



Сентябрь: рынки в сезон ураганов

12 сентября 2005 г.

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Справедливая стоимость РТС – 935 пунктов

- **Основная причина роста российского фондового рынка в этом году – непрекращающийся приток денежных средств на развивающиеся рынки.** Этот благоприятный фон, отсутствие явного негатива типа тех событий, которые в течение 2004 г. вызывали у инвесторов чувство уныния, а также дорогая нефть, позволили российским акциям расти с заметным опережением глобальной тенденции, отмечаемой на остальных развивающихся рынках. Куда рынок пойдет дальше? Это зависит от того, сохранится или исчезнет благоприятная конъюнктура. Если сохранится, то рост котировок продолжится, несмотря на сильное ралли, уже имевшее место в этом году, т.к. пока рынок только наверстывает упущенное в 2004 г. из-за событий, связанных с Юкосом. Если говорить в целом, то следует подчеркнуть, что с премией относительно других развивающихся рынков российские акции пока еще не торгуются.
- **Предпринимаемые в настоящее время IEA и правительством США меры, направленные на обуздание роста цен на нефть, заставляют некоторых трейдеров фиксировать прибыль.** Из-за этого - да еще на фоне сообщений в прессе о готовящемся ужесточении налогового режима в нефтяном секторе – рынок уже довольно быстро корректировался вниз относительно пикового значения индекса РТС, достигнутого 2 сентября. При нынешней несбалансированности спроса и предложения на мировом рынке нефти вряд ли можно ожидать падения цены ниже уровня, обеспечивающего внушительный рост прибыли компаний и дальнейшее улучшение макроэкономических показателей России.
- **Основной риск заключается в возможности оттока тех почти \$10 млрд, которые с начала этого года уже инвестированы в фонды развивающихся рынков.** Произойти это может лишь в том случае, если у инвесторов во всем мире исчезнет оптимизм в отношении роста мировой экономики или обрушится американский рынок. В противном случае откаты на рынках акций будут довольно ограниченными, позволяя инвесторам «войти» в бумаги с наибольшим потенциалом роста относительно уровня справедливой стоимости.
- **Мы уже повысили справедливый DCF-уровень индекса РТС до 935 пунктов (потенциал роста 5,9%), а его уровень на основе расчетных цен акций на ближайшие 12 месяцев – до 1050 пунктов.** Основанием для такого решения является дорогая нефть (средняя цена сорта Urals с начала года \$48,5 за баррель по сравнению с \$34,6 в 2004 г.), а также снижение политических и экономических рисков инвестирования в российские активы. Целый ряд акций, многие из которых не входят в индекс РТС, имеют значительный потенциал роста.

Рекомендации по портфелю*

НЛМК	Главная рекомендация Альфа-Банка. Потенциал роста до уровня справедливой стоимости - 50%. В последнее время росту котировок этой акции препятствовало отсутствие ясности в отношении дальнейшей динамики цен на металлы.
Иркут	Потенциал роста - 32%. На базе этой компании в скором времени должна быть создана Национальная авиационная корпорация. EADS завершила сделку по приобретению 10% акций Иркутта.
Сбербанк	Потенциал роста - 29% - объясняется динамичным ростом бюджетных расходов на социальные нужды, что позволит Сбербанку увеличить комиссионный доход и объем вкладов.
Голден Телеком МТС	Потенциал роста - 24%. У компании хорошие темпы роста выручки и чистой прибыли. Акции МТС, Вымпелкома и АФК «Система» обладают довольно высоким потенциалом роста относительно справедливой стоимости. Все эти бумаги в этом году отстают от индекса РТС, главным образом из-за проблем у их акционеров.
Газпром	Несмотря на то, что динамичный рост этой акции, отмечаемый в последнее время, «съел» почти весь потенциал роста, можно предположить, что с началом роста добычи стоимость компании будет расти. Сильным стимулом для роста котировок будет также предстоящая либерализация внутреннего рынка акций Газпрома.

