$	2004	2005	2004	2005	цена \$	роста %	
Нефть и Газ														
Газпром	2,95	3	11	3,00	1,80	52,4	70 860	10,9	7,8	7,3	4,7	3,95	34	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	38,70	11	30	39,10	25,90	8,3	32 917	7,7	7,5	5,1	5,1	45,24	17	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	3,50	13	13	3,75	2,33	0,7	16 595	6,8	7,6	н/д	5,8	3,68	5	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,78	12	7	0,83	0,64	1,6	32 476	11,2	12,7	3,1	3,1	0,93	19	ПОКУПАТЬ
Татнефть	2,00	18	39	2,00	1,07	0,3	4 522	5,2	6,3	3,7	4,1	2,09	4	ДЕРЖАТЬ
Юкос	0,60	10	-11	8,05	0,50	0,1	1 331	0,2	0,3	1,6	1,8	приостанов	н/д	ПРИОСТАНОВ
Petrobras	48,67	4	10	49,44	25,56	8,7	50 883	7,2	5,8	4,0	3,2			
PetroChina	0,64	6	20	0,65	0,43	50,9	112 959	9,0	7,6	5,3	4,3			
Sinorep	0,36	-7	-13	0,46	0,35	42,8	34 031	7,0	6,4	4,3	4,2			
Среднее								7,1	6,6	4,5	3,9			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,22	2	6	0,24	0,14	0,0	1 049	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,65		-23	0,92	0,57	0,0	498	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,08	1	-45	0,25	0,06	0,1	2 276	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,30	5	10	0,33	0,23	4,8	12 497	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
CEZ	5,55	2	2	5,65	3,24	5,5	2 031	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Coperl	2,76	-7	-7	3,21	1,96	0,4	832	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Eletrobras	13,37	-19	-19	17,69	5,34	3,6	4 310	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
МГТС	13,70	-2	12	15,50	11,35	0,0	1 241	17,5	17,2	8,1	5,3	14,80	8	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	15,54	-1	-22	20,82	15,11	3,5	9 240	11,0	9,8	4,4	4,2			
Tele Norte Leste	22,88	9	17	24,20	13,97	3,6	7 373	н/з	н/з	6,6	5,8			
Среднее								14,3	13,5	5,5	5,0			
Ростелеком	2,02	-1	9	2,47	1,70	1,0	1 845	13,1	24,0	4,5	5,2	2,05	2	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,58	9	-4	0,66	0,41	4,0	2 997	16,7	13,3	5,5	4,5			
Embratel	1,87	-12	-35	4,61	1,66	0,0	1 501	н/з	н/з	4,5	3,9			
Среднее								14,9	18,6	5,0	4,2			
Голден Телеком	29,61	14	12	31,75	23,05	2,3	1 074	16,6	11,2	6,0	4,5	37,00	25	ПОКУПАТЬ
Netia	1,73	7	-9	2,06	1,49	3,4	448	н/з	10,7	3,5	3,3			
МТС	34,70	10	0	40,20	27,05	55,9	13 834	13,5	10,4	7,4	5,7	48,00	38	ПОКУПАТЬ
Система	17,50	12	2,9	18,90	14,95	55,9	8 444	16,1	12,7	3,1	2,6	21,40	22	ПОКУПАТЬ
ВымпелКом	37,10	11	3	42,90	25,00	39,2	7 610	21,7	12,8	8,7	5,9	52,00	40	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	19,50	0	5	22,15	14,49		1 644	13,7	13,8	5,2	5,2			
Mobinil	45,33	6	39	52,17	18,79	0,0	4 560	25,8	20,1	11,5	9,2			
Среднее								25,8	17,0	8,3	9,2			
Металлургия														
Норильский Никель	62,75	7	18	70,00	45,90	2,1	13 423	7,3	9,6	3,9	5,0	87,00	39	ПОКУПАТЬ
Amplats	43,83	1	45	44,71	27,96	944,4	9 539	27,5	27,2	12,3	14,3			
Inco	37,72	0	7	43,32	31,64	32,4	7 129	11,7	9,0	5,1	5,6			
Implats	86,58	0	24	89,56	61,89	2 205,4	5 768	13,4	14,6	9,3	8,5			
Среднее								17,5	16,9	8,7	10,0			
Северсталь	7,81	-2	4	8,3	7,12	0,5	4 307	3,1	3,7	2,1	2,3	11,00	41	ПОКУПАТЬ
Евраз Холдинг	14,20	-2	-2	н/д	н/д	3,6	5 042	4,7	4,3	2,8	2,7	19,00	34	ПОКУПАТЬ
Мечел	25,48	-5	16	33,70	15,79	4,8	3 536	6,5	6,8	3,4	3,4	35,00*	37	ПОКУПАТЬ
China Steel	0,99	-1	-11	1,17	1,17	0,89	9 830	6,2	6,2	4,1	4,1			
POSCO	175,40	1	-1	217,70	217,70	135,94	15 292	3,9	3,5	2,3	2,1			
Среднее								5,0	4,9	3,2	3,1			
Продукты														
Балтика	26,40	-4	60	27,50	11,80	0,0	3 093	24,2	13,4	13,9	8,7	31,30	19	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	16,95	-5,7	18	20,40	11,90	0,1	695	31,4	26,7	9,4	8,4	17,30	2	ДЕРЖАТЬ
Grupo Modelo-C	3,09	1	9	3,20	2,48	0,8	10 056	2,2	2,1	7,1	6,5			
GUINNESS Malasya	1,47	-0,9	8,7	1,53	1,21	0,1	445	2,2	2,1	7,1	6,5			
Среднее								2,2	2,1	7,1	6,5			
Торговля														
Аптеки 36.6	20,75	5	15	3,80	1,25	0,0	166	92,2	137,2	167,1	14,4	27,30		ПОКУПАТЬ
Robinson & Co	7,74	0	-5	8,98	4,97	0,4	1 066	20,4	21,1	17,8	9,3			
Matahari Putra Prima	22,06	5	-22	28,87	19,20	0,1	6 337	41,6	38,7	25,1	16,8			
Среднее								31,0	29,9	21,4	13,1			
Машиностроение														
ОМЗ	4,00	25	19	7,00	3,20	0,0	141	н/з	11,0	8,5	6,5	4,50	13	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	49,62	0	52	57,13	20,77	20,5	3 771	22,7	8,7	3,6	3,5			
Atlas Copco	37,25	1	10	39,40	30,67	52,4	9 818	14,3	13,6	8,4	7,6			
Среднее									13,6	6,0	5,6			

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

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка



Илл. 11. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 8 июля 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			
Нефть и Газ														
Мегийоннефтегаз	27,70	9	46	27,90	16,00	11,9	3 507	8,5	н/д	6,1	н/д	30,46	10	ДЕРЖАТЬ
Башнефть	6,00	9	29	6,10	3,68	17,6	1 140	4,1	4,6	2,3	2,9	6,53	9	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	4,40	6	13	5,00	3,02	191,7	440	4,4	н/д	4,3	н/д	4,75	8	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,33	8	5	0,36	0,29	5,4	339	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,03	0	-16	0,04	0,01	1,0	125	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,44	0	0	0,62	0,44	0,5	262	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	7,30	0	85	7,30	7,30	0,0	130	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,72	3	4	0,74	0,62	4,0	436	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	17,50	0	13	19,00	13,00	0,0	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	0,12	-6	-2	0,13	0,10	15,2	412	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
Телекомы														
Дальсвязь	1,40	-1	27	1,50	0,89	8,5	175	5,8	16,5	8,4	5,7	1,38	-1	ДЕРЖАТЬ
ЦентрТелеком	0,38	3	32	0,42	0,26	24,4	735	211,5	115,3	6,2	5,1	0,37	-3	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	3,36	-10	3	4,20	2,40	135,5	1 011	12,2	10,2	5,8	4,6	3,86	15	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,63	0	20	0,66	0,44	19,3	658	28,3	14,7	6,7	4,7	0,67	6	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,05	2	-5	0,07	0,04	65,8	797	13,4	10,4	5,4	4,3	0,07	32	ПОКУПАТЬ
ЮжТелеком	0,09	-3	22	0,12	0,07	8,1	334	н/з	н/з	8,0	6,1	0,06	-34	ПРОДАВАТЬ
Уралсвязьинформ	0,03	-4	-8	0,04	0,03	230,3	1 088	22,7	12,7	6,5	4,8	0,05	45	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	25,30	3	-11	30,00	21,50	1,4	794	8,1	3,1	2,4	1,7	32,00	26	ДЕРЖАТЬ
Челябинский ТЗ	0,56	0	95	0,59	0,21	25,8	265	146,2	18,0	14,7	7,7	0,50	-11	ДЕРЖАТЬ
Выксунский МЗ	389,00	16	93	389,00	155,10	11,3	732	10,4	10,3	6,0	5,6	пересмотр	н/д	пересмотр
НТМК	1,20	0	20	1,30	0,59	65,2	1 565	4,7	5,2	2,7	2,9	1,50	26	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	706,00	7	38	712,50	369,50	938,1	13 801	н/д	н/д	н/д	н/д	520,00	-26	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

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

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2004	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Транснефть прив.	1010	13	13	1,026	750	1,283,8	н/д	10,77	1,07	760	-25	ПРОДАВАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,5985	15	11	0,6825	0,400	338,8	23	0,0203	3,39	0,65	9	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	1,115	27	38	1,115	0,545	97,1	44	0,0335	3,00	1,3585	22	ПОКУПАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,285	8	19	0,3007	0,210	17,6	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,55	-9	11	1,72	1,25	42,0	23	0,1320	8,52	1,5375	-1	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

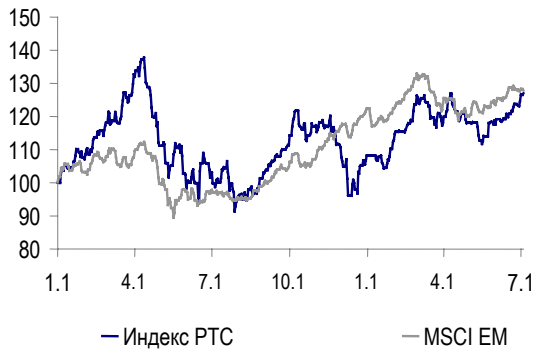


Илл. 13. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания	Событие
июнь-июль	Банк «Аваль»	Raiffeisen (Австрия) может получить контрольный пакет акций Банка «Аваль»
июнь-июль	Новатэк	ИРО
июнь-июль	Полтавский ГОК	Отчет за 2004 г. по МСФО
июнь-июль	Концерн «Стирол»	Выпуск еврооблигаций на сумму \$100 млн
июль-август	Черновцыоблэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Донбассэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Донецкоблэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Харьковоблэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Хмельницкоблэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Славутич	Дробление акций
июль-август	Банк «Аваль»	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Центрэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Днепроблэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Харьковский трубный завод	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Херсоноблэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Кировоградоблэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Криворожсталь	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Крымэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Киевэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Лугансктепловоз	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Львовоблэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Нефтехимик Прикарпатья	Отчет за 2004 г. по УСБУ
июль-август	Никопольский 3-д ферросплавов	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Новомосковский трубный завод	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Нижнеднепровский трубный завод	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Одесскабель	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Прикарпатьеоблэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Севастополэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Турбоатом	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Укрнафта	Отчет за 2004 г. по МСФО
июль-август	Укречфлот	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Укртелеком	Отчет за 2004 г. по МСФО
июль-август	Винницаоблэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Волыньоблэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Закарпатьеоблэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Запорожоблэнерго	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль-август	Запорожтрансформатор	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
июль	ТНК	Очередное общее собрание акционеров
июль	Дорогобуж	Отчет за 2004 г. по МСФО
июль	Газпром АДР	Отчет за 2004 г. по МСФО (отчет за 2003 г. вышел 12 июля)
июль	Приморское морское пароходство	Отчет за 2004 г. по МСФО
июль	Акрон	Отчет за 2004 г. по МСФО
июль	Онако	Совместное внеочередное собрание акционеров ТНК, Онако, Сиданко и холдинга «ТНК-ВР»
июль	Онако	Очередное общее собрание акционеров
июль	Сиданко	Очередное общее собрание акционеров
июль	Сиданко	Совместное внеочередное собрание акционеров ТНК, Онако, Сиданко и холдинга «ТНК-ВР»
июль	ТНК	Совместное внеочередное собрание акционеров ТНК, Онако, Сиданко и холдинга «ТНК-ВР»
июль	ТНК	Очередное общее собрание акционеров: утверждение отчетов за 2001-2004 гг., выборы нового совета директоров
7 июля	Никопольский 3-д ферросплавов	Внеочередное общее собрание акционеров: выборы членов Наблюдательного совета
7 июля	Винницаоблэнерго	Госрегистрация акций теплогенерирующих и управляющих компаний
15 июля	Дагэнерго	Внеочередное общее собрание акционеров: утверждение результатов допэмиссии акций
15 июля	Харьковский трубный завод	Госрегистрация акций всех компаний, выделяемых из АО-энерго (кроме сетевых)
15 июля	Кировэнерго	Отчет за 2004 г. по РСБУ
середина июля	Комсомольский НПЗ	Отчет за 2004 г. по РСБУ
середина июля	МНПЗ	Отчет за 2004 г. по РСБУ
Mid-July	Ярославльнефтеоргсинтез	Отчет за 2004 г. по РСБУ
16 июля	Пермэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 июля	Ярэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании

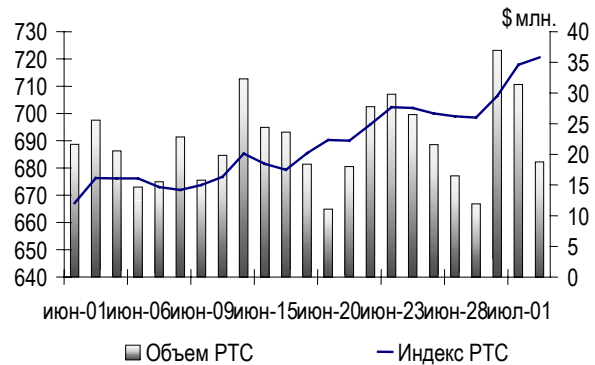
Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Графики

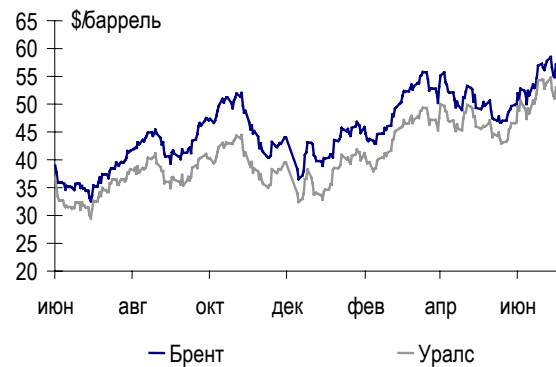
Илл. 14. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2004 года


Источники: РТС, Рейтер

- Индекс РТС вырос на 4,7% и к началу июля сравнялся по динамике с MSCI EM
- В результате летнего ралли к концу месяца объемы торгов в РТС достигли максимальных значений

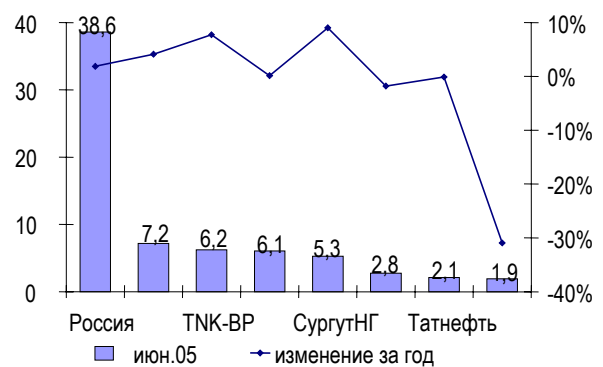
Илл. 15. Динамика РТС, с начала месяца


Источник: РТС

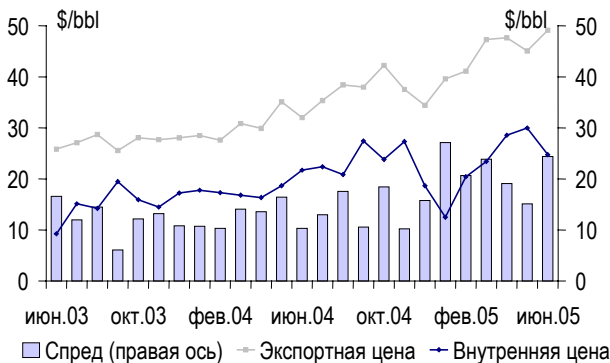
Илл. 16. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.


Источник: Блумберг

- Цены сортов Brent и Urals росли параллельно, спред практически не изменился
- Темпы роста российской нефтедобычи (в баррелях в сутки) продолжают замедляться, что соответствует нашему прогнозу на уровне 3,3% в год

Илл. 17. Добыча нефти компаниями, март 2005


Источник: Министерство энергетики

Илл. 18. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2005гг.


Источник: Министерство энергетики

- Цена нефти на внутреннем рынке не выросла до уровня экспортной цены. Более того, спред увеличился.
- Никель подешевел на 12% из-за ожидающегося замедления темпа роста спроса со стороны производителей нержавеющей стали

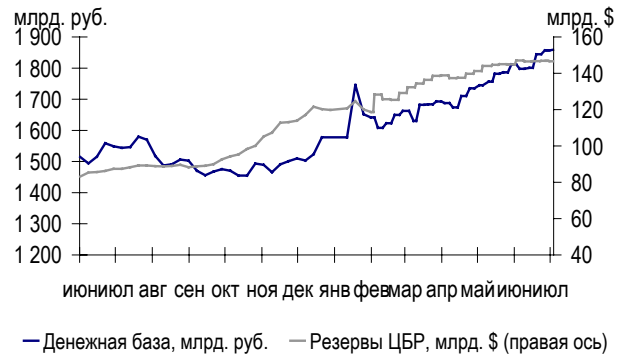
Илл. 19. Цены на медь и никель, последние 12 мес.