Примечание: * срок инвестиций - 3-6 месяцев;

Последние публикации

Российский банковский сектор: восходящие звезды ритейла <i>Наталья Орлова</i>	8 сентября
"Красный Октябрь": сладкая начинка не вызывает аппетита <i>Светлана Суханова, Елена Бороденко</i>	5 сентября
РАО "ЕЭС России": начало большой спекулятивной игры на повышение <i>Владимир Кравчук</i>	2 сентября
МТС 2Кв2005: без больших неожиданностей <i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	31 августа
Отчет Вымпелкома за 2Кв05: рост продолжается <i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	26 августа
Глобальный индекс развивающихся рынков MSCI GEM: приближаясь к крупной вершине <i>Владимир Кравчук</i>	24 августа
Отчет Мечела за 1Кв05 по US GAAP: норма EBITDA 27% <i>Максим Матвеев CFA, Наталья Шевелева</i>	19 августа
АФК «Система»: покупка башкирских НПЗ добавляет к расчетной цене ее акций \$0,79 <i>Андрей Богданов, Светлана Суханова</i>	19 августа
Башкирские нефтеперерабатывающие заводы: привилегированные акции могут подрасти <i>Аниса Нагария</i>	27 июня
Башкирские НПЗ и Уфаоргсинтез: потенциал роста оправдывает риски <i>Аниса Нагария, Эрик ДеПой</i>	17 августа

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: Справедливая стоимость РТС – 935 пунктов.....	17
Динамика и оценка акций	23
Графики.....	27
Экономика и политика.....	29
Новости компаний и отраслей.....	30
Нефть и газ	30
Энергетика	36
Телекомы	38
Металлургия.....	45
Машиностроение	51
Пищевая промышленность и розничная торговля	52
Банковский сектор	61
Рынок облигаций	62
Индекс РТС: начало глубокой коррекции.....	64



Стратегия

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

Российские акции: Полет Икара

Главный фактор фондового рынка в этом году – мощный приток ликвидности на GEM и отсутствие крупных негативных новостей

Дальнейший рост цен российских активов зависит от объема средств, поступающих в фонды GEM; относительная динамика определяется уровнем цен на нефть и потоком корпоративных новостей

В 2005 г. среди основных GEM российские акции стали вторым по эффективности инструментом

Главная причина сильного рынка в этом году – продолжение мощного притока ликвидности на глобальные развивающиеся рынки (GEM) и восходящий тренд в этом классе активов. В этих положительных условиях отсутствие каких-либо крупных отрицательных сюрпризов (вроде тех, что потрясли инвестиционное сообщество в 2004 г.) плюс высокий уровень средней цены на нефть позволили российским активам существенно превзойти этот восходящий тренд.

Куда будут дальше двигаться российские активы, зависит также от объема ликвидности, которая либо поступает в фонды, вкладывающиеся в GEM, либо уходит из них. В рамках этого тренда относительная динамика российских активов определяется уровнем цен на нефть, развитием ряда корпоративных «историй», отсутствием плохих новостей и наличием политической стабильности.

Илл. 1. Динамика РТС, GEM и мирового рынка акций в целом (исходя из цены в \$) в 2005 г.



В рамках группы сопоставимых активов развивающихся рынков российские акции стали вторым по эффективности инструментом этого класса, после бумаг Аргентины (полную таблицу стран группы GEM см. Илл. 2). С начала года Индекс РТС вырос на 48%, причем большую часть прироста дало текущее ралли, начавшееся в середине мая. Хотя ралли существенно опережает среднюю доходность развивающихся активов в этом году, оно лишь компенсирует относительное отставание в 2004 г., вызванное, главным образом, озабоченностью «делом Юкоса».

**Илл. 2. Динамика индекса РТС в сравнении с основными зарубежными рынками акций**

	1 мес.	3 мес.	6 мес.	1 год.	2 года.
РТС	13.3%	34.6%	48.2%	54.4%	68.1%
MSCI Россия	13.7%	35.9%	43.0%	44.8%	67.1%
GEM - Среднее	1.4%	12.3%	15.1%	41.0%	62.2%
EMEA	7.6%	23.3%	19.6%	53.4%	88.8%
Лат Америка	4.3%	15.9%	25.3%	62.0%	103.4%
Азия	-2.5%	6.2%	10.0%	28.8%	38.9%
MSCI World	1.6%	5.3%	3.3%	16.5%	30.8%
Dow Jones.	1.1%	-0.1%	-3.1%	1.8%	9.9%
NASDAQ Comp.	1.7%	3.4%	-1.6%	16.1%	15.2%
EU Регион. \$	2.8%	8.4%	5.0%	25.3%	48.0%
Япония - \$	7.4%	11.8%	10.0%	14.6%	18.6%

Примечание: на базе MSCI \$, если не указано иное; * исходя из цен закрытия за 2 сентября 2005 г.