Источник: Блумберг

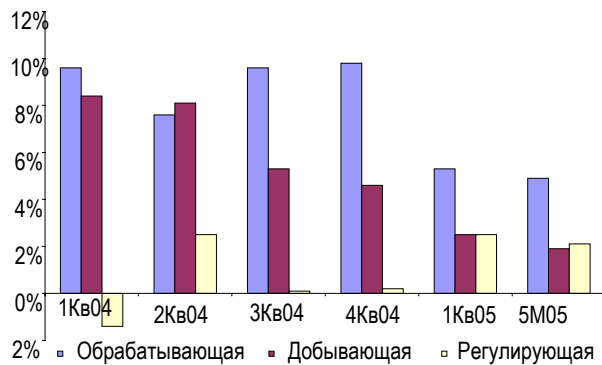
Илл. 20. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Обменный курс рубля снизился из-за укрепления доллара на мировом валютном рынке
- Темпы роста золотовалютных резервов ЦБ замедлились в результате выплат Парижскому клубу в объеме \$15 млрд

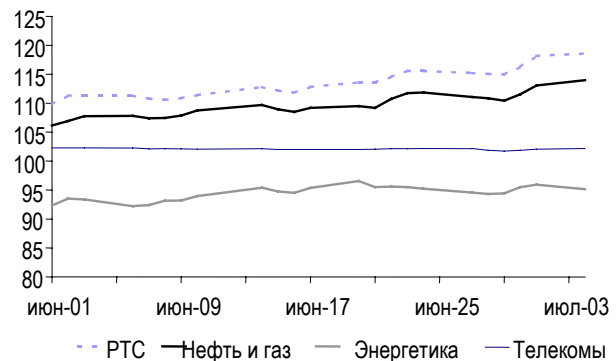
Илл. 21. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев


Источник: ЦБР

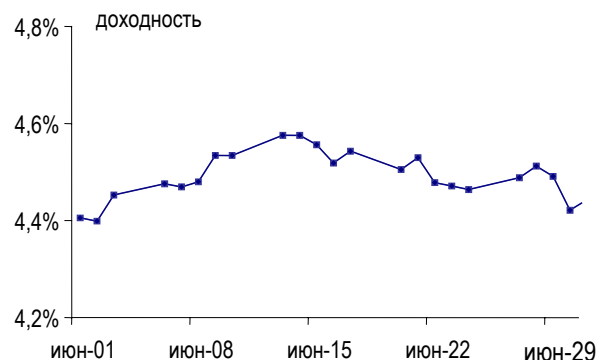
Илл. 22. Темпы роста ВВП


Источник: ЦБР

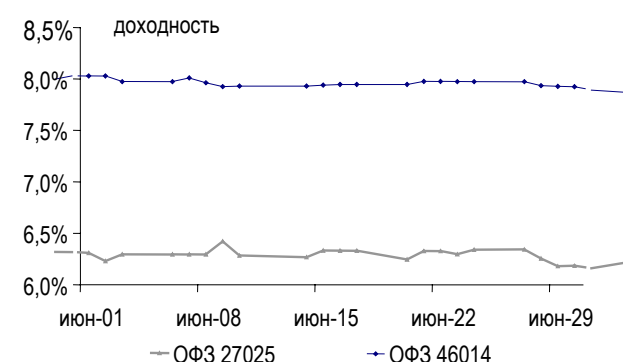
- По данным с января по май, темпы роста в обрабатывающей промышленности заметно замедлились
- Быстрее других росли акции нефтяных компаний, на втором месте – телекомы и энергетика

Илл. 23. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 24. Динамика Евро-30, с начала месяца


Источник: Рейтер

Илл. 25. Динамика ОФЗ 27025–46014, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Рынок российских облигаций проигнорировал очередное повышение учетной ставки ФРС на 25 б.п.: по мнению инвесторов, заявления ФРС по поводу инфляции могут свидетельствовать о намерении регулятора проводить в августе более нейтральную политику
- Активность на рынке рублевых федеральных облигаций была сосредоточена в секторе ОБР, как это обычно бывает в период низкой ликвидности

**Экономика и политика**

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

В мае рост промышленного производства в стране составил 1,4%. Поэтому мы уменьшаем цифры нашего прогноза роста ВВП до 5,4% в 2005 году

В мае рост промышленного производства в стране составил 1,4%. В связи с этим мы уменьшаем цифры нашего прогноза роста ВВП до 5,4% в 2005 году

В июне внимание аналитиков рынка привлекли далеко не блестящие результаты экономической деятельности в стране. По данным Роскомстата, прирост объемов промышленного производства в мае составил только 1,4% год-к-году, что гораздо ниже согласованных прогнозов, которые предполагали прирост в 5,4%. Прирост производства в добывающем секторе составил 1-3%, вместо прогнозируемых 5-6%. Сокращение роста в добывающих отраслях отразилось и на обрабатывающей промышленности. Если в апреле в обрабатывающих отраслях экономики увеличение объемов производства составило 7,8% год-к-году, то в мае этот показатель равнялся лишь 1,6% год-к-году. Совокупный прирост за 5 месяцев 2005 года составил только 3,6% по сравнению с 4,9% в первом квартале. Соответственно, был изменен и наш прогноз - прирост промышленного производства за год составит 5,2%, рост ВВП составит 5,4%.

Правительство, потерпев неудачу в разработке экономической программы, перекладывает бремя решений на Президента

Однако правительство России не в состоянии дать четкий ответ на вопрос, в чем причина падения темпов роста. Вместо разработки нового экономического плана, Герман Греф предлагает правительству снизить цифры прогноза годового прироста производства с 5,8% до 5,5%. Это предложение вызвало острую критику со стороны премьер-министра Михаила Фрадкова, который не отказался от плана удвоения ВВП России (для выполнения которого требуется экономический прирост в 7,0-7,5% в год). Однако Фрадков не обладает достаточным личным влиянием для создания своей экономической команды и не может заставить министра экономики Грефа разработать новую программу. В результате оказывается, что вертикально ориентированная государственная политическая машина в России оставляет бремя принятия экономических решений за президентом. Например, вместо составления списка стратегических секторов экономики, в которых участие иностранных инвесторов должно быть запрещено, кабинет министров предлагает Совету Безопасности вносить предложения по этой проблеме в каждом конкретном случае. Отсутствие четко прописанных и утвержденных законом правил для инвесторов будет вынуждать их вкладывать прямые иностранные инвестиции в производство предметов потребления и торговлю, а не в структурную модернизацию экономики.



Илл. 26. Основные события

Дата	Событие
6 июня	<p>Инфляция в РФ в мае составила 0,8% и за 5 месяцев 2005 г достигла 7,3% – Росстат</p> <p>Цены на продовольственные товары повысились за месяц на 1,1%, непродовольственные товары – 0,4%, тарифы на платные услуги населению выросли на 0,8%</p> <p>Ранее МЭРТ озвучил предварительную оценку инфляции по итогам января-мая 2005 г на уровне 7,1%. Хотя официальный прогноз инфляции по итогам года пока не пересмотрен и остается на уровне 8,5%, представители монетарных органов власти все чаще оценивают данный показатель на уровне 10%. В частности, первый зампред ЦБР Алексей Улюкаев заявил, что при 10%-ной инфляции по итогам текущего года, он ожидает рост золотовалютных резервов до \$170-175 млрд.</p>
9 июня	<p>Дума утвердила в первом чтении законопроект о создании технопарков</p> <p>В стремлении поддержать быстрорастущий российский IT-сектор Дума приняла в первом чтении проект закона о льготном налогообложении компаний, планирующих работать в «технопарках». Выступая на российско-китайском инвестиционном форуме в Санкт-Петербурге, министр экономики Герман Греф положительно оценил оперативную работу парламентариев и выразил надежду, что закон будет принят Думой уже в течение весенней сессии.</p>
14 июня	<p>В 2004 г. объем бегства капитала достиг \$33 млрд., но его доля в торговом балансе осталась на прежнем уровне</p> <p>По оценкам рейтингового агентства Fitch, в 2004 г. бегство капитала из России составило \$33 млрд., что означает его приближение к уровню 1998 г. Агентство полагает, что рост этого показателя отражает ухудшение инвестиционного климата в России. По нашему мнению, эти данные допускают различные трактовки и не могут однозначно признаком негативных процессов: следует иметь в виду, что объем бегства капитала остается постоянным относительно объема торгового баланса и сокращается относительно объема экспорта.</p>
15 июня	<p>Объем нетто-покупок ценных бумаг США иностранными инвесторами составил в апреле \$47 млн против ожиданий в \$70 млн</p> <p>Замедление темпов наращивания вложений иностранных инвесторов в КО США в апреле продолжилось: абсолютный прирост составил всего \$13,6 млрд, что оказалось более чем в 2 раза ниже уровней февраля-марта текущего года (\$38 и \$31 млрд соответственно). Очевидным объяснением такой динамики может послужить сокращение вложений в КО США со стороны инвесторов Карибского банковского сообщества (- \$13 млрд), которое до недавнего времени оставалось лидером по объемам инвестирования в американские долговые обязательства. В то же время позитивным моментом для американского долгового рынка стало оживление спроса на КО США со стороны центральных банков Азиатских стран – портфели ЦБ Китая и Японии увеличились на \$7 и \$6 млрд соответственно.</p>
16 июня	<p>ММВБ отменяет с 20 июня 100%-ное депонирование средств по евро/рубль и вводит ряд новых инструментов по евро/рубль</p> <p>В соответствии с решением дирекции ММВБ, с 20 июня 2005 г вводятся в действие новые редакции правил проведения операций по покупке и продаже иностранной валюты на ETC. Новые правила предусматривают:</p> <ol style="list-style-type: none">1. Введение нового инструмента по евро со сроком расчетов следующий рабочий день (tom).2. Возможность заключения свопов tod/tom по евро.3. Замена требования 100%-ного депонирования средств на ETC по евро на частичное депонирование (4% – по инструменту tod и 6% – по инструменту tom). Для сравнения: размер депонирования средств при операциях с долларом США составляет 1,8% по инструменту tod и 2,7% - по инструменту tom.4. Предельное отклонение значения курса в заявке в ходе торгов по евро/рубль установлено в размере $\pm 2\%$ от величины центрального курса предыдущего рабочего дня.5. На сегмент "евро/рубль" распространяется механизм гарантирования расчетов с участием ЦБ и вводится в действие дифференцированная шкала комиссии по сделкам с евро вместо действующей комиссии 0,005%. В рамках новой шкалы размер комиссии аналогичен операциям с долларами США и составляет от 0,002% (для сделок объемом свыше 2 млн евро) до 0,004% (для сделок объемом менее 0,5 млн евро).
16 июня	<p>Внешторгбанк готовит публичное размещение 10-25% акций Размещение ориентировочно состоится в 2006 г. Консультантом выбран Deutsche Bank. Биржа размещения пока не определена. Целью размещения является доведение капитала банка до 5-10 млрд. долл. Стоимость 10%-ного пакета эксперты оценивают в 1 млрд. долл.</p>
17 июня	<p>Рост промышленного производства в РФ за 5 месяцев 2005 г составил 3,6% год-к-году – Росстат</p> <p>В мае 2005 г промышленное производство увеличилось на 1,4% год-к-году, однако сократилось на 6,4% по сравнению с апрелем текущего года.</p> <p>В добывающих производствах увеличение промпроизводства за 5 месяцев составило 1,9%, в обрабатывающих отраслях промышленности – 4,9%; в секторе производства и распределения электроэнергии, газа и воды – 2,1%.</p> <p>Вышедшие данные оказались крайне разочаровывающими, существенно ниже прогнозируемого роста (5,4% в мае к маю 2004 г). Более того, очищенные от сезонного и календарного факторов темпы роста промпроизводства в январе-апреле составляли в среднем 0,2% в месяц, а по итогам мая вероятно отрицательный показатель.</p>
23 июня	<p>Moody's объявило об изменении рейтингов ряда эмитентов в связи с введением новой методологии присвоения рейтингов</p> <p>Агентство опубликовало результаты исследований корпоративных рейтингов в Европе, на Ближнем Востоке и в Африке, с учетом введения новой методологии присвоения рейтингов для эмитентов, связанных с государством. Согласно новой методологии, рейтинги таких эмитентов формально подразделяются на четыре компонента:</p> <ul style="list-style-type: none">• оценка основного кредитного риска эмитента,• риск дефолта поддерживающего его правительства,• степень зависимости дефолтов эмитента и государства,• ожидаемый уровень государственной поддержки.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 27. Основные события (продолжение)**

Дата	Событие
27 июня	<p>В рамках обмена коммерческой задолженности РФ планирует выпустить еврооблигации на сумму около \$500 млн в сентябре текущего года</p> <p>По словам заместителя председателя ВЭБа Алексей Смирнова, на сегодняшний день задолженность полностью выверена и составила чуть меньше \$500 млн. Вместе со вторым траншем по урегулированию коммерческой задолженности Минфин планирует урегулировать остаток обязательств перед Международным банком экономического сотрудничества.</p>
27 июня	<p>ВТБ разместит 30-летние еврооблигации с 10-летней офертой на \$1 млрд под доходность 6,25-6,375% годовых</p> <p>В настоящее время наиболее длинный выпуск еврооблигаций ВТБ с погашением в 2011 г (еврооблигации с погашением в 2015 г предусматривают опцион на выкуп в 2010 г) торгуются под доходность 5,89% годовых. Таким образом, ВТБ намерен предложить инвесторам один из наиболее длинных выпусков для российского рынка корпоративных еврооблигаций без премии ко вторичному рынку. Принимая во внимание текущий высокий спрос на валютные бумаги российских эмитентов наивысшего кредитного качества (пример тому – успешное размещение Газпрома на 1 млрд евро), не исключено, что ВТБ разместится по нижней границе заявленного диапазона доходности.</p>
29 июня	<p>Поправки к 13-ти законам, регулирующих проведение выборов, включают запрет на создание предвыборных блоков, состоящих более чем из одной партии</p> <p>323 голосами против 66 Дума утвердила во втором чтении более 800 поправок к 13 законам, регулирующим проведение выборов (предложены Администрацией президента РФ после серии терактов летом прошлого года). Председатель ЦИК Александр Вешняков заявил Ведомостям, что в третьем и последнем чтении законопроекты могут быть рассмотрены до конца июля (законопроекты вступают в силу после подписания президентом).</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

**Новости компаний и отраслей****Нефть и газ**

Анна Бутенко (7 095) 795-3745

Аниса Нагария (44 20) 7382-4186

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

Июнь и начало июля были полны новостей; в центре обсуждений - Сибнефть и Газпром

Пока что летний сезон оказывается для нефтегазового сектора богатым на события. Сибнефть оживила настроение рынка, сперва отложив годовое собрание акционеров, затем - объявив крупный дивиденд за 2004 г. Годовое собрание акционеров Газпрома прошло без особых сюрпризов, но вместе с тем наступила и долгожданная консолидация контроля государства над компанией, дающая ход начальной фазе либерализации рынка акций газового гиганта. ЛУКойл опубликовал хорошие итоги за 1-й кв. 2005 г. (по US GAAP), однако ряд проблем у него остается. Что касается отрасли в целом, то в 1-м полугодии 2005 г. статистика нефтедобычи говорит о дальнейшем замедлении роста, как и ожидалось.

Газпром и Сибнефть опубликовали финансовые результаты в соответствии с международными стандартами бухгалтерского учета.

Сибнефть и Газпром опубликовали отчеты за весь 2004 г.

Мы ждем, что Сибнефть скоро объявит новую дату Годового собрания акционеров

В центре внимания Сибнефть, совет директоров которой предложил выплатить акционерам большие дивиденды за 2004 г.

Годовое собрание акционеров было отменено в связи с отсутствием кворума

Недавняя драматургия событий вокруг Сибнефти включает заявленное на 28 июня, и в тот же день отмененное Годовое собрание акционеров, в связи с отсутствием кворума. Казавшееся сначала странным (а затем логичным) отсутствие основных акционеров Сибнефти (Millhouse) имеет объяснение. ЮКОС, все еще владеющий 34,5%-ным пакетом акций Сибнефти вследствие наложения ареста на его активы Генпрокуратурой также не был представлен. Ожидалось, что акционеры утвердят ряд изменений в Уставе компании (напр., восстановят статью, требующую, чтобы сторона, приобретающая не менее 30% акций Сибнефти или дополнительно 5% акций сверх уровня 30%, обязалась предложить прочим акционерам выкуп их акций по рыночной цене). Кроме того, собранию необходимо было выбрать новый состав Совета директоров, одобрить финансовый отчет и годовой отчет за 2004 г., а также... утвердить предложение Совета директоров об отказе от выплаты дивиденда за 2004 г. Создается впечатление, что последний пункт стал причиной отмены Годового собрания акционеров.

...а Совет директоров Сибнефти советует выплатить крупный дивиденд за 2004 г.

Несколькими днями позже, 4 июля, Сибнефть объявила, что ее Совет директоров рекомендует выплатить дивиденд за 2004 г. в размере 66,0 млрд руб (\$2,29 млрд), или 13,91 руб (\$0,48) за акцию. Это предполагает, по нашим оценкам, что показатель дивидендных выплат у нее близок к 100% и предполагает высокую доходность (14%), что впечатляет, даже несмотря на высокие выплаты в предыдущие годы (\$1,1 млрд в 2001 г. и \$1,3 млрд в 2003 г.).



Дата закрытия реестра остается загадкой; так кто же будет иметь право на этот дивиденд

Остается вопрос: кто имеет право на сей крупный дивиденд? Компания еще не объявила дату нового Годового собрания акционеров, равно как и дату закрытия реестра. По всей вероятности, ЮКОС от этого не выиграет (его акции на день объявления дивидендов Сибнефти упали на 4%). Агентства новостей предполагают, что Millhouse, возможно, достиг (или близок к достижению) договоренности с правительством о возврате в Millhouse 14,5%-ного пакета из 34,5%-ного пакета акций Сибнефти, все еще замороженных как собственность ЮКОСа. Если это произойдет, то выплата дивидендов такой величины неизбежно предполагает стремление Millhouse избавиться от своего пакета акций Сибнефти.

Millhouse избавляется от пакета акций Сибнефти, ... но кто его потенциальный покупатель?

Другой вопрос – кто является потенциальным покупателем акций, принадлежащих Millhouse? Как сообщил ранее «Коммерсант» - а вслед за ним и *Ведомости* - чиновники Газпрома дали понять, что компания близка к завершению своей заявки на покупку контрольного пакета Сибнефти. В статье предполагалось также, что в покупке контрольного пакета акций Сибнефти заинтересована и Роснефть, которая надеется использовать здесь 34,5%-ный пакет акций Сибнефти, принадлежащий сегодня ЮКОСу. По сообщениям, Роснефть рассматривает этот 34,5%-ный пакет как часть компенсации за долг ЮКОСа перед компанией Юганскнефтегаз, которую государственная компания приобрела на аукционе в декабре прошлого года.

Позднее, ситуацию несколько прояснил президент Роснефти Сергей Богданчиков, заявивший, что интерес его компании ограничивается 20% акций Сибнефти (т.е., речь идет о второй части юкосовского 34,5%-ного пакета, за которую компания Ходорковского заплатила Millhouse \$3 млрд деньгами). Судя по всему, Роснефть больше не намерена увеличивать размер своего долга. Как бы то ни было, мы с самого начала довольно скептически рассматриваем возможность того, что покупателем будет Роснефть: ее долг на 31 декабря 2004 г. составлял \$12,5 млрд.

Еще менее реалистичной, на наш взгляд, была бы покупка пакета каким-либо международным нефтяным грандом: подобная сделка была бы, по всей вероятности, запрещена правительством России. С другой стороны, по информации «Коммерсанта», Газпром планирует подать совместную заявку (на пакет Millhouse) со своим партнером Royal Dutch/Shell.

Что же остается миноритариям Сибнефти?

Что остается миноритариям Сибнефти? Во-первых, выплата дивидендов в 14% - «лакомый кусок», хотя для недавних вкладчиков эта ситуация неясна и зависит от объявления окончательной даты закрытия реестра (не исключено, что ее объявят «задним числом»). Что же касается потенциальных выгод от стратегической покупки контрольного пакета акций Сибнефти, то судить о них можно будет тогда, когда станет известен покупатель. Мы склонны думать, что Газпром не будет идеальным менеджером активов Сибнефти, учитывая его собственные проблемы с эффективностью.

Результаты Сибнефти по US GAAP за 2004 г. хуже ожидаемых

Сегодня Сибнефть опубликовала финансовые результаты по US GAAP за 2004 г., которые оказались хуже ожидаемых. В то время как выручка совпала с нашей оценкой (\$8,886 млн и \$8,890 млн, соответственно), показатель EBITDA \$3,242 млн оказался ниже ожидаемого. Это было обусловлено более быстрым ростом коммерческих, общих и административных расходов (на 34% по сравнению с показателем 2003 г., до уровня \$1,368 млн), чем ожидалось, что испортило картину умеренного роста операционных расходов (всего лишь на 9%, до уровня \$1,927 млн).

Дополнительным отрицательным фактором для чистой прибыли стал 45% рост прочих внеоперационных расходов, до уровня \$250 млн, по сравнению с нашей оценкой в \$200 млн. Кроме того, данные по отчислениям по налогу на прибыль, опубликованные компанией, также превзошли наши ожидания, продемонстрировав рост в 376%, до уровня



\$875 млн. В результате, эффективная ставка отчислений по налогу на прибыль возросла с 7% в 2003 г. До 30% в 2004 г. На наш взгляд, это повышение могло быть отчасти связано с выплатой налоговых претензий за предыдущие периоды, хотя отчетность компании напрямую на это не указывает.

Дополнительным разочарованием послужила ситуация с отчетом о движении наличных средств Сибнефти, а именно, компания не сдержала обещание сократить свой оборотный капитал.

Мы снижаем рекомендацию по акциям Сибнефти до ДЕРЖАТЬ

На фоне недавних событий, а также учитывая, что сегодня Сибнефть торгуется на уровне, близком к нашей расчетной цене в \$3,68 за акцию, **мы снижаем рекомендацию по акциям Сибнефти до ДЕРЖАТЬ**. Мы ждем объявления последней даты регистрации акционеров для получения дивидендов, и будем внимательно следить, как развивается ситуация со структурой собственности на Сибнефть.

Газпром: сделан первый шаг к либерализации рынка акций

Контрольный пакет акций монополии у государства

После того, как уже многие месяцы государство занимало выжидательную позицию, оно выполнило прежнее обещание - завершить консолидацию своего контроля над компанией. Как было обещано, правительство приобрело 10,74% акций Газпрома у четырех дочерних предприятий (Газпромбанк, Газпром инвестхолдинг, Газфонд и Gazprom Finance B.V.) 23 июня, как раз накануне Годового собрания акционеров газовой монополии. Фактически акции перешли из рук в руки 1 июля; и ожидается, что платеж (\$7,11 млрд) произойдет в три транша – в июле, в октябре и последний к 25 декабря. Уплаченная цена была ранее утверждена Советом директоров Газпрома и, в основном, совпала с ожиданиями (предполагалось, что цена акций имеет небольшой дисконт к рыночной цене).

Каковы следующие меры по устранению «двойного рынка» акций Газпрома?

Консолидация контроля государства над Газпромом открыла путь к либерализации рынка акций компании (и к отмене ограничений на их покупку иностранными инвесторами). Это произойдет до конца года, - заверил Дмитрий Медведев, глава АП и председатель Совета директоров Газпрома, в ходе Годового собрания акционеров. Он подчеркнул еще раз, что все ограничения на право нерезидентов владеть акциями Газпрома будут сняты. Для этого будут утверждены поправки к российскому «Закону о газоснабжении» и изданы правительственные указы (уже разработанные, по словам главы Газпрома А. Миллера).

На наш взгляд, чтобы вызвать оптимизм среди инвесторов, правительству требуются не благие уверения, а реальные меры по устранению «двойного рынка» акций Газпрома.

Результаты Газпрома за 2004 г. по МСФО оказались неоднозначными

Отдельно, Газпром недавно опубликовал свои финансовые результаты за 2004 г. по МСФО, которые оказались неоднозначными. С одной стороны, пункты отчета о прибылях и убытках превзошли ожидания (выручка возросла на 27% до уровня \$33.9 млрд по сравнению с прогнозом \$33.5 млрд, EBITDA выросла на 27% до \$13.1 млрд, как и прогнозировалось, а чистая прибыль подскочила на 38% до \$7.1 млрд, превзойдя прогноз в \$6.6 млрд. С другой стороны, возрос также и чистый долг компании – с \$14.5 млрд на конец сентября 2004 г до \$16.3 млрд на конец декабря 2004 г.

Газпром

Илл. 28. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	33 916	42 926	44 111	44 178
ЕБИТДА, млн. \$	13 128	18 243	17 519	17 327
Чистая прибыль, млн. \$	7 142	8 553	8 580	8 919
P/E	9,3	7,8	7,8	7,5
EV/ЕБИТДА	6,6	4,7	4,9	5,0
Капитализация, млн. \$	70 860			
EV, млн. \$	86 629			
Добыча, млрд. куб. см	3 464			
Запасы, млрд. куб. м	106 086			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 29. 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. 30. Основные события

Дата	Событие
3 июня	Газпром заинтересован в приобретении пакета акций Mazeikiu Nafta Со ссылкой на советника министра экономики Литвы Дамаускаса Жидрунаса СМИ сообщают о том, что российско-австрийская компания Baltic Holding выразила заинтересованность в приобретении пакета акций нефтяного концерна Mazeikiu Nafta. 55% акций Baltic Holding принадлежат Газпромбанку, владельцем остальных акций являются австрийские фирмы Petrochemical Holding и Jurimex Commerz Transit.
3 июня	Государство, возможно, заплатит за 10,7% акций Газпрома цену ниже рыночной, да еще и эту сумму может оплачивать в рассрочку Совет директоров Газпрома, который соберется 15 июня, будет принимать решение о продаже государству 10,7% своих акций. Независимые оценщики - Morgan Stanley и Dresdner Kleinwort Wasserstein – оценили стоимость этого пакета в \$8,4-9,9 млрд и \$10-11,5 млрд соответственно. Однако в пятницу представитель Минэкономразвития Кирилл Андросов заявил, что, по его мнению, справедливая стоимость данного пакета составляет \$6,5-7 млрд, что меньше не только рекомендации независимых оценщиков, но и текущей рыночной стоимости акций (\$7,3 млрд). Более того, Андросов не исключает, что государство будет оплачивать акции Газпрома в рассрочку.
6 июня	Консолидированный отчет Газпрома за 2004 г. по РСБУ в целом соответствует нашим ожиданиям: чистая прибыль выросла на 25% до \$7,0 млрд Вышел консолидированный отчет Газпрома за 2004 г. по РСБУ. Хотя отчеты по российским стандартам учета мы обычно используем исключительно для определения общих тенденций в изменении показателей, цифры, показанные в только что вышедшем отчете о прибылях и убытках в целом соответствуют прогнозируемым нами показателям по МСФО (выход отчетности по МСФО ожидается в этом месяце). Выручка компании увеличилась на 28% до \$35,1 млрд на фоне высоких цен на нефть и газ на мировом рынке, росту тарифов на газ на внутреннем, и увеличившегося объема экспорта. По нашим оценкам, выручка по МСФО за 2004 г., увеличилась на 23% (до \$32,7 млрд). Операционные расходы компании росли несколько быстрее (+36%) и достигли \$22,2 млрд. В результате операционная прибыль увеличилась лишь на 13% и составила \$10,7 млрд (мы прогнозируем 11%-ный рост этого показателя по МСФО до \$8,2 млрд). Чистая прибыль выросла на 25% до \$7,0 млрд по сравнению с нашей оценкой по МСФО на уровне \$6,1 млрд (18%-ное увеличение).
8 июня	По мнению Грефа, справедливая стоимость 10,7% акций Газпрома находится в диапазоне \$6-8,5 млрд По мнению министра экономического развития и торговли Германа Грефа, справедливая стоимость приобретаемых государством 10,7% акций Газпрома составляет порядка \$6-8,5 млрд. Текущая рыночная стоимость данного пакета - \$7,3 млрд – находится как раз в середине достаточно широкого диапазона, названного Грефом. Окончательная цена сделки будет согласовываться в ходе переговоров между Газпромом и государством.
10 июня	Газпром восстановил контроль над Нортгазом В распространенном в пятницу пресс-релизе Газпром сообщил о достижении соглашения с акционерами Нортгаза. Соглашение предусматривает передачу акционерами Нортгаза 51% акций компании Уренгойгазпрому (100%-ная «дочка» Газпрома). Т.о., найдено решение длительному спору между двумя компаниями по поводу лицензии на разработку Северо-Уренгойского нефтегазового месторождения (Западная Сибирь). Ранее Газпром утверждал, что Нортгаз получил эту лицензию незаконно. Газета The Moscow Times цитирует зампредаправления Газпрома Александра Ананенкова, считающего, что его компания ничего не должна платить за пакет акций Нортгаза, поскольку она просто возвращает утерянный ранее актив. Согласно пресс-релизу Газпрома, компании договорились отозвать все поданные ранее судебные иски.

Источник: оценки Альфа-Банка



Илл. 31. Основные события (продолжение)

Дата	Событие
10 июня	Газпром планирует войти в сахалинские проекты В пятницу информационные агентства цитировали заявление гендиректора Газэкспорта Александра Медведева о том, что газовая монополия изучает возможность приобретения новых нефтяных и газовых месторождений, в первую очередь сахалинских, на деньги, которые получит от продажи государству 10,7% своих акций. По словам Медведева, Газпрому может быть интересна покупка 20%-ной доли Роснефти в проекте Сахалин – 1. Газпром может сделать Роснефти предложение, от которого будет трудно отказаться, отметил Медведев.
14 июня	Совет директоров Газпрома будет решать, по какой цене продавать 10,7% акций компании государству На своем заседании Совет директоров Газпрома должен определиться, по какой цене продать государству 10,7% акций, находящихся на балансе его «дочек». Министр экономического и развития и торговли Герман Греф заявил, что государство цену уже определило и с Газпромом согласовало. Греф назвал тот же диапазон цены, что и неделей раньше - \$6-\$8,5 млрд.
16 июня	Совет директоров Газпрома утвердил продажу правительству 10,74% акций компании Совет директоров Газпрома утвердил продажу компании "Роснефтегаз" 10,74% акций компании, принадлежащих четырем ее дочерним предприятиям (Газпром-банку, Газпром-Инвестхолдингу, Газфонду и Gasprom Finance B.V.) за 203,5 млрд. руб. (\$7,155 млрд.). Предполагаемая цена продажи несколько ниже рыночной цены, по которой этот пакет котировался при закрытии рынка (\$7,36 млрд.). Представители компании не сообщили, сколько акций будет продано каждым из указанных дочерних предприятий, и не комментировали налоговые последствия, связанные с налогом на доход от реализации основных средств. Ничего не сообщалось и о том, когда и каким образом – одновременно или по частям - будет осуществляться оплата указанного пакета, хотя, по имеющимся данным, несколько позднее член Совета директоров компании Борис Федоров заявил о том, что правительство собирается оплатить стоимость пакета до конца года.
17 июня	Газпрому поручено потратить 1 млрд. долл. на газификацию российских регионов Сделка по покупке государством у Газпрома 10,7% акций еще только готовится, а газовая монополия уже думает о том, как распорядиться будущей выручкой от продажи этого пакета. Выступая на заседании Госсовета в прошлую пятницу, Путин заявил, что как минимум \$1 млрд (из общей суммы в \$7,11 млрд) должно быть направлено на газификацию ряда районов страны и расширение газотранспортной системы. Понятно, что население районов, не подключенных в настоящее время к газопроводной системе, с энтузиазмом воспримет заявление президента. Но мы лишний раз имеем возможность убедиться в том, что государство использует Газпром для реализации своих политических целей.
23 июня	Состоится очередное общее собрание акционеров Газпрома Состоится очередное общее собрание акционеров Газпрома. В его повестку включены 16 пунктов, среди которых мы рекомендуем обратить внимание на следующие:
24 июня	На этот раз обещания государства либерализовать рынок акций уже не пустые слова...? На состоявшемся в пятницу очередном общем собрании акционеров представители государства в очередной раз твердо пообещали полностью и в срок снять все ограничения на операции нерезидентов с акциями Газпрома. Руководитель Администрации президента, председатель совета директоров Дмитрий Медведев заявил, что либерализация рынка акций газовой монополии будет завершена до конца года, и что все ограничения для иностранцев на владение акциями будут сняты. Предправления Газпрома Алексей Миллер в своем выступлении уточнил, что в Закон о газоснабжении и ряд подзаконных актов понадобится внести соответствующие изменения. Проект поправок в законодательство уже готов, сообщил Миллер.
28 июня	Газпром в одностороннем порядке зачтет 7,8 млрд. куб. м газа Согласно пресс-релизу, выпущенному Газпромом, компания приняла решение в одностороннем порядке использовать 7,8 млрд куб м газа, находящихся в подземных хранилищах Украины в оплату своего транзита по территории этой страны. Газпром хранил этот газ на территории Украины с тем, чтобы иметь возможность увеличивать поставки потребителям в Европе в период, когда спрос достигает пика. Однако, говорится в пресс-релизе, Украина не отреагировала ни на одну из 40 заявок Газпрома на отбор этого газа для последующего экспорта в течение зимы 2004-2005 гг.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ
Илл. 32. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	34 058	36 096	32 880	31 586
ЕБИТДА, млн. \$	7 109	6 858	6 383	6 649
Чистая прибыль, млн. \$	4 248	4 376	4 034	4 394
P/E	7,7	7,5	8,2	7,5
EV/ЕБИТДА	5,0	5,2	5,5	5,3
Капитализация, млн. \$	32 917			
EV, млн. \$	35 388			
Добыча, млн. бнэ	664			
Запасы, млн. бнэ	20 072			
Количество акций, млн.*	851			

Прим.: * не включает 25 млн. акций резерва

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 33. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> Медленный прогресс в улучшении операционной эффективности (издержки на добычу барреля – \$2,5) Умеренные планы по темпу роста добычи (3-4%)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Развитие активов в странах Восточной Европы (30% перерабатывающих мощностей) Программа реструктуризации повысит эффективность капитальных и операционных издержек Вход иностранного стратегического инвестора
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Возможно, что большие капвложения не принесут ожидаемых результатов Зависимость от внутреннего рынка нефти

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 34. Основные события

Дата	Событие
7 июня	<p>ЛУКОЙЛ намерен расширять свои позиции в Турции</p> <p>По сообщению СМИ, вице-президент ЛУКОЙЛ Николай Черный заявил о намерении компании выйти на розничный рынок Турции и получить не менее 20% этого рынка путем приобретения крупного импортного терминала нефтепродуктов на черноморском побережье страны. Н. Черный отметил, что компания уже ведет переговоры с владельцами двух терминалов ёмкостью 100 Рын т и 45 тыс. т, соответственно, однако не назвал имен партнеров по переговорам и не сообщил, каким может быть порядок цены приобретения.</p>
17 июня	<p>Приобретение ЛУКОЙЛОМ компании Геойлбент под угрозой</p> <p>По информации СМИ, Андроповский суд Ставропольского края принял 9 июня постановление о незаконности продажи компанией Новатэк 66% принадлежащих ей акций нефтедобывающей компании Геойлбент ЛУКОЙЛУ. Постановление было принято после того, как неизвестная компания, называемая "Broadwood Trading & Investments", подала иск, в котором утверждалось, что она имеет приоритетное право на приобретение пакета. В качестве предупредительной меры постановление суда требует, чтобы Федеральная антимонопольная служба (ФАС) воздержалась от утверждения сделки, а Транснефть прекратила транспортировку нефти для Геойлбента. Транснефть выполнила это требование, остановив транспортировку нефти для компании с 10 июня. ЛУКОЙЛ заявляет, что сделка завершена и в настоящее время ожидает утверждения ФАС.</p>
27 июня	<p>Состоится очередное общее собрание акционеров ЛУКОЙЛА: компания приурочила к нему публикацию отчета за 1Кв05 по US GAAP</p> <p>Состоится очередное общее собрание акционеров ЛУКОЙЛА. В его повестку включены традиционные пункты, такие как выборы совета директоров, утверждение отчета за 2004 г., дивиденды за 2004 г., утверждение аудиторской компании.</p>
28 июня	<p>Показатели ЛУКОЙЛ по US GAAP за первый квартал в основном соответствуют прогнозам, хотя уровень капвложений продолжает вызывать опасения</p> <p>Финансовые результаты ЛУКОЙЛ по US GAAP за первый квартал 2005 г. близко совпали с ожиданиями большинства аналитиков. Продажи возросли на 62% в годовом выражении, составив \$10,6 млрд и превысив прогнозы большинства специалистов на 1%. Показатель ЕБИТДА показал более умеренный рост на 50% в годовом выражении, достигнув \$2,0 млрд, что на 3% ниже большинства прогнозов. Чистая прибыль показала еще более слабый прирост на 44%, составив \$1,2 млрд, что на 5% ниже прогнозов рынка.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть
Илл. 35. 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	6,5	7,6	9,1	9,5
EV/ЕБИТДА	5,4	6,3	7,2	7,5
Капитализация, млн. \$	16 595			
EV, млн. \$	17 951			
Добыча, млн. бнэ	260			
Запасы, млн. бнэ	4 827			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 36. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Высокая операционная рентабельность Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%) Доступ на Московский розничный рынок путем 38% доли в Московском НПЗ
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> Продажа доли в компании стратегическому инвестору Увеличение операционной эффективности в Славнефти
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Длительные переговоры с Юкосом по разделению Рост налоговой нагрузки при возможном введении дифференцированной ставки налога на добычу

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 37. Основные события

Дата	Событие
7 июня	<p>Сибнефть продолжает поддерживать высокий уровень замещения запасов</p> <p>Согласно опубликованным данным, в 2004 г. Сибнефть обеспечила высокий уровень замещение запасов. По состоянию на 1 января 2005 г., объем доказанных запасов нефти и газа по классификации SPE увеличился до 4,827 млрд б.н.э. (на аналогичную дату 2004 г. - 4,779 млрд б.н.э.), в т.ч. 4,656 млрд баррелей нефти (2004 г. - 4,623 млрд баррелей) и 29,1 млрд куб м газа (26,6 млрд куб м). С учетом того, что в 2004 г. объем добычи нефти составил 34 млн т (252,8 млн баррелей), коэффициент замещения запасов достиг 113%. Как сообщил президент компании Евгений Швидлер, рост запасов – результат успешного внедрения технологий гидроразрыва пласта и горизонтального бурения.</p>
27 июня	<p>Состоится общее собрание акционеров Сибнефти. Сюрпризов не ожидается</p> <p>Компания Сибнефть проводит общее собрание акционеров. Повестка дня включает обычные вопросы: избрание Совета директоров, утверждение годового отчета за 2004 г., утверждение дивидендов за 2004 г. и утверждение аудитора компании. В список кандидатов в Совет директоров входят все девять членов нынешнего Совета директоров (шесть представителей Сибнефти и три независимых директора), а также еще два кандидата от Сибнефти, один независимый кандидат и один представитель Славнефти. Мы не предполагаем каких-либо изменений в распределении полномочий между членами нового Совета директоров.</p>
28 июня	<p>Возможная причина отмены годового собрания акционеров Сибнефти – скорое достижение договоренности между Millhouse и государством</p> <p>Очередное общее собрание акционеров Сибнефти, назначенное на 28 июня, не состоялось из-за отсутствия кворума. В повестку дня собрания предполагалось включить традиционные вопросы: утверждение годового отчета за 2004 г., выборы совета директоров, утверждение поправок к уставу компании, утверждение рекомендации совета директоров не выплачивать дивиденды по итогам 2004 г.</p>
29 июня	<p>На этой неделе выйдет отчет Сибнефти за 2004 г. по US GAAP</p> <p>На этой неделе ожидается выход отчета Сибнефти за 2004 г. по US GAAP. Наш прогноз: выручка выросла на 32% до \$8,9 млрд благодаря увеличению объема добычи (на 8,2%) и более высоким ценам на нефть на внутреннем и мировом рынках. По нашим оценкам, норма ЕБИТДА росла быстрее выручки - +55% (ЕБИТДА - \$3,6 млрд) – благодаря положительному эффекту от сокращения издержек, который с лихвой компенсировал потери от 60%-ного увеличения налогов (без учета налога на прибыль).</p>
30 июня	<p>Партнер по СП, разрабатывающему Приобское месторождение, угрожает Сибнефти новыми исками</p> <p>По сообщениям СМИ, Sibir Energy, британский партнер Сибнефти по совместному предприятию Сибнефть-Югра, собирается подать иски против Сибнефти в международные суды. Sibir Energy утверждает, что Сибнефть размыла ее долю в СП с 50% до менее 1%, посредством выпуска новых акций. По утверждению Sibir Energy, компания была поставлена в известность об этом выпуске только спустя 18 месяцев.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 38. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	12 841	16 148	14 892	14 174
ЕБИТДА, млн. \$	4 057	4 094	3 965	4 039
Чистая прибыль, млн. \$	2 503	2 406	2 211	2 197
P/E	11,2	12,7	13,8	13,9
EV/ЕБИТДА	3,1	3,1	3,2	3,1
Капитализация, млн. \$	32 476			
EV*, млн. \$	12 642			
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. 39. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05) Почти 80% выручки в валюте
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкая доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды (3-4%) НПЗ компании – один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%) Низкий уровень корпоративного управления и прозрачности
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Освоение новых запасов нефти в Восточной Сибири Модернизация НПЗ Кинеша к 2008 г. (\$800 млн.)
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Непрозрачная структура владения компанией позволяет манипулировать крупным пакетом из 47% акций, находящихся в резерве Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 40. Основные события

Дата	Событие
20 июня	В 2006-2007 гг. средние темпы роста нефтедобычи у Сургутнефтегаза составят 5% Президент Сургутнефтегаза Владимир Богданов рассказал о производственных планах компании на ближайшие два года. В частности, в 2006 г. Сургутнефтегаз намерен увеличить объем нефтедобычи до 66,5 млн т (что на 4,4% больше плана на текущий год, составляющего 63,7 млн т), в 2007 г. - до 70 млн т (+5,3% год-к-году).