Текущее ралли началось в середине мая и длится уже десять недель

Текущее ралли началось в середине мая, и теперь привело к росту Индекса РТС почти до 44% за 10 недель. Хотя ралли впечатляет, оно пока что является третьим по величине ралли на РТС с начала 2003 г., хотя уровень рынка, разумеется, стал гораздо выше, а дисконт по акциям – гораздо меньше, чем в ходе предыдущих ралли.

Илл. 3. История взлетов и падений индекса РТС

	Глубина падения	Подъем после падения	Продолжительность
02-07-03 по 17-07-03	-18.0%		2 недели
17-07-03 по 20-10-03		+51.5%	13 недели
20-10-03 по 19-11-03	-25.3%		4 недели
19-11-04 по 12-04-04		+62.6%	21 недели
12-04-04 по 16-06-04	-31.8%		8 недели
28-07-04 по 08-10-04		+33.3%	10 недели
08-10-04 по 20-12-04	-20.5%		10 недели
21-12-04 по 10-03-05		+21.1%	11 недели
11-03-05 по 16-05-05	-11.5%		9 недели
17-05-05 по наст. вр.		+43.8%	10 недели

Источники: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка; * исходя из цен закрытия за 5 сентября 2005 г.

Причины, вызвавшие нынешнее ралли, можно разделить на шесть категорий

Сегодня причины относительно слабой динамики в 2004 г. (Индекс РТС вырос на 8% - против 22% у GEM и 36% у зоны EMEA, в среднем) хорошо изучены. Причины же, вызвавшие нынешнее ралли, можно разделить на следующие категории:

1. цена на нефть
2. ликвидность - и структура рынка
3. стоимостные оценки
4. динамика GEM
5. стабильность
6. корпоративные новости (как факторы перемен)

Тесная корреляция между котировками акций и ценами на нефть вновь стала фактором, определяющим эффективность инвестиций

1. Цены на нефть

В 2005 г. возобновилась тесная корреляция между котировками акций и ценами на нефть. С середины 2003 г. до конца 2004 г. эта корреляция не действовала из-за «эффекта Юкоса». В этот период улучшающееся макроэкономическое положение в России не очень то привлекало инвесторов, зато отпугивало ощущение растущего риска из-за нередко агрессивного поведения государственных ведомств (особенно налоговых) по отношению к бизнесу, и отсутствие прогресса в деле реформ.

В период «дела Юкоса» эта корреляция не действовала

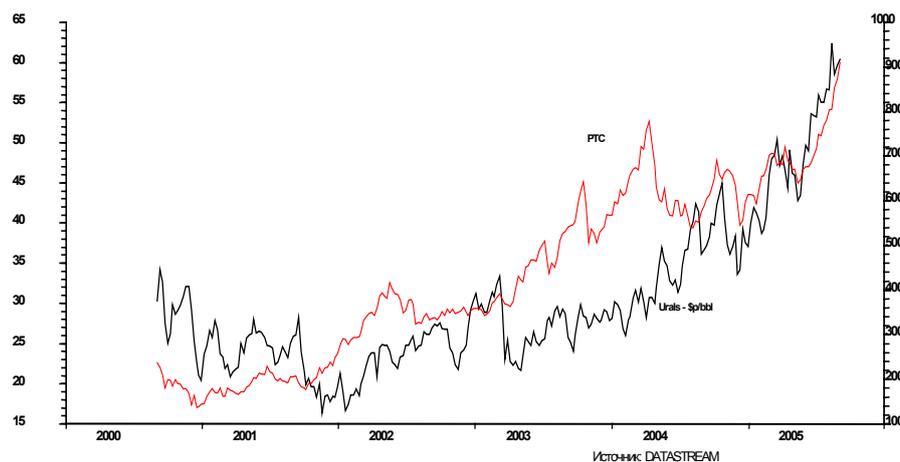
В этом году корреляция стала ощутимее

В этот период мировые портфельные инвесторы в основном снижали долю российских активов до уровня ниже среднего, а отечественные трейдеры не проявляли желания увеличивать по ним свои рыночные позиции.