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 41. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	6 095	6 827	6 132	5 668
ЕБИТДА, млн. \$	1 431	1 306	1 192	1 163
Чистая прибыль, млн. \$	845	687	599	620
P/E	5,2	6,3	7,3	7,0
EV/ЕБИТДА	3,7	4,1	4,5	4,6
Капитализация, млн. \$	4 522			
EV, млн. \$	5 345			
Добыча, млн. бнэ	187			
Запасы, млн. бнэ	6 211			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 42. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 43. Основные события**

Дата	Событие
20 июня	Татнефть все-таки опубликует свою финансовую отчетность за 2003 г. и первую половину 2004 г. ранее 15 июля - крайнего срока, предоставленного компании NYSE Татнефть объявила о завершении проверки, проводившейся юридической фирмой Kennedys, и планирует опубликовать свою финансовую отчетность по US GAAP за 2003 финансовый год и первую половину 2004 ф. г. до 15 июля. Проверка была инициирована в июне 2004 г., когда аудиторы Татнефти обнаружили ряд сделок, квалифицированных ими как "сомнительные". По информации компании, при проверке фирма Kennedys не обнаружила никаких признаков мошенничества. Публикация финансовой отчетности Татнефти вызовет облегчение инвесторов: проблема наконец будет урегулирована, и над компанией уже не будет висеть угроза снятия акций с котировки на бирже NYSE по причине задержки с публикацией отчетности (последний срок публикации, предоставленный компании биржей, был установлен 15 июля 2005г.). Вместе с тем, сами публикуемые данные едва ли окажут влияние на котировки акций, поскольку они явно устарели. Мы ожидаем что показатели чистой прибыли Татнефти составят \$509 млн. за 2003 г. и \$845 млн. за 2004 г.

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос**Илл. 44. Основные события**

Дата	Событие
29 июня	Россия хочет заблокировать продажу Юкосом (без рекомендации) акций Mazeikiu Nafta Российский Минюст направил министерствам юстиции Литвы и Нидерландов просьбу запретить регистрацию сделок с 53,7% акциями Mazeikiu Nafta, принадлежащими Юкосу. Зам начальника центра общественных связей российского Минюста Татьяна Чернышева заявила Ведомостям, что это сделано, чтобы воспрепятствовать возможной продаже акций, средства от которой не попадут в федеральный бюджет. По словам представителя Минюста, Юкос все еще должен бюджету \$2 млрд (из общей суммы налоговой задолженности, составляющей \$27,5 млрд).

Источник: оценки Альфа-Банка

**Энергетика**

Виталий Зархин, (7 095) 788-0320

Роман Филькин, (7 095) 783-5009

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

РАО ЕЭС**Илл. 45. Основные события**

Дата	Событие
10 июня	РАО ЕЭС сохраняет контроль над Мосэнерго. Копсов назначен Генеральным директором компании На заседании в пятницу Совет директоров Мосэнерго назначил Генеральным директором компании члена Совета Анатолия Копсова. Анатолий Копсов является руководителем Дирекции капитального строительства Корпоративного центра РАО ЕЭС, а также ранее возглавлял Совет директоров Мосэнерго в 1996-2004 гг. Прежний глава Мосэнерго Аркадий Евстафьев ушел со своего поста после критики со стороны Президента РФ Владимира Путина в адрес руководства Мосэнерго в связи с Московской энергоаварией 25 мая.
17 июня	РАО ЕЭС предлагает московскому правительству создать совместную компанию по управлению московскими энергосетями Согласно публикации в Ведомостях, Председатель Правления РАО ЕЭС Анатолий Чубайс недавно предложил Московскому Правительству создать на паритетной основе (50/50) компанию для управления энергосетевыми активами столицы. Новая компания, как предполагается, должна будет выполнять функции единоличного исполнительного органа как для сетевых компаний, выделенных из Мосэнерго (общая стоимость трех выделенных сетевых компаний согласно прогнозным вступительным балансам составляет порядка \$2 млрд.), так и для сетевого комплекса, принадлежащего Московскому Правительству, в том числе Московской Объединенной Энергетической Компании (МОЭК).
20 июня	Чубайс выступает за участие иностранных компаний в 3-4 генерирующих компаниях; расширение списка активов, включаемых в ФСК Председатель Правления РАО ЕЭС Анатолий Чубайс высказался за получение иностранными энергетическими компаниями контроля над 3-4 генерирующими компаниями, создаваемыми в ходе реорганизации отрасли (ОГК и ТГК). РАО ЕЭС в настоящий момент ведет переговоры с финским концерном Fortum (владеет 30,7% акций Ленэнерго, и получит порядка 19% в капитале создаваемой ТГК-1), немецким E.ON и итальянской Enel (управляет Северо-Западной ТЭЦ). Чубайс также отметил, что реорганизация РАО ЕЭС начнется в середине 2006 года и завершится к середине 2007 года.
20 июня	Правительство определяется, за кого голосовать на предстоящих выборах в Совет директоров РАО «ЕЭС России» Росимущество подготовило и направило на согласование в Министерство Экономического Развития и Торговли директиву к голосованию по выбором членов Совета директоров РАО ЕЭС на предстоящем годовом собрании энергохолдинга, запланированного на 29 июня. Директива содержит список из 10 кандидатов, за которых представители государства должны будут голосовать принадлежащим ему 52,7% пакетом акций в РАО ЕЭС, Список включает 6 из 10 текущих представителей государства в Совете директоров РАО ЕЭС: Александр Волошин (председатель совета директоров РАО ЕЭС), Анатолий Чубайс (Председатель Правления РАО ЕЭС), Герман Греф (Глава Минэкономразвития), Андрей Шаронов (замглавы Минэкономразвития), Виктор Христенко (Глава Минпромэнерго) и Илья Южанов (бывший глава антимонопольного министерства).
24 июня	Совет директоров РАО ЕЭС одобрил коэффициенты обмена акций двух ОГК, проект реформирования Кузбассэнерго В пятницу состоялось заседание Совета директоров РАО ЕЭС, на котором были рассмотрены и приняты ряд важных вопросов реформирования отрасли, в частности было принято решение о завершении формирования двух пилотных тепло-ОГК (ОГК-3 и ОГК-5) и переходе входящих в их состав станций на единую акцию.
29 июня	Портфельные инвесторы получили место в Совете директоров РАО ЕЭС Состоялось годовое Собрание акционеров РАО ЕЭС. В целом, мы оцениваем итоги прошедшего собрания позитивными для РАО ЕЭС и всего процесса реформирования электроэнергетики. Акционеры РАО ЕЭС избрали новый Совет директоров компании, в котором по сути произошло только два изменения. Во-первых, трех представителей Совета Федерации в прошлом Совете директоров заменили три представителя от Аппарата Правительства, Росимущества и Росэнерго, что связано с окончанием 1 января этого года срока действия закона, согласно которому регионы имели право управлять частью государственного пакета в 18% акций. В итоге, государство провело в новый совет директоров 10 представителей, включая Председателя Правления РАО ЕЭС Анатолия Чубайса и его заместителя Якова Уринсона (последний, по словам Чубайса, также получил существенную поддержку со стороны миноритарных акционеров).
30 июня	Чистая прибыль РАО ЕЭС по МСФО в 2004 году выросла на 26% до \$1,1 млрд.; Финансовый директор РАО ЕЭС Дмитрий Журба покидает компанию РАО ЕЭС опубликовала консолидированные результаты за 2004 год по МСФО. В целом, мы оцениваем результаты компании за 2004 год достаточно впечатляющими – все основные результативные индикаторы показали рост от 22% до 32%. Общая выручка компании выросла на 22% до \$23,6 млрд., тем самым превысив рост расходов компании в 21%, несмотря на 23% рост топливных издержек. Тем не менее, прочие расходы компании в прошлом году выросли на 38% и составили 11% общих расходов (против 9,8% за 2003 год).

Источник: оценки Альфа-Банка

Иркутскэнерго

Илл. 46. Основные события

Дата	Событие
27 июня	Иркутскэнерго увеличило в 2004 году чистую прибыль по МСФО в пять раз до \$61 млн В пятницу 24 июня состоялось годовое общее Собрание акционеров Иркутскэнерго, на котором были утверждены итоги деятельности компании в 2004 году. Согласно годовому отчету компании, чистая прибыль Иркутскэнерго по МСФО в 2004 году увеличилась на 440% до \$61 млн. Выручка от реализации выросла на 35% до \$653 млн., операционная прибыль - на 237% до \$90,3 млн. EBITDA компании в 2004 году увеличилась на 127% до примерно \$160 млн., тем самым рентабельность EBITDA выросла с 15% в 2003 году до 24% в 2004 году.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ленэнерго

Илл. 47. Основные события

Дата	Событие
22 июня	Миноритарии Ленэнерго предъявили к выкупу акции на сумму \$97.6 млн.; доля Fortum в ТГК-1 может увеличиться Ленэнерго объявило, что миноритарные акционеры компании, которые не поддержали план реорганизации Ленэнерго (одобренный на ВОСА 8 апреля 2005 г.), предъявили компании к выкупу акции на общую сумму в \$97.6 млн. (2.8 млрд. руб.), что составляет порядка 10% уставного капитала компании. Совет директоров Ленэнерго ранее установил цену выкупа в размере 30 руб. (\$1.05) и 14 руб. (\$0.49) за обыкновенную и привилегированную акцию соответственно.

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 48. Основные события

Дата	Событие
3 июня	Глава Мосэнерго уходит в отставку после заявления Путина о вине менеджмента в Московской энергоаварии В субботу Генеральный директор Мосэнерго Аркадий Евстафьев подал в отставку после того, как Президент РФ Владимир Путин на заседании Совета безопасности страны заявил о "цинизме и профессиональной непригодности" руководства Мосэнерго, приведшего к энергоаварии в Московском регионе. В отставку также подал заместитель Аркадия Евстафьева по экономике Владислав Назин. Временно исполняет обязанности Генерального директора Мосэнерго другой заместитель Евстафьева Владимир Чистяков.
16 июня	Мосэнерго получило налоговые претензии на сумму \$5.4 млн. за 2001 год Согласно публикациям информационных изданий, 7 июня 2005 года межрегиональная инспекция Федеральной налоговой службы России по крупнейшим налогоплательщикам #4 предъявило Мосэнерго налоговые претензии за 2001 год в сумме \$5.4 млн. (155 млн. руб.) Ранее, налоговые органы уже выставляли \$6.3 млн. претензии к компании за 2001 год, однако Мосэнерго успешно оспорило их в суде и заплатило лишь штраф порядка \$23,000 (665 тыс. руб.). Теперь налоговые претензии выставлены по итогам повторной проверки счетов компании, в результате которой ФНС обвинило Мосэнерго в сговоре с поставщиками топлива и искусственном завышении стоимости приобретенного топлива в 2000 году.
28 июня	Чистая прибыль Мосэнерго по МСФО выросла в 8 раз до \$213 млн Согласно опубликованным результатам компании по МСФО, чистая прибыль Мосэнерго в 2004 году выросла более чем в 8 раз до \$213 млн. Операционная прибыль компании увеличилась на 700% с \$47.2 млн. до \$375 млн. EBITDA выросла в два раза с \$354 млн. до \$718 млн., тем самым рентабельность по EBITDA в 2004 году увеличилась с 16% до 23%.
29 июня	Газпром расширяет свое присутствие в Совете директоров Мосэнерго до 3 человек На состоявшемся 28 июня годовом собрании акционеры Мосэнерго избрали новый состав Совета директоров компании. ПАО ЕЭС, которое владеет более 50% акций компании, провело в Совет пять своих представителей, включая трех членов Правления ПАО ЕЭС (среди которых Александр Чукунов заменил Андрея Раппопорта) и двух независимых директоров. Газпром, который в прошлом году аккумулировал блокпакет, расширил свое присутствие в Совете на одного человека до трех представителей, включая двух менеджеров Газпромбанка и главу компании Лидер. Московское правительство (контролирует порядка 8% акций Мосэнерго) и Правительство московской области получили по одному месту в Совете директоров.
7 июня	ЛУКОЙл намерен расширять свои позиции в Турции По сообщению СМИ, вице-президент ЛУКОЙл Николай Черный заявил о намерении компании выйти на розничный рынок Турции и получить не менее 20% этого рынка путем приобретения крупного импортного терминала нефтепродуктов на черноморском побережье страны. Н. Черный отметил, что компания уже ведет переговоры с владельцами двух терминалов емкостью 100 Рын т и 45 тыс. т, соответственно, однако не назвал имен партнеров по переговорам и не сообщил, каким может быть порядок цены приобретения.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 49. Основные события (продолжение)**

Дата	Событие
17 июня	Приобретение ЛУКОЙлом компании Геойлбент под угрозой По информации СМИ, Андроповский суд Ставропольского края принял 9 июня постановление о незаконности продажи компанией Новатэк 66% принадлежащих ей акций нефтедобывающей компании Геойлбент ЛУКОЙлу. Постановление было принято после того, как неизвестная компания, называемая "Broadwood Trading & Investments", подала иск, в котором утверждалось, что она имеет приоритетное право на приобретение пакета. В качестве предупредительной меры постановление суда требует, чтобы Федеральная антимонопольная служба (ФАС) воздержалась от утверждения сделки, а Транснефть прекратила транспортировку нефти для Геойлбента. Транснефть выполнила это требование, остановив транспортировку нефти для компании с 10 июня. ЛУКОЙл заявляет, что сделка завершена и в настоящее время ожидает утверждения ФАС.
27 июня	Состоится очередное общее собрание акционеров ЛУКОЙла: компания приурочила к нему публикацию отчета за 1Кв05 по US GAAP Состоится очередное общее собрание акционеров ЛУКОЙла. В его повестку включены традиционные пункты, такие как выборы совета директоров, утверждение отчета за 2004 г., дивиденды за 2004 г., утверждение аудиторской компании.
28 июня	Показатели ЛУКОЙл по US GAAP за первый квартал в основном соответствуют прогнозам, хотя уровень капвложений продолжает вызывать опасения Финансовые результаты ЛУКОЙл по US GAAP за первый квартал 2005 г. близко совпали с ожиданиями большинства аналитиков. Продажи возросли на 62% в годовом выражении, составив \$10,6 млрд и превысив прогнозы большинства специалистов на 1%. Показатель EBITDA показал более умеренный рост на 50% в годовом выражении, достигнув \$2,0 млрд, что на 3% ниже большинства прогнозов. Чистая прибыль показала еще более слабый прирост на 44%, составив \$1,2 млрд, что на 5% ниже прогнозов рынка.

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.

Проводная телефонная связь: прогресс зависит от приватизации

**Приватизация
Связьинвеста
поглощает значи-
тельные ресурсы
государства и
холдинга**

**Связьинвест сделал
ряд противоречивых
заявлений по поводу
повышения тарифов в
2006 г.**

**В 2006 г. тарифы на
местную связь
повысят на 20%,
однако даже при этом
они вряд ли превысят
уровень
эксплуатационных
расходов (280 руб на
линию в месяц)**

**Усилилось присут-
ствие государства в
правлении регио-
нальных компаний
электросвязи в
преддверии
приватизации**

**Мы не прогнозируем
приватизацию
Связьинвеста раньше
2006г.**

Будущее российских компаний проводных средств связи остается неопределенным. Подготовка к приватизации холдинга «Связьинвест» отвлекает много ресурсов холдинга, и зачастую рынок получает противоречивые сигналы в отношении тарифной политики, деятельности на рынке капиталов, и т.д.

В частности, как заявил недавно Генеральный директор Связьинвеста Валерий Яшин, в этом году холдинг не будет просить Федеральную Тарифную Службу (ФСТ) повысить тарифы на местную связь. Однако вскоре последовало заявление другого топ-менеджера холдинга - замгендиректора Константина Беляева, который сказал, что возможность повышения тарифов в этом году он все же не исключает.

По словам Беляева, холдинг по-прежнему ждет указа правительства о госрегулировании тарифов на фиксированную связь. После выхода этого указа Связьинвест сможет разрабатывать различные тарифные планы и отказаться от изжившей себя практики согласования с ФСТ повышения тарифов на местную связь. Однако до выхода данного указа (проойдет это не сразу, поскольку еще необходимо согласовать его с Минфином и другими ведомствами) при повышении тарифов в своих регионах региональные операторы связи должны следовать ныне действующим правилам. По данным Беляева, на данный момент 3 из 7 МРК уже направили заявки на повышение тарифов в текущем году.

В 2005 г. Связьинвест планирует повысить тарифы на местную связь на 20% (нынешний средний уровень по России – 161 руб, или \$5,59) и снизить тарифы на дальнюю связь на 5-10%. Т.о., в отрасли продолжается работа по устранению перекрестного субсидирования. Вместе с тем следует отметить, что стоимость эксплуатации одной телефонной линии уже достигла 280 руб (\$9,7) и, с нашей точки зрения, повысить до конца 2006 г. тарифы до заданного уровня будет нелегко.

В то же время государство вкладывает значительные средства и людские ресурсы в сектор проводных средств связи. При проведении общих собраний акционеров региональных компаний электросвязи, государство значительно увеличило свое присутствие в правлениях региональных компаний, в частности, за счет Связьинвеста. На наш взгляд – это явный сигнал того, что государство готовится к приватизации холдинга и намерено установить больший контроль над холдингом в преддверии аукциона.

Что касается акций региональных компаний электросвязи, мы считаем, что их динамика на рынке будет в лучшем случае нейтральной до тех пор, пока не решится вопрос со сроками приватизации Связьинвеста. Пока эти сроки не определены, и мы не предполагаем проведения аукциона ранее 2006 года.