В этом году корреляция стала гораздо ощутимее. Даже рыночный «нырок» (с апреля до середины мая), связанный с опасениями в отношении будущей политической стабильности (например, выступление бывшего премьер-министра М. Касьянова), а также со снижением общественной поддержки правительству (после из рук вон плохого осуществления социальных реформ в январе) в действительности был событием, индуцированным динамикой нефтяных цен.

Цена Urals выросла на 40%, по сравнению со средним уровнем 2004 г.

Илл. 4. Рынок акций поддерживают цены на нефть



С начала года средняя цена Urals составляет \$48,4 за баррель, т.е. рост на 40%, по сравнению со средним уровнем прошлого года. При текущих ценах и объемах экспорта это оборачивается для России ежедневным доходом в \$0,5 млрд. С точки зрения игроков фондового рынка это означает меньшую потребность компаний в притоке инвестиций и ускоренный рост корпоративных доходов.

Все это обусловило ряд позитивных факторов, вызвавших положительное настроение на рынке

Финансовое положение страны существенно улучшилось. Ожидается, что валютные резервы к концу года, даже после недавнего досрочного погашения задолженности, вероятно, достигнут \$180 млрд, а Стабилизационный фонд составит около \$40 млрд. Ожидается, что профицит бюджета за 2005 г. составит около 6% ВВП.

Внешний долг, достигавший почти 75% ВВП в момент, когда Путин был избран на первый срок в 2000 г., сокращается с каждой выплатой (например, Парижскому клубу и МВФ в этом году). Ожидается также, что к концу года он составит не более чем \$85 млрд, а это – лишь 10% ВВП.

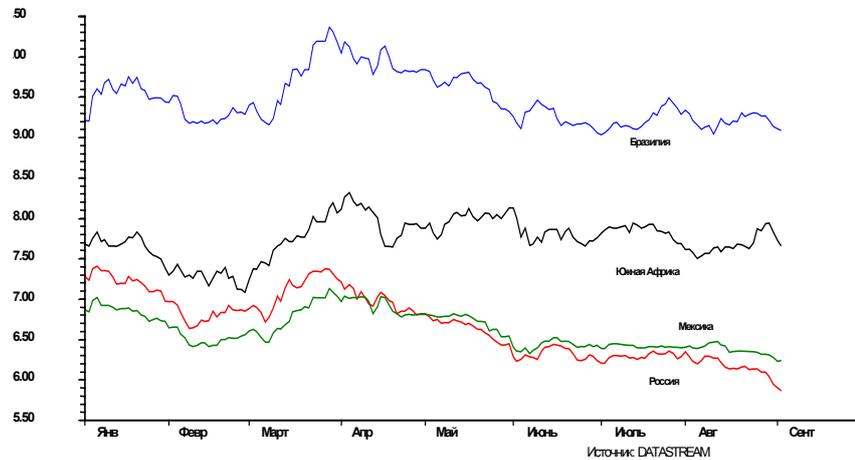
Это сочетание бюджетного профицита, накоплений и выплаты задолженности позволило рейтинговым агентствам неуклонно повышать кредитный рейтинг России. Последний случай - повышение агентством Fitch рейтинга до уровня выше инвестиционного минимума. В результате снизилась доходность по российским еврооблигациям, равно как и стоимость заемного финансирования российских корпораций (путем выпуска облигаций) (см. Илл. 5). Снижение стоимости финансирования оборачивается ростом чистого дохода компаний, тогда как повышение цен на облигации оказывается благоприятным для Сбербанка.

Теперь правительство способно увеличить бюджетные расходы на социальные программы и, например, продолжать повышать пенсии и зарплаты бюджетникам. Это позволит сохранять общественную поддержку правительству на приемлемом уровне, что снизит политический риск в период, предшествующий выборам 2007 г. и 2008 г.



На нефтегазовые компании приходится свыше 60% стоимости всех акций, так что рост доходов компаний оказывает значительное воздействие на прибыльность рынка в целом. Значительный рост доходов этих компаний оборачивается возможностью выплаты более высоких дивидендов.

Илл. 5. Доходность российских еврооблигаций продолжает падать, цены растут с опережением



2. Ликвидность – и структура рынка

Неуклонный рост объемов торгов российскими активами, особенно на ММВБ

В последние несколько лет наблюдается неуклонный рост среднесуточных объемов торгов российскими активами, главным образом, в результате увеличения операций с российской валютой на ММВБ и других отечественных биржах. Большую часть сделок совершают трейдеры, а не фонды с долгосрочными интересами, однако есть и неуклонный рост активности со стороны россиян с растущими доходами, инвестирующих на среднесрочную перспективу.

Сегодня активность торгов зависит от отечественных трейдеров, обеспечивших нынешнее ралли

На Илл. 6 дан тренд последний четырех лет с использованием среднесуточных данных за один и тот же трехмесячный период (с февраля по апрель) каждого года. В 2000 г. пропорция между внешней торговой активностью (ADR/GDR) и отечественной торговлей была 60:40 в пользу первой. Примечание: Данные отечественной биржи суть совокупность торгов в РТС, на ММВБ и торгов акциями Газпрома.

Илл. 6. Динамика среднедневного объема торгов по российским акциям

	2002		2003		2004		2005		Послед.нед.	
	\$ млн	%	\$ млн	%						
Российские площадки	\$182	50%	\$230	55%	\$527	55%	\$256	54%	\$732	57%
Зарубежные биржи	\$181	50%	\$188	45%	\$429	45%	\$221	46%	\$549	43%
Среднедневной объем торгов	\$363		\$418		\$956		\$477		\$1,281	

Источники: биржевые сводки

Примечание: исходя из среднемесячного объема торгов в феврале-апреле



Рост общей отечественной активности объясняется также растущим объемом торгов бумагами Газпрома

Рост фондового рынка происходит на фоне сравнительно небольшой доли акций в обращении

Доля акций в обращении медленно возрастает в ходе первичных и вторичных размещений

Центр тяжести фондового рынка все еще сильно смещен к нефтегазовому сегменту, и это в текущем году сильно подтолкнуло все индексы вверх

В начале ралли российские акции, в среднем, торговались с 30%-ным дисконтом к GEM

Из-за пересмотра величины доходов российские активы все еще торгуются с дисконтом

Существенное увеличение объемов торгов на прошлой неделе, типичное для активности в ходе недавнего ралли, является частично результатом прихода мировых портфельных инвесторов обратно в Россию после того, как в прошлом году они снизили долю российских активов в своих портфелях. Впрочем, это увеличение объясняется, главным образом, существенным всплеском местной торговой активности и покупкой бумаг Газпрома (на прошлой неделе оборот лишь одного дня торгов составил \$170) накануне ожидаемой отмены двойного рынка акций, а также с учетом перспектив улучшения положения газовой компании.

Этот рост активности трейдеров происходит на фоне все еще сравнительно небольшой доли акций в обращении (Илл. 7). Примечание: Весь фондовый рынок равен 41% ВВП, тогда как «обычная» средняя цифра близка к 50%.

Илл. 7. Структура владельцев акций (включая АДР и GDR)

	%	Объем, \$ млн
Менеджмент и инсайдеры	38.5	131.7
Региональные и федеральные органы власти	19.4	66.4
Стратегические инвесторы	14.0	47.9
Акции в свободном обращении	29.1	99.5
Итого	100	345.5

Источники: отчеты компаний, Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Доля акций в обращении медленно восстанавливается после минимума (26%), зафиксированного 18 месяцев назад. Одна из причин – в том, что сегодня владельцы компаний и инсайдеры, видя высокие стоимостные оценки, считают разумным диверсифицировать свои финансовые риски.