По нашему мнению, у АФК Система более интересный объект для инвестиций по сравнению с региональными компаниями электросвязи

Во всяком случае, мы подтверждаем свой прогноз, что акции АФК Система являются более интересным объектом для инвестиций по сравнению с акциями региональных телекомов, в контексте предполагаемой приватизации Связьинвеста. У Системы есть хорошие шансы претендовать на «лакомые» куски Связьинвеста при проведении аукциона, а ее миноритарные акционеры не будут иметь при этом рисков, которые будут присутствовать у миноритариев «регионалок». Тем не менее, после объявления условий приватизации, краткосрочная ставка только на региональные компании может быть неплохой спекулятивной игрой.

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 50. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	584	761	948	1 131
EBITDA, млн. \$	171	229	288	345
Чистая прибыль, млн. \$	65	96	125	150
P/E	16,6	11,2	8,6	7,1
EV/EBITDA	6,0	4,5	3,6	3,0
Капитализация, млн. \$	1 074			
EV, млн. \$	1 024			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 51. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

МТС

Илл. 52. 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	13,5	10,4	8,8	8,4
EV/EBITDA	7,4	5,7	4,9	4,6
Капитализация, млн. \$	13 834			
EV, млн. \$	15 497			
Число абонентов, '000	34			
Кол-во акций, млн.	399			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 53. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Прочное финансовое положение Лицензии покрывают практически всю территорию России (87 регионов из 89)
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Относительно небольшое количество акций в свободном обращении Возможное избыточное предложение бумаг в следствии продажи ДТ доли в МТС
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Расширение на рынки СНГ (и разумные затраты на это) Включение в индекс MSCI
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Введение Резерва универсального обслуживания

Источники: оценки Альфа-Банка



Илл. 54. Основные события

Дата	Событие
1 июня	<p>Отчет МТС за 1Кв05: «Болезнь роста»</p> <p>Вышедший отчет МТС за 1Кв05 в целом соответствует нашим ожиданиям, но несколько хуже консенсус-прогноза. Выручка снизилась на 2% (этот показатель ухудшается второй квартал подряд), хотя рентабельность, как и ожидалось, вернулась на уровень 51% (ниже него, мы полагаем, она теперь уже не опустится).</p> <p>С другой стороны, нас очень обеспокоила динамика показателя ARPU, снизившегося за квартал на 19% в России (мы прогнозировали -16%) и на Украине. По оценкам компании, совокупный показатель ARPU за 2005 г. будет на уровне \$8,5 по России и \$10 – по Украине, хотя наш прогноз несколько выше этих цифр.</p>
2 июня	<p>МТС приобретает оставшиеся 24% своей якутской дочки за \$13,47 млн, т.е. из расчета \$450 за абонента</p> <p>МТС объявила о приобретении последних 24% акций своей якутской дочерней компании – Горизонт РТ - за \$13,47 млн, что соответствует коэффициенту EV/Число абонентов на уровне \$450. В ноябре 2004 г. приобретение контрольного пакета этой же компании (76%) на приватизационном аукционе обошлось МТС дороже (\$712 за абонента).</p>
27 июня	<p>МТС вышла на рынок Туркменистана, уплатив \$8,3 в расчете на 1 жителя страны</p> <p>МТС получила контроль над ведущим оператором мобильной связи Туркменистана: компания приобрела 51% акций Varash Communications Technologies (Varash) за \$28,05 млн и достигла соглашения о повышении, при определенных условиях, своего участия до 100% в предстоящие 8 месяцев. Цена остальных 49% акций будет зависеть от результатов производственной и финансовой деятельности компании, но не превысят \$26,95 млн. Учитывая, что компания не имеет задолженности, это соответствует EV на уровне \$55 млн.</p>
29	<p>Туркменская лицензия МТС отозвана через два дня после ее приобретения, негативно</p> <p>МТС объявила о приобретении 51% акций компании Varash, ведущего оператора мобильной связи Туркменистана, за \$28,05 млн. Всего лишь двумя днями позже, в среду, лицензия была отозвана. Причины решения не сообщаются.</p> <p>Эта новость стала для нас весьма неприятным сюрпризом. Можно предполагать, что подготовка сделки была непростой: первая информация о ней просочилась в прессу в декабре 2004 г., но, судя по тому, что она была заключена только через 6 месяцев, далеко не все шло гладко. В странах с подобным политическим режимом одним из главных конкурентных преимуществ являются хорошие рабочие отношения с правительственными структурами и их поддержка. Именно поэтому наша уверенность в успехе сделки возросла, когда мы прочли в "Ведомостях" комментарий инвестиционного банкира, участвовавшего в подготовке сделки, о том, что бывшие акционеры Varash выбрали МТС именно потому, что туркменские власти рассматривали компанию как подходящего партнера. К сожалению, как мы видим, эта оценка не оправдалась.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 55. 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	21,7	12,8	10,4	9,8
EV/EBITDA	8,7	5,9	4,9	4,5
Капитализация, млн. \$	7 610			
EV, млн. \$	8 885			
Число абонентов, '000	27			
Кол-во акций, млн.	205			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 56. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Илл. 57. Основные события

Дата	Событие
2 июня	<p>Отчет Вымпелкома за 1Кв05 не выходит за рамки общих тенденций в отрасли – низкие показатели ARPU при повышающейся рентабельности</p> <p>Вышедший отчет Вымпелкома за 1Кв05 в целом соответствует консенсус-прогнозу, хотя выручка оказалась несколько ниже ожидавшихся значений, а прибыль, наоборот, немного выше. Выручка продолжает расти - за квартал +1% (+4% с учетом выверенных показателей за 4Кв04), намного существеннее оказался рост чистой прибыли (+31%). Норма EBITDA повысилась с 45% в 4Кв04 до 48%.</p> <p>Как и у МТС, показатель ARPU по России довольно посредственный (-20% кв-к-кв). По оценкам Вымпелкома, по итогам 2005 г. снижение этого показателя составит не менее 25%. План по капвложениям на 2005 г. (\$1,4 млрд) остался прежним.</p>
8 июня	<p>В мае Вымпелком вновь вышел в лидеры российского рынка по чистому приросту абонентов</p> <p>По данным статистики рынка мобильной связи, опубликованной консультационной компанией AC&M, в мае 2005 г. компания Вымпелком вновь вышла на лидирующие позиции в России по чистому приросту числа абонентов – ее показатель составил 33%, против 28% у МТС. В российских регионах отрыв оказался еще более значительным: 35% против 25%, соответственно. Т.о., подтверждается высказанное нами месяцем раньше мнение о том, что опережение, достигнутое МТС по этому показателю в апреле, будет кратковременным. Вместе с тем, Вымпелком продолжает отставать от своего основного конкурента в России по показателю общей доли рынка (34% против 36%, соответственно).</p>
22 июня	<p>Альфа-групп и Telenor получили по 3 места в новом совете директоров Вымпелкома, остальные три заняли независимые директора</p> <p>На состоявшемся очередном общем собрании акционеры Вымпелкома избрали новый состав совета директоров в количестве 9 человек:</p> <ul style="list-style-type: none"> · 3 директора от Telenor: <ul style="list-style-type: none"> Арве Йохансен (Arve Johansen) – старший исполнительный вице-президент Telenor, член совета директоров Вымпелкома с июня 2003 г.; Фридтеф Растен (Fridtjof Rusten) - старший исполнительный вице-президент Telenor, ранее в состав совета директоров Вымпелкома не входил; Хенрик Торгерсен (Henrik Torgersen) - исполнительный вице-президент Telenor, член совета директоров Вымпелкома с января 1999 г. · 3 директора от Альфа-групп <ul style="list-style-type: none"> Михаил Фридман – председатель наблюдательного совета Альфа-групп, член совета директоров Вымпелкома с июля 2001 г.; Алексей Резникович – генеральный директор Alfa Telecom LLC, член совета директоров Вымпелкома с мая 2002 г.; Павел Куликов – управляющий директор Alfa Telecom LLC, член совета директоров Вымпелкома с мая 2002 г. · 3 независимых директора <ul style="list-style-type: none"> Номинированных Telenor: <ul style="list-style-type: none"> Джо Лундер (Jo Lunder) – председатель совета директоров Вымпелкома с октября 2003 г., исполнительный директор Ementor ASA, член совета директоров Вымпелкома с мая 2002 г., одно время занимал пост президента Вымпелкома. Номинированных Альфа-групп: <ul style="list-style-type: none"> Наталья Цуканова – вице-президент J.P. Morgan, член совета директоров Вымпелкома с июня 2003 г.; Дэвид Хэйнес (David Haines) - главный исполнительный директор GROHE Water Technology, ранее в состав совета директоров Вымпелкома не входил

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 58. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	481	646	728	809
EBITDA, млн. \$	168	254	278	312
Чистая прибыль, млн. \$	75	76	78	89
P/E	17,5	17,2	16,8	14,7
EV/EBITDA	8,1	5,3	4,9	4,3
Капитализация, млн. \$	1 241			
EV, млн. \$	1 355			
Используется линий, '000	4 334			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 59. Краткий обзор компании

Сильные стороны	
•	Доступ к последней миле в Москве
Слабые стороны	
•	Одна из самых устаревших сетей среди МРК
•	Низкие доходы от дальней связи
•	Отсутствие контроля над альтернативным оператором АФК "Система"
Возможности	
•	Пересмотр соглашений с Ростелекомом о расчетах за дальнюю связь
Угрозы	
•	Потеря сегмента малого и среднего бизнеса альтернативным операторам
•	Высокая стоимость цифронизации сети
•	Неспособность нового генерального директора показать высокие результаты

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 60. Основные события**

Дата	Событие
27 июня	<p>Отчет МГТС (ДЕРЖАТЬ, \$14,7) за 2004 г. по US GAAP: из-за исключения результатов МТУ-Информ сравнение с результатами 2003 г. затруднено</p> <p>МГТС выпустила отчет за 2004 г. по US GAAP, который в целом соответствует нашему прогнозу (см. Илл. 6). Показатели по МТУ-Информ из отчета исключены, т.к. эта компания объединена с другими альтернативными операторами АФК «Система» в составе Комстар -ОТС. Доля МГТС в новой компании – около 46%, остальными акциями АФК «Система» владеет напрямую. Из-за исключения из отчета за 2004 г. показателей МТУ-Информ сравнить его с отчетом за 2003 г. не представляется возможным, в т.ч. по выручке и норме EBITDA: бизнес МТУ-Информ имеет более высокую рентабельность, чем бизнес МГТС (за 9 мес. 2004 г. норма EBITDA 52% по сравнению с 34% у МГТС).</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Связьинвест**Илл. 61. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	6 176	7 276	7 706	7 996
EBITDA, млн. \$	1 802	2 189	2 475	2 723
Чистая прибыль, млн. \$	487	512	706	896
P/E	6,6	6,3	4,6	3,6
EV/EBITDA	1,7	1,4	1,3	1,1
Капитализация, млн. \$	3 234			
EV, млн. \$	3 094			
Число абонентов, '000	н/д			
Кол-во акций, млн.	н/д			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 62. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Ростелеком**Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1 296	1 296	1 358	1 423
EBITDA, млн. \$	442	381	385	400
Чистая прибыль, млн. \$	149	81	100	123
P/E	13,1	13,1	13,1	13,1
EV/EBITDA	4,5	5,2	5,2	5,0
Капитализация, млн. \$	1 845			
EV, млн. \$	1 994			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 64. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Устойчивое финансовое положение • Владеет магистральной сетью на всей территории России
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Бизнес не диверсифицирован, отсутствует доступ к последней миле • Работает в конкурентной среде при наличии социальных барьеров
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • Либерализация рынка дальней связи

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 65. Основные события

Дата	Событие
30 июня	<p>Ростелеком опубликовал хорошие финансовые результаты по МСФО за 2004 г., нейтрально для акций компании</p> <p>Ростелеком опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2004 г. Мы по-прежнему считаем, что, независимо от их качества, они вряд ли повлияют на динамику акций компании, т.к., ввиду быстрых изменений деловой ситуации, они отражают скорее тенденции прошлых периодов, нежели развитие событий в будущем. Мы полагаем, что в краткосрочном плане Ростелеком будет по-прежнему иметь хорошие денежные поступления и позитивные балансовые показатели, однако в более долгосрочном горизонте, после фактической либерализации рынка междугородней и международной связи и в условиях снижения роста трафика и обострения конкуренции, позиции компании могут оказаться менее устойчивыми.</p>

Источник: 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	16,1	12,7	11,3	9,9
EV/ЕБИТДА	3,1	2,6	2,3	2,1
Капитализация, млн. \$	8 444			
	7 856			
EV, млн. \$	0			
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

Илл. 68. Основные события

Дата	Событие
8 июня	<p>Вышел отчет АФК «Система» за 2004 г. по US GAAP.</p> <p>Выручка и ЕБИТДА выросли на 52% год-к-году, тогда как чистая прибыль – только на 6% (изменения в учетной политике уменьшили этот показатель на \$35,5 млн).</p> <p>Доля услуг связи в совокупной выручке холдинга оставила 81%, т.е. меньше чем в 2003 г. (86%), несмотря на 42%-ный рост рынка в этом сегменте. Т.о., в 2004 г. нетелекоммуникационный бизнес холдинга рос опережающими темпами.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка



Металлургия

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

**Норильский Никель
выпустил хороший
отчет за 2004 г. по
МСФО**

Норильский Никель выпустил хороший отчет за 2004 г. по МСФО: выручка выросла на 35% год-к-году (до \$7 млрд) благодаря высоким ценам на металлы и консолидации в отчете показателей по дочерним компаниям – Stillwater, а также по Лензолоту и Руднику им. Матросова (с 6 апреля 2004 г.).

Благодаря эффективному контролю над затратами норма EBITDA повысилась с 38% в 2003 г. до 48% в 2004 г. Т.о., по итогам прошлого года Норильский Никель занимает по этому показателю одно из первых мест в мировой горно-металлургической промышленности.

Чистую прибыль, увеличившуюся до \$1,832 млрд, для достижения сопоставимости необходимо скорректировать на \$46 млн (изменение справедливой стоимости инвестиций в результате снижения рыночной стоимости 20%-ного пакета акций Gold Fields). Т.о., скорректированная чистая прибыль равна \$1,878 млрд.

**Норильский Никель
объявил о выплате
дивидендов за 4Кв04 в
размере \$1 на акцию**

Еще до выхода отчета компания объявила о дивидендах за 4Кв04 в размере \$1 на акцию. Дивиденды по итогам года увеличились до \$2,4 на акцию (в сумме \$523 млн). Коэффициент выплаты дивидендов за 2004 г. (28%) незначительно превышает установленный компанией норматив (20-25% консолидированной чистой прибыли).

В целом Норильский Никель показал по итогам года хорошие результаты, подтверждающие обоснованность нашей рекомендации ПОКУПАТЬ его обыкновенные акции с (расчетная цена \$87).

**Отчет Северстали за
2004 г. по МСФО
оказался хуже
февральского
прогноза самой
компании**

Отчет Северстали за 2004 г. по МСФО, выпущенный в июне, оказался хуже февральского прогноза самой компании. Выручка и чистая прибыль увеличились год-к-году на 107% (до \$6,65 млрд) и 133% (\$1,41 млрд), что выше прогноза компании, однако EBITDA в размере \$2,17 млрд (+116% год-к-году) оказалась на 9% ниже цифры в \$2,38 млрд, прогнозированной компанией в феврале. Норма EBITDA (32,7%) также оказалась ниже прогноза – на 4 п.п.

**Расчетная цена акции
Северстали снижена
до \$11, рекомендация
прежняя - ПОКУПАТЬ**

Расчеты по скорректированной DCF-модели показывают, что стоимость компании составляет \$6,3 млрд, или \$11 за акцию. Новая расчетная цена акций Северстали (\$11) предполагает потенциал роста на уровне 40% относительно текущих рыночных котировок. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ.

**Отчет СГ «Мечел» за
2004 г. по US GAAP
соответствует
консенсус-прогнозу
аналитиков**

Стальная группа «Мечел» выпустила отчет за 2004 г. по US GAAP.

Как мы и прогнозировали, выручка увеличилась на 79% до \$3,6 млрд из-за увеличения объема производства и роста цен на сталь и уголь.

EBITDA в размере \$908 млн оказалась несколько ниже нашего прогноза (\$1 млрд). Норма EBITDA повысилась до 25% по сравнению с 17% в 2003 г.

Скорректированная чистая прибыль (с учетом продажи доли в ММК) составила \$543 млн. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Мечела и расчетную цену \$35.

**ФАС утвердила
объединение ВСМПО и
Ависмы в одну
компанию**

Федеральная антимонопольная служба (ФАС) в конце концов одобрила объединение ВСМПО и Ависмы в одну компанию. Условия объединения были объявлены Советом директоров ВСМПО еще год назад (акционеры обеих компаний проголосовали за них 21 сентября 2004 г.).



Вячеслав Брешт и Владислав Тетюхин планируют выкупить у Реновы 12% акций ВСМПО

Председатель совета директоров ВСМПО Вячеслав Брешт подтвердил, что он и гендиректор Владислав Тетюхин (владеют по 30% акций ВСМПО) планируют выкупить у Реновы ее пакет (12%). По словам Брешта, менеджеры практически договорились о финансировании сделки (напомним, СУАЛ оценил свой пакет в \$148,9 млн). Срок действия оферты, выставленной Реновой, истекает 25 июля, но менеджеры могут официально объявить о решении выкупить акции до наступления этой даты.

Такое развитие стало бы позитивным фактором, т.к. в этом случае у ВСМПО появляется возможность продолжить подготовку к IPO на зарубежном рынке. По словам Брешта, IPO может состояться в первом полугодии 2006 г.

Динамика акций ВСМПО в значительной степени будет зависеть от исхода «Русской рулетки». Среди других катализаторов этой бумаги - выход первого полного отчета по GAAP за 2002-2004 гг. (июль-сентябрь), проведение IPO на зарубежном рынке (2006 г.), динамика цен на титан.

Следует отметить, что в июне сравнению с маем акции ВСМПО выросли на 7%, опередив индекс РТС за тот же период, но несмотря на рост котировок, потенциал роста относительно нашей расчетной цены (\$150) все еще довольно большой.

Норильский Никель

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	7 033	6 058	5 490	4 917
ЕБИТДА, млн. \$	3 375	2 673	2 289	2 032
Чистая прибыль, млн. \$	1 832	1 399	1 131	929
P/E	7,3	9,6	11,9	14,4
EV/ЕБИТДА	3,9	5,0	5,8	6,5
Капитализация, млн. \$	13 423			
EV, млн. \$	13 286			
Кол-во акций, млн.	213,9			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 70. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 71. Основные события

Дата	Событие
9 июня	<p>Совокупный дивиденд акционеров Норильского Никеля за 2004 г. может составить \$2,4 на акцию (дивидендная доходность 4%)</p> <p>Совет директоров Норильского Никеля предложил выплатить дивиденды за 2004 г. из расчета 69,4 руб (\$2.4) на акцию (дивидендная доходность 4%). С учетом промежуточных дивидендов (за 9 мес. 2004 г. в размере 41,4 руб на акцию) дополнительный дивиденд за 4кв04 составит 28 руб (\$1) на акцию. Реестр акционеров на получение дивиденда по итогам 2004 г. закрылся 12 мая 2005 г. Т.о., объявленный Норильским Никелем дивиденд оказался выше, чем мы ожидали. Прогнозируя совокупный дивиденд за 2004 г. в размере \$1,5 на акцию (20% чистой прибыли), мы учитывали, что в 1Кв05 компания произвела выкуп собственных акций на сумму \$750 млн.</p>
10 июня	<p>Как мы и прогнозировали, в 2004 г. чистая рентабельность Норильского Никеля достигла 26%</p> <p>Норильский Никель выпустил хороший отчет за 2004 г. по МСФО. Основные наши выводы следующие:</p> <ul style="list-style-type: none"> - выручка выросла на 35% год-к-году благодаря высоким ценам на никель, медь, МПГ; - меры по сокращению издержек принесли свои результаты: норма ЕБИТДА повысилась до 48%, что значительно выше уровня данного показателя у аналогичных компаний (30%); - рекомендация ПОКУПАТЬ акции Норильского Никеля сохраняется; расчетная цена акции - \$87 (потенциал роста - 51%)

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 72. Основные события (продолжение)**

Дата	Событие
22 июня	<p>Два представителя "Норильского никеля" (ПОКУПАТЬ, \$87) введены в состав Совета директоров Gold Fields</p> <p>Два представителя Норильского никеля, Сергей Стефанович и Артем Григорян, вошли на этой неделе в состав Совета директоров компании Gold Fields (ГМК "Норильский никель" владеет 20% этой компании). Первый является руководителем управления стратегического развития "Норильского никеля", второй возглавляет российскую консалтинговую фирму RMC.</p>
30 июня	<p>В новом совете директоров Норильского Никеля, как и в предыдущем его составе, будет 3 независимых директора</p> <p>На состоявшемся годовом общем собрании ГМК «Норильский Никель» был избран совет директоров из 9 человек. Свои места в совете сохранили:</p> <ul style="list-style-type: none"> - управляющий директор ЗАО ХК «Интреррос» Андрей Бугров; - член совета директоров Вимм-Билль-Данна и Solvay S.A. Ги де Селье; - председатель правления общества «Красноярское землячество» Владимир Долгих; - генеральный директор ЗАО ХК «Интреррос» Андрей Клишас; - управляющий директор Safeguard International Fund Хайнц Шimmelбуш; - замдиректора по вопросам корпоративного управления Екатерина Сальникова; - гендиректор, председатель правления ГМК «Норильский Никель» Михаил Прохоров. <p>В совет директоров избраны также два новых члена: замгендиректора, зампредела правления ГМК «Норильский Никель» Морган Ральф Таваколиан и директор налогового департамента АО «Внешюрколлегия» Кирилл Угольников.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь**Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	6 648	6 866	6 771	6 556
ЕБИТДА, млн. \$	2 124	1 925	1 712	1 513
Чистая прибыль, млн. \$	1 401	1 166	988	825
P/E	3,1	3,7	4,4	5,2
EV/ЕБИТДА	2,1	2,3	2,6	3,0
Капитализация, млн. \$	4307			
EV, млн. \$	4464			
Производство, млн. тонн	17			
Кол-во акций, млн.	552			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 74. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 75. Основные события

Дата	Событие
3 июня	<p>Включение акций Северстали в список бумаг, допущенных к торгам на ММВБ, вряд ли приведет к существенному росту их ликвидности</p> <p>В пятницу Северсталь объявила о включении акций компании в список ценных бумаг, допущенных к торгам на ММВБ. Шаг нацелен на повышение ликвидности, которая остается относительно невысокой: за первые пять месяцев этого года среднемесячный объем торгов на РТС составил \$6,4 млн.</p>
8 июня	<p>Северсталь получила 6-летний кредит на \$300 млн, который в основном пойдет на рефинансирование существующего долга</p> <p>Северсталь объявила о получении 6-летнего кредита на сумму \$300 млн, обеспеченного выручкой от поставки продукции. Компания планирует использовать кредит в основном для рефинансирования существующего долга, а также на общие проекты по развитию бизнеса. В кредитном договоре предусмотрен 12-месячный льготный период. Остальные его условия компания не раскрывает.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 76. Основные события (продолжение)**

Дата	Событие
14 июня	Северсталь увеличивает капвложения в производство труб большого диаметра до \$576 млн и будет делать упор на качестве продукции Северсталь приняла решение увеличить инвестиции в проект по выпуску труб большого диаметра с \$430 млн до \$576 млн (инвестиции на модернизацию Стана-5000, приобретенного Северсталью в 2000 г., составляют \$281 млн; на строительство Ижорского трубного завода - \$295 млн). Предположительные сроки завершения проекта – первое полугодие 2006 г. Проектная мощность завода составит 450 тыс т труб большого диаметра (610-1420 мм) в год. При необходимости объем производства может быть увеличен до 550 тыс. т.
27 июня	Ожидается выход отчета Северстали за 2004 г.: инвесторы рассчитывают увидеть в отчете норму EBITDA на уровне 37% Ожидается выход отчета Северстали за 2004 по МСФО. Согласно прогнозу основных показателей по МСФО за прошлый год, опубликованному компанией в феврале, выручка, EBITDA и чистая прибыль составили \$6,4 млрд, \$2,4 млрд и \$1,3 млрд, соответственно в 2004. Т.о., инвесторы учли данные прогнозы.
28 июня	Отчет Северстали за 2004 г. по МСФО: норма EBITDA оказалась ниже предварительной цифры (33% и 37%, соответственно) Вышел консолидированный отчет Северстали за 2004 г. по МСФО. Выручка выросла на 107% год-к-году до \$6,65 млрд (компания прогнозировала \$6,40 млрд). Результаты по американской Rouge Steel, включенные в годовой отчет, обеспечили 40% годового прироста выручки. Рост выручки объясняется также тем, что в течение всего прошлого года цены на мировом рынке стали были высокими.

Источник: оценки Альфа-Банка

Евраз Холдинг**Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	5 925	6 151	6 316	5 859
EBITDA, млн. \$	2 004	2 062	2 273	2 002
Чистая прибыль, млн. \$	1 084	1 174	1 311	1 138
P/E	4,7	4,3	3,8	4,4
EV/EBITDA	2,8	2,7	2,5	2,8
Капитализация, млн. \$	5042			
EV, млн. \$	5642			
Кол-во акций, млн.	355			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 78. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Компания контролирует 85% потребностей в руде и 100% - в угле Крупнейшая российская группа (21% от производства)
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Относительно неблагоприятное расположение Низкий технологический уровень
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Программа инвестиционных вложений на 2004-2007 года оценивается в \$1.2 млрд Возможные приобретения активов
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Введение новых ограничений в США и Европе

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 79. Основные события

Дата	Событие
2 июня	Группа Евраз привлекла \$422 млн через IPO; оценка компании по 2005П EV/EBITDA составила 2,7 Группа Евраз продала 29,1 млн ГДР в ходе первичного размещения, или 8.3% компании, за \$14,5 за ГДР (изначально был объявлен индикативный диапазон в \$13.5-17 за ГДР). Всего компания в ходе IPO привлекла \$422 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка



Мечел

Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	3 636	4 055	4 170	4 325
ЕБИТДА, млн. \$	908	899	852	799
Чистая прибыль, млн. \$	543	521	482	442
P/E	6,5	6,8	7,3	8,0
EV/ЕБИТДА	3,4	3,4	3,6	3,9
Капитализация, млн. \$	3536			
EV, млн. \$	3076			
Кол-во акций, млн.	139			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 81. Краткий обзор компании

Сильные стороны	
•	Компания контролирует 90% потребностей в руде и 100% - в угле
•	Диверсифицированный портфель продуктов
Слабые стороны	
•	Относительно низкая доходность (04 ЕБИТДА - 25%)
•	Низкий технологический уровень (Разлитие в слитки - 82%)
Возможности	
•	Программа инвестиционных вложений на 2005-2009 года оценивается в \$900 млн
•	Расширение мощностей по стали и прокату до 8.2 млн тонн и 7.1 млн тонн в 2007П
Угрозы	
•	Введение новых ограничений в США и Европе

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 82. Основные события

Дата	Событие
24 июня	Ожидается выход отчета СГ «Мечел» за 2004 г. по US GAAP: мы прогнозируем рост нормы ЕБИТДА до 29% Ожидается выход консолидированного отчета СГ «Мечел» за 2004 г. (US GAAP). Мы прогнозируем рост выручки на 75% (до \$3,6 млрд) по причине увеличения как объемов производства, так и цен. Приобретение ряда активов 2003-2004 гг. и расширение производственных мощностей позволили Мечелу увеличить производство стали и проката в прошлом году на 26%.
24 июня	Мечел приобретает угольные запасы в объеме 888 млн. т. по цене всего \$0,08/т Компания Южный Кузбасс, дочернее предприятие СГ Мечел, приобрела на государственном аукционе лицензии на разработку Ольжерасского, Разведочного и Сорокинского угольных участков в Кемеровской области в течение 20 лет, заплатив за них 1,985 млрд. руб. (\$69,4 млн.).
27 июня	ЕБИТДА стальной группы Мечел достигла 25% из-за сильного сегмента добычи СГ Мечел опубликовала финансовые результаты за 2004 год по US GAAP. Выручка компании выросла на 79% до \$3,6 млрд как из-за роста выпуска продукции, так и цен. Валовая рентабельность Мечела в 2004 достигла 39% по сравнению с 30% в 2003. Валовая рентабельность добывающего сегмента составила 54% в 2004 (30% в 2003), и добыча составила 46% от валовой прибыли. Рентабельность производства стали осталась примерно на том же уровне, что и в 2003 – 27% в 2004 (26% в 2003), в то время как мы ожидали роста валовой рентабельности производства стали до 31% из-за роста цен. В результате, ЕБИТДА компании в размере \$908 млн была несколько ниже нашего прогноза на уровне \$1,0 млрд. ЕБИТДА рентабельность составила 25% в 2004 по сравнению с 17% в 2003

Источник: оценки Альфа-Банка



Машиностроение

Максим Матвеев CFA, (7 095) 795-3736,

Интеррос продолжает поиск партнера для развития Силовых Машин

Совет директоров ОАО «Силовые машины» назначил генеральным директором компании Игоря Клочко, который сменил на этом посту Евгения Яковлева. Ранее Игорь Клочко являлся президентом ЗАО «Атомстройэкспорт». Совет директоров также принял решение о проведении 12 августа 2005 г. внеочередного общего собрания акционеров для избрания нового состава Совета. Новым председателем Совета, вероятно, станет Сергей Батехин, заместитель генерального директора холдинга «Интеррос».

Как и предполагалось история с попыткой Siemens приобрести Силовые Машины получает дальнейшее развитие. По словам С. Батехина, ХК «Интеррос», контролирующая 71% акций ОАО «Силовые машины», заинтересована в привлечении иностранного стратегического партнера для развития компании. «Интеррос» продолжает переговоры с «Siemens», а также рассматривает вопрос о партнерстве с «General Electric» и «Alstom». Вместе с тем, он признал, что в настоящее время иностранный инвестор не имеет права приобрести контрольный пакет акций «Силовых машин». Одновременно «Интеррос» ведет переговоры с представителями государства по поводу возможности введения государства в состав акционеров «Силовых машин». Один из возможных сценариев предусматривает получение государством блокирующего пакета «Силовых машин» в обмен на государственные пакеты акций машиностроительных компаний - например, принадлежащих государству 25% акций Калужского турбинного завода, производящего паровые и газовые турбины средней и малой мощности.

В этом случае Силовые машины могли бы выступить в роли интегратора национального машиностроительного сектора. Вместе с тем, мы не считаем, что государство станет эффективным акционером, а процесс приобретения пакета акций «Силовых машин» может оказаться непрозрачным для миноритариев, что будет означать повышение риска инвестирования в акции компании. Мы сохраняем по акциям ОАО «Силовые машины» рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

Руководство Иркут завершает согласование условий продажи акций EADS

Ежегодное общее собрание акционеров компании Иркут утвердило новую эмиссию акций в объеме 120,8 млн обыкновенных акций (12% уставного капитала, исходя из нового размещения). Предполагается, что новые акции приобретет EADS. Условия предполагается согласовать к концу лета, а продажу – к концу года. Сделка потребует одобрения правительства, так как Иркут является «стратегически важным предприятием». Мы не думаем, что с принятием этого решения могут возникнуть затруднения, как в случае с Siemens-«Силовые Машины» поскольку в компании Иркут пакет EADS не будет блокирующим, основные пакеты акций (54% исходя из нового размещения) будет принадлежать руководству компании и государству (12%). От проведения эмиссии и от цен на новые акции будет зависеть стоимость акций компании Иркут в ближайшем будущем. Мы сохраняем рекомендации ПОКУПАТЬ акции компании Иркут.

Норма EBITDA OM3 снизилась до 8% в 2004г.; мы понижаем расчетную цену до \$4.50 за акцию

Компания OM3 опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2004 г. В 2004 г. компания осуществила ряд крупных преобразований своей корпоративной структуры, включая выделение компании МНП («Морские нефтегазовые проекты» – бизнес OM3 в секторе нефтегазового машиностроения и судостроения) и приобретение трех компаний, входивших в холдинг Шкода. В результате OM3 сумела сохранить в 2004 г. уровень выручки примерно на уровне 2003 года, а выручка от непрерывающейся деятельности возросла на 54%.



Вместе с тем, рентабельность компании значительно снизилась: норма валовой прибыли упала с 31% в 2003 г. до 19% в 2004 г.. Рентабельность отдельных бизнес-сегментов также сократилась – так, норма валовой прибыли в секторе производства оборудования для ядерной энергетики упала с 40% в 2003 г. до 23% в 2004 г. Норма EBITDA компании снизилась в 2004 г. до 8% (в 2003 г. она достигала 10%, в 2004 г., по нашему прогнозу, должна была составить 9%).

Чистая прибыль ОМЗ, по данным компании, составила \$61 млн, но этот показатель необходимо скорректировать на снижение нематериальных активов в сумме \$113,9 млн и потери от продажи МНП в размере \$54 млн. После корректировки финансовые результаты компании за 2004 г. представляют собой чистый убыток в размере \$1 млн, по сравнению с \$20 млн чистой прибыли в 2003 году.

Мы пересмотрели финансовую модель компании и понижаем основанную на DCF расчетную цену на акции ОМЗ до \$4,50. Расчетная цена предусматривает 18% рост по отношению к текущей цене акции, поэтому мы сохраняем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Илл. 83. Отчет ОМЗ о прибылях и убытках по МСФО за 2003-2005 гг. (П)

	2003	2004	Изменение	2005П
	млн \$	млн \$	2004/2003 %	млн \$
Выручка	340	524	54	689
Издержки	235	422	79	543
Валовая прибыль	105	102	-3	146
Коммерческие и общехозяйственные расходы	73	91	24	115
Операционная прибыль	32	11	-64	32
Прочие расходы (доходы)	17	-116	Н/З	15
Прибыль до налогообложения	15	128	779	17
Налоги	-2	13	Н/З	4
Чистая прибыль	16	115	601	13
Доля миноритарных акционеров	-4	2	Н/З	0
Корректировка	0	114	Н/З	0
Скорректированная чистая прибыль	20	-1	Н/З	13
EBITDA	32	40	22	52
Валовая рентабельность	31%	19%		21%
Операционная рентабельность	9%	2%		5%
Норма прибыли до налогообложения	4%	24%		2%
Чистая рентабельность	6%	0%		2%
Норма EBITDA	10%	8%		8%

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка



Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 84. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	524	689	716	750
ЕБИТДА, млн. \$	40	52	50	51
Чистая прибыль, млн. \$	-1	13	13	14
P/E	н/з	11,0	10,5	9,8
EV/ЕБИТДА	8,5	6,5	6,7	6,6
Капитализация, млн. \$	141			
EV, млн. \$	336			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 85. 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

Илл. 86. Основные события

Дата	Событие
27 июня	<p>ОМЗ опубликовала неутешительные финансовые результаты по МСФО за 2004 г. Норма ЕБИТДА компании снизилась до 7%</p> <p>ОМЗ опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2004 г. В 2004 г. компания осуществила ряд крупных преобразований своей корпоративной структуры, включая выделение компании МНП ("Морские нефтегазовые проекты" – бизнес ОМЗ в секторе нефтегазового машиностроения и судостроения) и приобретение трех компаний, входивших в холдинг Шкода. В результате ОМЗ сумела сохранить в 2004 г. уровень выручки примерно на уровне 2003 г.</p> <p>Вместе с тем, рентабельность компании значительно снизилась: норма валовой прибыли упала с 28% в 2003 г. до 19% в 2004 г.. Рентабельность отдельных бизнес-сегментов также сократилась – так, норма валовой прибыли в секторе производства оборудования для ядерной энергетики упала с 40% в 2003 г. до 23% в 2004 г. Норма ЕБИТДА компании снизилась в 2004 г. до 7% (в 2003 г. она достигала 10%, в 2004 г., по нашему прогнозу, должна была составить 9%).</p>

Источник: оценки Альфа-Банка



Пищевая промышленность и розничная торговля

Елена Бороденко, (7 095) 795-3692

Миноритарные акционеры компании «Балтика» могут затормозить процесс консолидации

Балтика планирует приобрести долю (70,32%) Baltic Beverages Holding в пивоваренном заводе «Пикра» за \$67,5 млн. В случае успешного завершения данной сделки пакет акций Балтики в Пикре, составляющий на данный момент 16,38%, увеличится до 86,7%. Вопрос о приобретении Пикры был вынесен на внеочередное общее собрания акционеров, которое состоялось 7 июля. Большинство акционеров (66%), принимавших участие в голосовании, одобрили сделку, но их общее количество составило всего лишь 49,3% от числа всех незаинтересованных акционеров, что оказалось недостаточно для кворума (50%). 32% незаинтересованных акционеров на собрании не присутствовали. Руководство компании намеревается повторно созвать внеочередное общее собрание акционеров по данному вопросу.

Миноритарных акционеров Балтики, включая бывшего президента компании Таймураза Боллоева, не удовлетворяет механизм консолидации: они считают его непрозрачным. Миноритарии полагают, что средства, которые должны пойти на покупку этой доли, лучше направить на развитие предприятия или выплату дивидендов. Акционеры также выразили сомнение по поводу точности оценки стоимости Пикры. 100%-ный пакет ее акций оценивается в \$96 млн, что соответствует расчетному на 2007 г. коэффициенту EV/EBITDA на уровне 7, тогда как акции компании «Балтика» торгуются с аналогичным коэффициентом на уровне 8,5. Исходя из уровня текущих биржевых котировок, коэффициент EV / Производственная мощность у Пикры составляет \$36 на 1 млн гл, а у Балтики - \$149. Т.о., акции Пикры оцениваются с 18%-ным дисконтом относительно Балтики по расчетному на 2005 г. коэффициенту EV/EBITDA и 76%-ным - по коэффициенту EV / Производственная мощность, что делает данную сделку довольно привлекательной для Балтики. Голоса миноритарных акционеров будут решающими, т.к. ВВН в голосовании участвовать не будет по причине конфликта интересов. Мы ждем результатов внеочередного собрания акционеров, которое состоится 7 июля.

В июне миноритарные акционеры компании Воронежского пивоваренного завода заблокировали предложение о слиянии с другим активом ВВН (доля в капитале 61%) - компанией «Ярпиво». Акционеры были не согласны с предложенным коэффициентом конвертации акций.

Динамичный процесс консолидации на рынке пива

Не считая Балтики, процесс объединения активов на российском рынке пива идет очень динамично. В частности, Heineken приобрела 100% акций комбината им. Степана Разина, контролирующего 31% рынка пива Санкт-Петербурга и 17% всего российского рынка пива. Сумма сделки не раскрывается. По нашей оценке, справедливая стоимость компании составляет порядка \$80 млн, но премия за контроль может быть значительная: это один из четырех крупных независимых пивоваренных заводов в России. Мы полагаем, что Степан Разин обошелся компании в \$105-120 млн.