Наконец, центр тяжести рынка все еще сильно смещен к нефтегазовому сегменту, и весьма впечатляющая динамика его акций (на Илл. 8 см. подробные данные по динамике цен акций за различные исторические периоды) сильно подтолкнула вверх весь фондовый рынок.

Илл. 8. Отраслевая структура рынка акций

Нефтяная промышленность	34.5%
Газовая промышленность	27.3%
Связь	12.8%
Металлургия	8.5%
Электроэнергетика	6.6%
Банковский сектор	5.2%
Потребительский сектор	3.6%
Обрабатывающая промышленность	1.5%

Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

3. Стоимостные оценки

Несмотря на мощное ралли в текущем году, акции все еще торгуются, в среднем, с дисконтом к аналогам на развивающихся рынках. По нашим расчетам, в начале года российские акции, в среднем, торговались с 30%-ным дисконтом к среднему значению для GEM (для сравнения использован коэффициент 2005(П) EV/EBITDA). С тех пор российские акции сильно выросли (с начала года на 48% - против 15%-го роста GEM, в среднем), но мы успели пересмотреть (в сторону увеличения) прогнозы по доходам – благодаря удорожанию нефти и улучшению макроэкономической ситуации, по сравнению с прогнозом в начале года.

Если сравнивать активы по коэффициенту 2006(П) EV/EBITDA, то российские активы все еще торгуются, в среднем, с дисконтом 8% к среднему значению для аналогов на GEM.



По методу DCF мы исчисляем справедливую стоимость акций, равную 935 пунктам РТС; через год РТС должен вырасти до 1050

Большое число акций со значительным потенциалом роста не входит в Индекс РТС

В этом году приток ликвидности в инвестиционные фонды GEM вырос на \$10 млрд

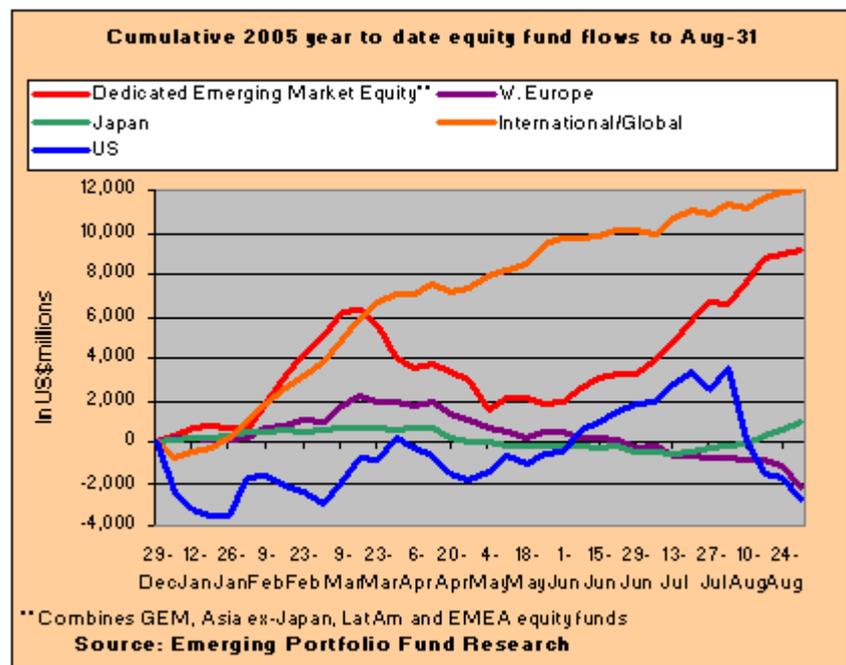
Наш главный метод оценки – анализ дисконтированного денежного потока (DCF), так как он позволяет лучше отразить и риски, и рост доходов за продолжительный период. На основе этой абсолютной оценки мы исчисляем текущую стоимость акций, эквивалентную 935 пунктам в РТС, т.е. потенциал роста до уровня закрытия в пятницу составляет 3%. Это означает расчетную доходность акций за ближайшие 12 месяцев примерно в 12% от уровня справедливой стоимости, т.е. через год РТС должен вырасти до 1050.

Примечание: Разумеется, большое число заметных акций не входит в Индекс РТС (Газпром, акции мобильных телекомов и т.д.), так что ряд отдельных акций имеют гораздо лучшие потенциалы роста, чем РТС в целом. Полная таблица акций, ранжированных по потенциалу роста до справедливой цены на основе DCF.

4. Динамика GEM

В этом году наблюдается существенный приток ликвидности в инвестиционные фонды, которые специализируются на активах развивающихся рынков, а также в глобальные фонды вообще. На Илл. 9 показан тренд, с начала года отслеживаемый в Emerging Portfolio Research. Приток средств на GEM и в другие мировые фонды происходит за счет оттока с развитых рынков, таких как США, ЕС и Япония.

Илл. 9. Динамика притока средств в фонды акций

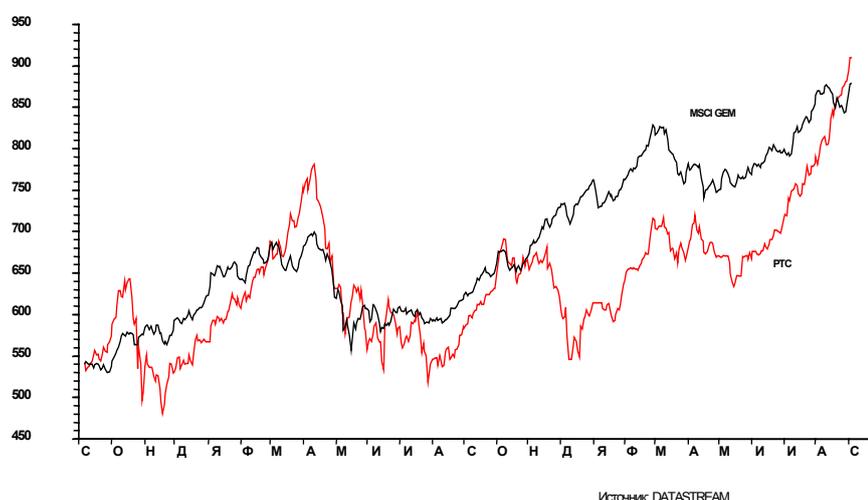


В зоне EMEA из-за переориентации денежных потоков прочь от рынков Восточной Европы больше других выиграла Россия
Сильная корреляция между РТС и трендом активов GEM

Основной объем новых потоков ликвидности пошел на рынки Латинской Америки. В зоне EMEA от переориентации денежных потоков больше всех выиграла Россия, поскольку инвесторы ответили на прошлогоднюю (сравнительно сильную) динамику Восточной Европы тем, что переключились на рынки, «отставшие» в 2004 г.

На Илл. 10 видна сильная векторная корреляция между российскими активами и трендом GEM. Российские активы крайне редко движутся против тренда активов GEM. За последние два года, отраженные в графике, в условиях положительного развития GEM Индекс РТС опускался лишь в ответ на события, связанные с «делом Юкоса» (декабрьский аукцион по Юганскнефтегазу), а также другие шокирующие рынок новости (например, налоговые претензии к Вымпелкому в декабре прошлого года). Высокие цены на нефть помогли рынку «наверстать» упущенное после того, как негативные факторы переставали действовать или были «рационально осмыслены» инвесторами.

Илл. 10. Динамика индекса РТС в сравнении с MSCI GEM



Отсутствие крупных негативных новостей помогло улучшить настроение инвесторов

5. Укрепление стабильности

В этом году еще одним важным фактором является отсутствие крупных негативных новостей (вроде тех, что пошатнули доверие инвесторов в 2004 г.). Одной из причин небольшой коррекции фондового рынка в апреле текущего года отчасти была небольшая коррекция на GEM и на нефтяном рынке, которая усугубилась опасениями нового обострения противоречий между государством и крупным бизнесом. Многие также опасались, что общественная поддержка правительству, уже подорванная плохо проведенной монетизацией льгот, может упасть еще ниже, что приведет к росту политической нестабильности.