На следующий день после объявления о приобретении завода «Степан Разин» агентство Reuters сообщило, что пивоваренная компания Ивана Таранова («ПИТ») будет продана на аукционе со стартовой ценой \$400 млн. Данная цена предполагает премию в размере 15-20% по расчетному на 2005 г. коэффициенту EV/EBITDA относительно Балтики и аналогичных компаний на развивающихся и развитых рынках и дисконт в размере 5-25% по коэффициентам P/Мощность и P/Объем производства относительно бумаг Балтики, Ярпива и Efes. Мы полагаем, что окончательная цена составит \$450-460 млн, однако в условиях наблюдающегося в настоящее время бума на российском рынке пива ПИТ может обойтись потенциальному покупателю в \$500 млн.

В начале этого месяца в прессе также прошло сообщение, что InBev, возможно, приобретет пивоваренный завод «Тинькофф» за \$200 млн.

Если покупателями Степана Разина и ПИТа станут международные компании, в России останутся только два крупных отечественных независимых завода – Красный Восток и Очаково. Владельцы последнего не раз заявляли, что свой актив продавать не будут. Собственники Красного Востока пока допускают возможность продажи только неконтрольного пакета акций предприятия.

Отчет Вимм-Билль-Данна за 1Кв05 оказался посредственным

Вимм-Билль-Данн опубликовал отчет за 1Кв05 по US GAAP. Несмотря на то, что показатели выручки и EBITDA в целом соответствуют нашим прогнозам, чистая прибыль оказалась значительно ниже, чем мы ожидали.

Выручка увеличилась на 17% до \$325,7 млн (мы прогнозировали \$315,2 млн) в результате региональной экспансии, вывода на рынок новых видов продукции и более высоких цен в рублях. Особенно заметно выросла выручка от реализации детского питания (+42%).

При более низких темпах роста стоимости реализованной продукции, а также коммерческих и общехозяйственных расходов операционная прибыль увеличилась на 26% до \$9,6 млн. Показатель EBITDA вырос на 17%, норма EBITDA осталась на уровне 6,7%.

Однако убыток от финансовой деятельности в размере \$3,9 млн, показанный по итогам 1Кв05 (по сравнению с доходом в \$1,8 млн в 1Кв04), возникший в результате заметного снижения положительной курсовой разницы по сравнению с 1Кв04, привел к сокращению чистой прибыли с \$5,3 млн до \$2,9 млн. В результате норма чистой прибыли снизилась с 1,9% в 1Кв04 до 0,9% в 1Кв05, тогда как у компаний-производителей молочной продукции на развивающихся и развитых рынках этот показатель в текущем году прогнозируется в среднем на уровне 9,8% и 5,2% (по сокам - 11,7% и 14,9%, соответственно).



Илл. 1. Фактические результаты за 1кв05 по US GAAP в сравнении с прогнозом

	1Кв05Ф млн \$	1Кв05П млн \$	Расхождение, Ф/П %	1Кв04Ф млн \$	Изменение, 1Кв05Ф/1Кв04Ф %
Выручка	325,7	315,2	3,4%	278,3	17,0%
Молочная продукция	232,0	232,0	0%	195,9	18,4%
Напитки	72,9	83,2	-12%	67,8	7,5%
Детское питание	20,8	n/a	n/a	14,7	41,5%
Ст-ть реализованной продукции	241,9	232,4	4%	205,8	17,5%
Валовая прибыль	83,8	82,8	1%	72,5	15,7%
Коммерческие расходы	44,7	45,6	-2%	40,9	9,2%
Общехозяйственные расходы	27,0	24,6	10%	21,6	24,8%
Прочие расходы	2,6	2,1	24%	2,3	13,1%
Коммерч. и общехозяйств. расходы	74,2	72,3	3%	64,8	14,5%
Операционная прибыль	9,6	10,5	-9%	7,7	25,4%
Прочие внереализационные расходы	3,9	3,0	30%	-1,8	-319,1%
Прибыль до налогообложения	5,7	7,5	-24%	9,5	-40,0%
Налог на прибыль	2,0	1,8	14%	3,0	-31,9%
Доля миноритарных акционеров	0,7	0,7	-4%	1,1	-38,6%
Чистая прибыль	2,9	4,97	-41%	5,3	-44,9%
EBITDA	21,8	22,1	-1%	18,7	16,9%
Валовая рентабельность	25,74%	26,27%	-2%	26,04%	-1,2%
Операционная рентабельность	2,95%	3,34%	-12%	2,75%	7,1%
Норма EBITDA	6,70%	7,02%	-5%	6,71%	-0,2%
Чистая рентабельность	0,90%	1,58%	-43%	1,91%	-53,0%
Объем производства, тыс. т					
Молочная продукция	282,9	300,0	-6%	274,1	3,2%
Напитки	105,7	115,4	-8%	103,8	1,8%
Детское питание	14,2	Н/Д	Н/Д	12,0	18,3%
Цена, \$/т					
Молочная продукция	820,0	773,3	6%	710,0	15,5%
Напитки	690,0	720,7	-4%	640,1	7,8%
Детское питание	1460	Н/Д	Н/Д	1220,0	19,7%

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 87. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1 189	1 468	1 612	1 702
EBITDA, млн. \$	97	121	145	156
Чистая прибыль, млн. \$	23	27	37	42
P/E	31,4	26,7	19,3	17,3
EV/EBITDA	9,4	7,6	6,3	5,9
Капитализация, млн. \$	746			
EV, млн. \$	916			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 88. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 89. Основные события

Дата	Событие
16 июня	<p>В 1Кв05 чистая прибыль Вимм-Билль-Данна снизилась на 45%.</p> <p>Вимм-Билль-Данн опубликовал отчет за 1Кв05 по US GAAP, который показал низкую чистую прибыль. Выручка и EBITDA соответствуют нашим прогнозам.</p> <p>Выручка увеличилась на 17% до \$325,7 млн (мы прогнозировали \$315,2 млн) в результате региональной экспансии, вывода на рынок новых видов продукции и более высоких цен в рублях. Особенно заметно выросла выручка от реализации детского питания (+42%).</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Седьмой Континент

Илл. 90. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	496	799	1 077	1 313
EBITDA, млн. \$	43	79	122	147
Чистая прибыль, млн. \$	27	46	72	88
P/E	35,4	21,0	13,4	11,1
EV/EBITDA	22,6	12,1	7,7	6
Капитализация, млн. \$	968			
EV, млн. \$	969			
Кол-во акций, млн.	65			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 91. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Одна из крупнейших сетей супермаркетов в России Отличная репутация и узнаваемый бренд Разнообразные форматы магазинов
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Присутствие только на рынке Москвы Низкая рентабельность
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Региональная экспансия Повышение рентабельности
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Ужесточение конкуренции на рынке Рост арендных ставок

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 92. Основные события

Дата	Событие
14 июня	<p>Седьмой Континент (ПОКУПАТЬ, \$15) выплатит первые после IPO дивиденды</p> <p>На очередном общем собрании акционеры Седьмого Континента утвердили дивиденды за 2004 г. из расчета 1 руб (\$0,035) на акцию (на общую сумму \$2,24 млн). Т.о., на дивиденды решено направить 8% чистой прибыли, полученной компанией в 2004 г. Дивидендная доходность акций составит 0,26%. По итогам 2003 г. Седьмой Континент дивиденды не выплачивал.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 93. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	994	1 495	1 688	2 008
EBITDA, млн. \$	253	401	458	539
Чистая прибыль, млн. \$	132	238	277	333
P/E	24,2	13,4	11,5	13,7
EV/EBITDA	13,9	8,7	7,6	6,5
Капитализация, млн. \$	3 093			
EV, млн. \$	3 502			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 94. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 95. Основные события

Дата	Событие
20 июня	<p>Балтика планирует приобрести 70,32% акций Пикры</p> <p>Балтика планирует приобрести долю Baltic Beverages Holding (70,32%) в капитале пивоварни «Пикра» за \$67,5 млн. В настоящее время Балтика владеет 16,38% акций Пикры и в случае осуществления сделки может довести свою долю до 86,7%. Приобретение Пикры – один из шагов по реализации объявленного ранее плана объединения производственных активов ВВН на базе Балтики. Балтика, в свою очередь, предполагает создать на базе Пикры свой филиал (Балтика-Красноярск). Вопрос о приобретении Пикры будет вынесен на внеочередное собрание акционеров, запланированное на 7 июля.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Пятерочка

Илл. 96. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1 106	1 585	2 128	2 786
EBITDA, млн. \$	111	158	208	263
Чистая прибыль, млн. \$	74	100	128	157
P/E	29,7	22,2	17,2	14,0
EV/EBITDA	20,3	14,4	10,9	8,6
Капитализация, млн. \$	2 207			
EV, млн. \$	2 276			
Кол-во акций, млн.	153			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 97. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Крупнейший российский продовольственный ритейлер Высокая рентабельность Большое количество магазинов и их выгодное месторасположение Узнаваемый бренд
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Компанию контролируют два физических лица (67%)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Дальнейшая географическая экспансия Увеличение рентабельности на кв.м.
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Рост конкуренции на рынке Проект главных акционеров по строительству гипермаркетов

Источники: оценки Альфа-Банка

КОСМЕТИКА Концерн Калина

Илл. 98. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	183	210	238	266
EBITDA, млн. \$	33	39	43	47
Чистая прибыль, млн. \$	19	26	29	31
P/E	14,7	10,9	9,8	8,9
EV/EBITDA	8,0	7,1	6,7	6,5
Капитализация, млн. \$	297			
EV, млн. \$	267			
Кол-во акций, млн.	9,8			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 99. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Ведущий российский производитель косметики с портфелем сильных брендов Налаженная сбытовая сеть и система позиционирования товаров в магазинах Высокая норма прибыли по EBITDA - 18%
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Высокая доля небрендованных продуктов (28%)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Увеличение доли рынка в сегментах кремов и зубных паст Приобретение других брендов Занятие доли рынка мелких российских игроков
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Сильная конкуренция с международными производителями

Источники: оценки Альфа-Банка

ФАРМАЦЕВТИКА Аптеки 36,6

Илл. 100. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	211	364	527	664
EBITDA, млн. \$	18	35	62	81
Чистая прибыль, млн. \$	1	11	29	41
P/E	229,0	14,8	5,7	4,1
EV/EBITDA	13,2	7,5	4,1	2,8
Капитализация, млн. \$	166			
EV, млн. \$	15			
Кол-во акций, млн.	8			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 101. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Крупнейшая аптечная сеть в России Сильные позиции в Москве, хорошее развитие в регионах Очень хорошее восприятие и известность бренда 36,6
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Отрицательный чистый денежный поток до 2006 года Зависимость от импорта Отсутствие ликвидности на локальных рынках, маленький free float
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Расширение в регионах через покупку Развитие продуктов под частной маркой
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Конкуренция снизит прибыльность Рост может быть сдержан недостаточным финансированием

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 102. Основные события**

Дата	Событие
28 июня	Показатель EBITDA сети аптек 36,6 поднялся в 2004 г. на 36% Сеть аптек 36,6 опубликовала финансовые результаты за 2004 финансовый год и 1Кв5. Выручка и EBITDA за 2004 г. соответствуют нашим прогнозам, однако чистая прибыль на 79% ниже вследствие возросшего налогового бремени.

Источник: оценки Альфа-Банка

Медиа Рамблер

Илл. 103. Основные события

Дата	Событие
10 июня	В ходе IPO инвесторы оценили Рамблер в \$10,25 за акцию (расчетный на 2005 г. коэффициент 2005E P/Выручка 5,6) Состоялось IPO Рамблера. Инвесторы оценили компанию из расчета \$10,25 за акцию. Т.о., компания оценена в \$153,5 млн (расчетный на 2005 г. коэффициент P/Выручка 5,6). Размещено около 26% акционерного капитала, из которых 6% - это бумаги, проданные нынешними акционерами.

РБК**Илл. 104. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	75	106	145	190
EBITDA, млн. \$	20	30	44	61
Чистая прибыль, млн. \$	11	20	32	47
P/E	43,3	23,9	14,7	10,1
EV/EBITDA	22,6	14,6	9,4	6,3
Капитализация, млн. \$	478			
EV, млн. \$	442			
Кол-во акций, млн.	115			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 105. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Номер 1 среди российских ИТ компаний • Сильный брэнд и здравая предпринимательская идея • Рост капитализации за счет развития российского рынка ИТ и рекламы • Эффект синергизма между разными направлениями бизнеса
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Низкие стандарты прозрачности и корпоративного управления • Компания оценивается как дорогостоящая
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Новым источником роста компании может стать ее экспансия • экспансия на рынок Украины; постоянные издержки незначительны • Расширение зоны действия ТВ (посредством доступа к «последней миле» Мостелекома) и увеличение контента, которое может привести к повышению рекламных расценок • Корпоративные приобретения и синергизм в других секторах
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Риски для репутации компании; ее связь с конкретной ФПГ может привести к ограничению потенциальных денежных потоков от размещения рекламы • Высокий уровень конкуренции во всех сегментах

Источники: оценки Альфа-Банка

**Банковский сектор**

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

После корректировки ROE повышается с 13,8% до 16,9%, что близко к нашим прогнозам

ВТБ объявил о проведении IPO, но прежде банк осуществить структурные изменения

В конце июня Сбербанк выпустил отчет за 2004 г. по МСФО, который в целом соответствует нашему прогнозу. В 2004 г. чистая прибыль Сбербанка по МСФО составила \$695, рентабельность собственного капитала (ROE) – 13,8%. На первый взгляд, это неудовлетворительный результат, т.к. он ниже нашего прогноза - \$899 млн по чистой прибыли и 18% по ROE. Следует, однако, учитывать, что составляя свой прогноз, мы учитывали и комиссионный доход. При его добавлении (\$154 млн) к показанному в отчете показателю чистая прибыль увеличивается до \$850 млн, ROE – до 16,9%, т.е. приближается к нашему прогнозу. Исходя из этого, а также учитывая, что остальные показатели отчета соответствуют нашему прогнозу, **мы подтверждаем нашу расчетную цену в \$790 и сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ (потенциал роста 20% относительно уровня текущих котировок в \$660).**

ВТБ, другой банк контролируемый государством, подтвердил в июне свое намерение осуществить в ближайшие годы первичное размещение акций. Несмотря на положительную реакцию фондового рынка, мы сомневаемся в том, что в скором времени банк сможет осуществить свое намерение. Скорее всего, объявляя об IPO, банк пытался успокоить Думу и кабинет министров. Недавно правительство приняло решение об увеличении уставного капитала ВТБ на \$1,5 млрд за счет средств, выделяемых из стабилизационного фонда. Поэтому можно предположить, что, объявляя о проведении IPO, банк показывает государству, что ему не потребуются дополнительные средства в ближайшие годы. Кроме того, приобретение Внешторгбанком зарубежных банков ЦБР, находящихся в Лондоне и Париже (ожидаемое во второй половине 2005 г.), приведет к значительным структурным изменениям в самом банке, и IPO вряд ли произойдет до завершения этой реструктуризации.

Илл. 106. Основные показатели балансовых отчетов за 2003-2004 г. по МСФО, млн \$

	2003	2004	Год-к-году
Денежные средства + обязательные резервы	4 907	5 715	16%
Облигации	13 091	13 196	1%
Кредитный портфель	26 905	46 775	74%
Прочие активы	5 266	3 517	-33%
Активы всего	50 170	69 202	38%
Вклады физических лиц	33 229	43 580	31%
Клиентские счета	8 470	16 501	95%
ЦБ, выпущенные Сбербанком	3 532	3 283	-7%
Прочие обязательства	359	380	6%
Обязательства всего	45 590	63 744	40%
Собственный капитал	4 580	5 458	19%

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

**Илл. 107. Основные показатели отчетов о прибылях и убытках за 2003-2004 г. по МСФО, млн \$**

	2003	2004	Изменение год-к-году, %	Прогноз на 2004 г.
Процентный доход по кредитам	3 607	5 260	46%	4 824
Процентный доход по ЦБ	879	749	-15%	630
Процентные расходы	2 704	3 061	13%	3 040
Процентный доход, нетто	1 782	2 948	65%	2 414
Комиссионный доход	606	893	47%	1 203
Доход от ЦБ, нетто	1 246	494	-60%	Н/Д
Расходы на персонал	1 704	1 979	16%	1 911
Операционные расходы	984	1 285	31%	1 201
Прибыль до налогообложения	549	885	61%	1 100
Чистая прибыль	473	695	47%	899

Источники: Сбербанк, оценка Альфа-Банка

Сбербанк

Илл. 108. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Активы, млн. \$	50 170	67 453	75 983	84 870
Чистая прибыль, млн. \$	473	767	824	929
P/E	28,4	17,5	16,3	14,4
Капитализация, млн. \$	13 801			
Кол-во об. акций, млн.	19			
Цена, \$	706			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 109. 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. 110. Основные события

Дата	Событие
24 июня	Сбербанк сообщил, что его чистая прибыль по международным стандартам учета составила \$670 млн., что на 25% ниже наших ожиданий, однако капитал банка близок к нашему прогнозу На состоявшемся в пятницу собрании акционеров Сбербанка президент банка Андрей Казьмин объявил основные результаты деятельности организации за 2004 г. по международным стандартам финансового учета. Чистая прибыль банка составила \$670 млн. (наш прогноз составлял \$900 млн.), балансовая стоимость - \$5.4 млрд. (наш прогноз - \$5.6 млрд.).

Источник: оценки Альфа-Банка



Внешторгбанк

Илл. 111. Основные события

Дата	Событие
2 июня	<p>Правительство утвердило увеличение уставного капитала ВТБ на \$1,5 млрд; вопрос о привлечении зарубежного стратегического партнера остается открытым</p> <p>Правительство утвердило решение об увеличении уставного капитала ВТБ на \$1,5 млрд. Т.о., за счет бюджетных средств капитал ВТБ увеличивается до \$3 млрд, а весь банк будет, по-видимому, теперь оцениваться как минимум в \$6 млрд.</p> <p>Нарастив свой капитал, ВТБ сможет приобрести зарубежные дочерние банки ЦБ с целью активизации бизнеса на внешнем рынке.</p>
16 июня	<p>ВТБ может провести IPO в 2006 г. в объеме 10-25% уставного капитала (рыночная капитализация банка может составить не менее \$6-7 млрд)</p> <p>Внешторгбанк (доля государства 99,9%) планирует IPO в 2006 г. с целью поддержания высоких темпов роста и увеличения размера собственного капитала. В начале этого года капитал банка был увеличен на \$1,5 млрд, а в будущем должен достичь \$6-7 млрд. IPO скорее всего будет проведено после допэмиссии акций, поэтому его рыночная капитализация может составить \$8-9 млрд.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка



Рынок облигаций

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

Оксана Клыпина (7 095) 783-5029

Илл. 112. Основные события

Дата	Событие
2 июня	Нидерланды отвергли проект Конституции Евросоюза. Результаты голосования вызвали падение курса USD/EUR, что повысило спрос на долларовые активы, включая казначейские обязательства США.
2 июня	S&P повысило рейтинг Аргентины до В- с SD.
5 июня	Турция разместила 15-летние еврооблигации на \$1,25 млрд со спредом в 332 б.п. к КО США.
14 июня	JP Morgan разработал новый индекс для расчета динамики ценных бумаг развивающихся рынков, номинированных в местной валюте.
20 июня	Бразилия разместила еврооблигации на \$600 млн со сроком погашения в 2015 году с доходностью к погашению в 7,73% годовых. Это размещение было последним в рамках программы внешних заимствований на 2005 год. Отношение чистого долга к ВВП страны в настоящий момент составляет 50,3%.
20 июня	S&P понизило рейтинг Эквадора до CCC+ с В- со стабильным прогнозом. Это решение было принято после того, как Эквадор решил изменить как налоговое законодательство, так и регламент использования стабилизационного фонда. Агентство выразило обеспокоенность по поводу достаточности налоговых поступлений для обслуживания долга страны, а также по поводу перспектив достижения Эквадором соглашения с международными финансовыми организациями о дополнительном внешнем финансировании.
23 июня	Эквадор объявил о намерении осуществить обмен внутреннего долга. Государственные облигации со сроком погашения до года будут обменены на облигации другого выпуска со сроком погашения в 2012 году. В случае если новый выпуск облигаций будет иметь менее привлекательные параметры (купон ниже 12% как у обращающихся облигаций со сроком погашения в 2012 г) S&P заявило, что оно будет оценивать подобные действия как дефолт.
23 июня	Moody's повысило рейтинг ряда российских госкомпаний (Газпром, Транснефть) до уровня выше суверенного. Повышение рейтинга стало возможным после изменений в методологии агентства. Учитывая позитивную оценку рейтингов российских компаний, осуществляемую Moody's, это решение вызвало ряд предположений о скором возможном повышении суверенного рейтинга России и поддержало цены российских еврооблигаций.
27 июня	Правительство РФ планирует выпустить еврооблигаций на сумму до \$500 млн в сентябре для полного погашения коммерческой задолженности. Если последний транш будет иметь такую же структуру, что и предыдущий, инвесторам может быть предложено еврооблигаций с погашением в 2030 г на сумму около \$430-450 млн, что сможет быть легко абсорбировано рынком.
28 июня	Внешторгбанк разместил 30-летние еврооблигации на \$1 млрд с доходностью к 10-летней оферте на уровне 6,25% годовых.
30 июня	ФРС США повысила учетную ставку на 25 б.п. – до 3,25% годовых. Тем не менее, КО США отреагировали ростом цен, отразив реакцию инвесторов на комментарии ФРС об умеренном инфляционном давлении.

Источник: оценки Альфа-Банка

Российские долговые бумаги продолжили рост, что привело к рекордному сужению спреда к КО США

Несмотря на значительное замедление темпов роста в июне, умеренное повышение котировок российских долговых бумаг продолжилось. Эта до некоторой степени неожиданная динамика (техническая ценовая коррекция вниз была более вероятным сценарием) объясняется следующими факторами:

1. Несмотря на то, что очевидные признаки оживления экономики должны способствовать понижению цен, казначейские облигации США в цене с начала месяца практически оставались неизменными. Очередное повышение ставки ФРС 30 июня было проигнорировано держателями облигаций, в то время как комментарии ФРС об «умеренной инфляции» стимулировали спрос инвесторов. Цены КО США также поддержало ралли на нефтяном рынке, вызвавшее спекуляции о возможном отказе ФРС от рестрикционной направленности денежно-кредитной политики уже в августе этого года. Кроме того, рост курса USD/EUR на мировом валютном рынке поддержал интерес к долларovým активам.
2. Цены на российские еврооблигации выросли, благодаря слухам о повышении рейтинга России агентством Moody's. В июне агентство повысило рейтинги ряда госкомпаний до уровня на 1-2 ступени выше суверенного. Поскольку прогноз рейтинга РФ по Moody's в настоящее время «позитивный», то пересмотр рейтингов госкомпаний вызвал спекуляции о скором «выравнивании» рейтинга РФ.



В целом в июне происходило дальнейшее сужение спреда российских еврооблигаций к КО США - до рекордно низкого уровня в 154 б.п. для России-30. Высокий спрос на облигации развивающихся стран позволил ряду российских компаний привлечь внешнее финансирование, разместив еврооблигации без, или с минимальным спредом ко вторичному рынку.

***Волатильность
российских долговых
бумаг возрастет в
июле***

Волатильность рынка долговых бумаг США и российских еврооблигаций возрастет в июле, так как возобновятся спекуляции на тему результатов очередного заседания ФРС США в начале августа. В случае, если ФРС не заявит о своем намерении перейти к нейтральной направленности денежно-кредитной политики, дальнейший рост котировок КО США маловероятен. В настоящий момент доходность 10-летнего выпуска КО США лишь на 28 б.п. выше минимума 2004 года, наблюдавшегося еще до начала серии повышений учетной ставки ФРС.

В то же время в случае повышения агентством Moody's рейтинга РФ, спрос на российские еврооблигации резко возрастет, что вызовет еще большее сужение спредов к КО США. При таком варианте развития событий прогноз 140 б.п. для России-30 выглядит весьма вероятным.



Илл. 113. Динамика валютных облигаций на 8 июля 2005 г.

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	Спред к безрисковой ставке бп
Еврооблигации						
Евро-05	24.07.2005	100.25	-0.56	3.9	8.73	58.78
Евро-07	26.06.2007	110.44	-0.23	4.4	9.05	80.09
Евро-10	31.03.2010	109.06	0.29	4.6	7.56	96.86
Евро-18	24.07.2018	149.38	2.22	5.6	7.36	170.99
Евро-28	24.06.2028	181.75	2.47	6.1	7.02	208.02
Евро-30	31.03.2030	111.69	1.65	5.6	4.48	166.70
Облигации Минфина						
Минфин 5	14.05.2008	94.25	0.53	5.2	3.18	157.58
Минфин 6	14.05.2006	98.88	0.25	4.4	3.03	95.36
Минфин 7	14.05.2011	88.00	1.73	5.5	3.41	170.22
Минфин 8	14.11.2007	96.50	0.39	5.0	3.11	138.47
Agies						
Agies 2007	25.10.2007	105.38	-0.12	Н/Д	5.17	Н/Д
Agies 2009	25.10.2009	115.88	0.11	3.7	6.69	138.53
Agies 2014	25.10.2014	128.50	0.24	5.6	7.47	180.08
Муниципальные облигации						
Москва-06	25.10.2004	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Москва-06	28.04.2006	106.49	-0.59	2.7	10.28	75.54
Нижний Новгород	03.04.2005	0.00	Н/Д	0.0	Н/Д	0.00
Банковский сектор						
Альфа-Банк	19.11.2005	101.68	-0.35	6.1	10.57	281.98
Внешторгбанк-05	28.04.2005	Н/Д	Н/Д	0.0	Н/Д	Н/Д
Внешторгбанк-07	30.07.2007	103.66	0.32	Н/Д	4.59	Н/Д
Внешторгбанк-08	11.12.2008	104.94	1.17	5.3	6.55	162.27
Газпромбанк-05	04.10.2005	101.67	-0.56	2.7	9.59	66.87
Газпромбанк-08	30.10.2008	104.94	1.18	5.6	6.91	194.01
Зенит	12.06.2006	101.75	0.00	7.3	9.09	384.89
МДМ-Банк	16.12.2005	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
НИКойл	19.03.2007	101.79	-0.09	7.8	8.84	428.02
НОМОС-банк	13.02.2007	101.75	0.12	7.9	8.97	438.95
Петрокоммерц	09.02.2007	102.42	-0.01	7.4	8.79	381.41
Русский стандарт-07	28.05.2005	Н/Д	Н/Д	0.0	Н/Д	0.00
Сбербанк	14.04.2007	101.87	-0.06	7.6	8.59	401.16
Уралсиб	24.10.2006	101.00	-0.15	Н/Д	2.84	Н/Д
Нефтегазовый	06.07.2006	104.94	1.18	3.8	8.46	37.79
Газпром-07	25.04.2007	107.29	0.14	4.9	8.50	Н/Д
Газпром-09	21.10.2009	119.47	0.89	5.4	8.79	Н/Д
Газпром-10	27.09.2010	116.75	2.19	4.2	6.68	Н/Д
Газпром-13	01.03.2013	122.41	2.26	5.9	7.86	Н/Д
Газпром-15	01.02.2020	107.25	1.52	5.8	6.71	Н/Д
Газпром-20	28.04.2034	125.11	3.78	6.7	6.89	Н/Д
Роснефть	20.11.2006	110.00	-0.68	5.1	11.59	Н/Д
Сибнефть-07	13.02.2007	107.54	-0.19	6.5	10.69	Н/Д
Сибнефть-09	15.01.2009	111.75	0.56	6.9	9.62	Н/Д
ТНК	06.11.2007	110.65	0.12	6.0	9.94	Н/Д
Телекоммуникационный						
АФК Система-08	14.04.2008	107.71	0.54	7.1	9.52	Н/Д
АФК Система-11	28.01.2011	103.75	0.34	Н/Д	8.55	Н/Д
Вымпелком-09	26.04.2005	Н/Д	Н/Д	0.0	Н/Д	0.00
Вымпелком-10	16.06.2009	107.51	1.06	Н/Д	9.30	0.08
МТС-10	21.12.2004	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Металлургический						
Евразхолдинг-06	30.01.2008	107.25	-0.01	Н/Д	9.09	0.07
Евразхолдинг-09	14.10.2010	103.87	1.21	Н/Д	8.06	0.07
ММК-08	25.09.2006	102.95	-0.42	Н/Д	8.62	0.06
Северсталь-09	03.08.2009	110.68	0.45	Н/Д	9.83	0.08
Северсталь-14	18.02.2005	Н/Д	Н/Д	0.0	Н/Д	0.00
Другие						
Алроса-08	24.02.2009	102.80	-0.25	10280.0	8.39	0.08
Алроса-14	19.04.2014	103.04	0.42	10304.0	8.98	0.09
Вимм-Билль-Данн	21.05.2008	Н/Д	Н/Д	10062.0	Н/Д	0.08
Киевстар	21.05.2008	100.25	0.25	10025.0	8.48	0.08

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

Индекс РТС: начало нетрадиционного летнего ралли?

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

Илл. 114. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1 - 30 июня	
		Краткосрочный	Долгосрочный						
РТС	ДЕРЖАТЬ	674	Восходящий	Нейтральный	R4 823.91	Граница клина	S1 678.94	6-месячная МА	OP 672.05
		ЦЕЛЬ 824		К повышению	R3 785.52	Исторический максимум	S2 625.37	3-летний тренд	HI 707.52
				R2 722.16	Максимум 09.03.05	S3 613.34	24-месячная МА	LO 665.70	
				R1 704.88	Линия тренда	S4 577.92	Основной	CL 706.32	

Источник: оценка Альфа-Банка

Основные выводы

- Долгосрочный тренд на РТС сдвигается в сторону повышения, в то время как краткосрочная тенденция, безусловно, «бычья». Это указывает на завершение среднесрочной фазы консолидации на российском рынке акций и начало нетрадиционного летнего ралли.
- Мы полагаем, что сейчас индекс РТС имеет хорошие шансы для успешного «прорыва» выше торгового диапазона 705-722 и дальнейшего продолжения роста.
- Вслед за ожидаемым «прорывом» выше ценового диапазона 705-722 можно ожидать нетрадиционного «летнего» ралли к уровню 824-870 в июле-сентябре текущего года.
- Мы рекомендуем инвесторам ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ с технической целью 824.

Илл. 115. Индекс РТС - Месячные технические характеристики, по состоянию на 30 июня 2005 г.



Fri Jul 01 2005 10:56:05

Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

СQG © 2005



Ожидаемый прорыв выше 705-722 должен расчистить путь к уровню 824-870

Классический технический анализ

К концу июня 2005 г. индекс РТС достиг верхней границы крупной треугольной формации, показанной на Илл. 115. С позиции технического анализа прорыв выше этого сильного уровня сопротивления, расположенного вблизи отметки 705, должен расчистить путь к нашей долгосрочной технической цели 824-870. Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе индекс РТС имеет очень хорошие шансы для продолжения роста и успешного «прорыва» выше ценового диапазона 705-722, поскольку краткосрочная тенденция на рынке в настоящее время «бычья», а долгосрочная сдвигается в сторону повышения.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 116. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 30 июня 2005 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Краткосрочный тренд на РТС остается бычьим

Медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 116 в настоящее время по-прежнему направлена вверх и находится выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Это значит, что краткосрочный тренд на РТС – восходящий. В то же время, быстрая адаптивная линия тренда (АТЛ) сформировала свой локальный максимум и начала понижаться. Однако мы рассматриваем это как нейтральный сигнал на фоне растущей медленной адаптивной линии тренда, который отражает имевшую место непродолжительную консолидацию на рынке.



Медленный момент подтверждает присутствие «быков» на рынке

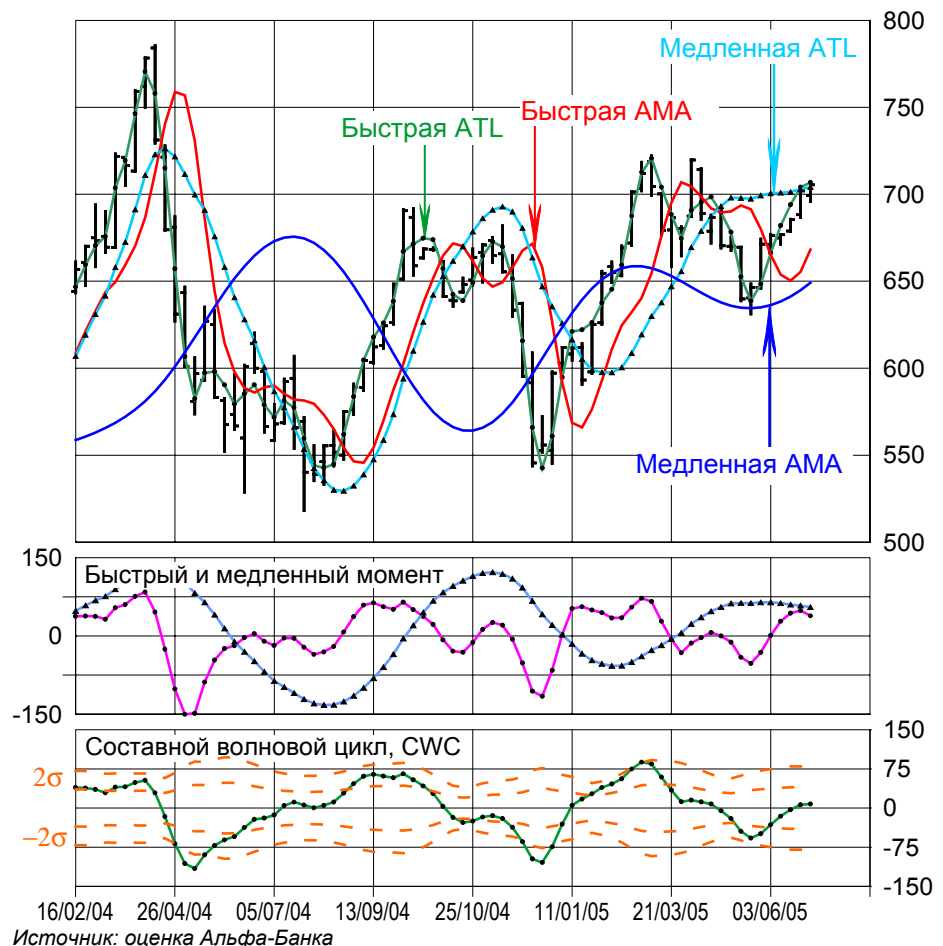
Медленный момент в средней части Илл. 116 продолжает расти, оставаясь положительным по величине, что подтверждает присутствие «быков» на рынке. В тоже время, линия быстрого момента сформировала свой локальный максимум на положительной территории и стала понижаться, что является отражением имевшей место непродолжительной консолидации. Однако в настоящее время быстрый момент явно замедляет темп своего падения и приближается к своему локальному минимуму.

Краткосрочный CWC приближается к локальному минимуму вблизи нулевой отметки

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 116 прошел свой локальный «гребень» в умеренно перекупленной области между уровнями плюс «сигма» и плюс «два сигма» и в настоящее время находится в фазе понижения. Мы ожидаем, что краткосрочный CWC вскоре возобновит свой рост от текущих уровней, после чего должно последовать ускорение роста на РТС. Волатильность краткосрочного CWC (амплитуда его огибающей) пока остается ниже среднего уровня, но, на наш взгляд, он должна резко увеличиться после того, как краткосрочный рыночный цикл возобновит фазу роста.

Долгосрочный тренд и циклы

Илл. 117. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 30 июня 2005 г.



Долгосрочный тренд на РТС сдвигается в сторону повышения

На протяжении нескольких предыдущих недель медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 117 была ориентирована почти строго горизонтально выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Это указывало на наличие нейтрального долгосрочного тренда на РТС и являлось отражением среднесрочной консолидации на российском рынке акций. Однако сейчас рыночная ситуация стала



меняться, а именно: медленная ATL возобновила свой рост. В принципе, строго мы должны уже сегодня считать долгосрочный тренд восходящим. Но мы предпочитаем более сдержанную оценку тренда: нейтральный к повышению, так как её темп роста еще очень мал. Дополнительным «бычьим» аргументом является то, что все остальные индикаторы в верхней части Илл. 117 (быстрая адаптивная линия тренда ATL, быстрая и медленная адаптивные скользящие средние АМА) тоже растут в тандеме с медленной АМА.

И медленный, и быстрый моменты положительны по величине

Индикатор медленного момента в середине Илл. 117 продолжает формировать «плато» в области положительных значений, с легким отрицательным наклоном. В принципе, это нейтральная для рынка техническая фигура. Иногда она заканчивается возобновлением роста, а иногда – его падением. В рассматриваемой ситуации более важна динамика быстрого момента, который в свою очередь находится в области положительных значений.

Только за счет новой фазы роста долгосрочного CWC индекс РТС может вырасти до 775 в течение 4-5 недель

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) продолжает находиться в фазе роста. Однако в настоящее время он временно «затормозился» вблизи принципиально важной нулевой отметки. Мы полагаем, что долгосрочный CWC продолжит активный рост уже на следующей неделе. Волатильность долгосрочного CWC стабилизировалась на нормальном среднем уровне. Наши самые скромные оценки подтверждают высокий потенциал роста за счет новой фазы роста долгосрочного CWC. В частности, только за счет роста долгосрочного CWC индекс РТС может достичь отметки 775 в течение 4-5 недель, что делает вполне достижимой нашу долгосрочную цель 824-870 до конца текущего года.

Сильный уровень сопротивления расположен на отметке 722

Уровни поддержки и сопротивления

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл. 114 и Илл. 115. Сильная уровень сопротивления сейчас расположена вблизи отметки 722. Ключевая поддержка – 778. 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 705-722 должен послужить триггером для ралли к 824 в июле-сентябре

1. Долгосрочный тренд на РТС сдвигается в сторону повышения, в то время как краткосрочная тенденция, безусловно, «бычья». Это указывает на завершение среднесрочной фазы консолидации на российском рынке акций и начало нетрадиционного летнего ралли.
2. Мы полагаем, что сейчас индекс РТС имеет хорошие шансы для успешного «прорыва» выше торгового диапазона 705-722 и дальнейшего продолжения роста.
3. **Вслед за ожидаемым «прорывом» выше ценового диапазона 705-722 можно ожидать нетрадиционного «летнего» ралли к уровню 824-870 в июле-сентябре текущего года.** Наши самые скромные оценки показывают, что только за счет новой фазы роста долгосрочного CWC индекс РТС может достичь отметки 775 через 4-5 недель
4. В сложившейся рыночной ситуации падение индекса РТС ниже 3-летней линии тренда (625) нам представляется крайне маловероятным.

Мы рекомендуем инвесторам **ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** с технической целью 824. Тем, кто еще не в ЛОНГЕ, надо срочно **ПОКУПАТЬ**, чтобы успеть вскочить в «последний вагон отходящего поезда».

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

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

Аналитический отдел

Телефон/Факс
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
Светлана Суханова, 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

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
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.