Путин решительно пошел на примирение государства с лидерами большого бизнеса

Как известно, президент Путин решительно пошел на перемирие с лидерами большого бизнеса, и правительство продолжило работу по законодательному оформлению обещаний, в свое время данных президентом (например, «Кодекс поведения государственных служащих», известное «сокращение срока давности» и т.д.). Это обеспечило стабильность внутри страны, что стало залогом мощного роста цен на акции. Причины, по которым президенту Путину пришлось пойти на мир с бизнесом и положить конец нередко агрессивным действиям государственных служб (вроде налоговых «наездов» в 2004 г.), сводятся, в основном, к следующему:



Есть ряд особых причин, по которым Кремлю необходимо добиваться более доверительных отношений с бизнесом

- Правительство сосредоточило огромное внимание на обеспечении успеха в ходе выборов в 2007 г. и 2008 г. Важным элементом при этом остается сохранение высокого уровня общественной поддержки. На нее, в свою очередь, сильно влияет тенденция в развитии личных располагаемых доходов. Часть решения этого уравнения - попытка увеличить долю инвестиционных расходов в экономике, чтобы поддержать ее рост и расширить занятость.
- Если бы крупный бизнес оказался сильно разочарован действиями правительства и возмущен проделками бюрократов, то возникла бы опасность его переключения на поддержку альтернативной политической партии или кандидата, оппозиционного Кремлю.
- Правительство весьма заинтересовано в успешном председательстве России в G-8 и в завершении приема страны в ВТО. Инциденты, подобные «делу Юкоса», и разные налоговые «наезды» подрывают «реноме» России в глазах мирового сообщества и снабжают аргументами противников включения России в такие объединения. Поэтому правительство старается избежать любых раздражающих моментов, хотя бы на период до саммита G-8 в июне будущего года.

В этом году целый ряд важных корпоративных событий уже разрешился или близок к разрешению

6. Корпоративные новости

В этом году целый ряд факторов, вносящих неуверенность в корпоративное сообщество, уже разрешился или близок к разрешению. Во многих случаях это устранило негативные тенденции, либо усилило позитивные.

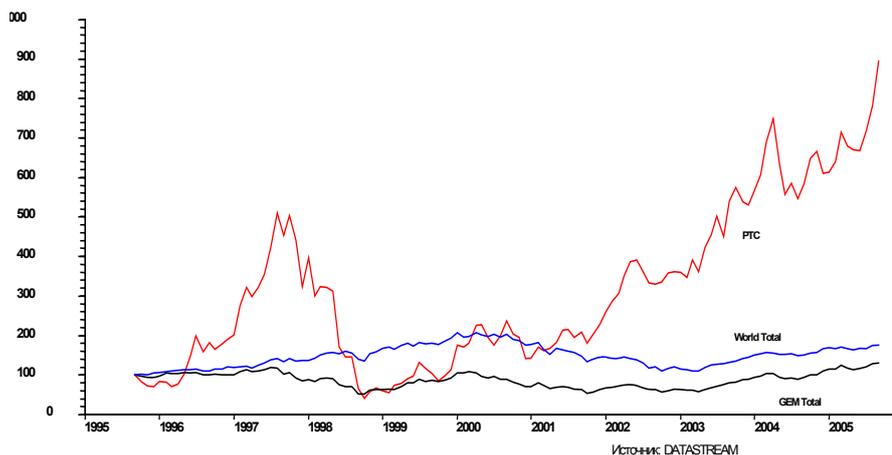
- Юкос Сегодня самая «неопределенная» часть этого дела ушла в прошлое, и хотя все еще велика вероятность, что оставшиеся активы будут конфискованы, а компания ликвидирована, маловероятно, чтобы будущие события оказали такое же негативное воздействие на настроения инвесторов, как в 2003 г. и 2004 г.
- Газпром Главное условие, которое сдерживало прогресс в деле либерализации рынка акций газовой компании (т.е. условие правительственного контроля) сегодня устранено. Как чиновники кабинета, так и менеджмент компании дали понять, что к концу текущего года будет, по меньшей мере, назначен точный срок отмены «двойного рынка» акций Газпрома. Возможно также, что весь процесс будет завершен к концу года.

Кроме того, ожидается, что вскоре Газпром утвердит один или несколько проектов развития (Штокмановское месторождение, Североевропейский газопровод и т.д.), чем обозначит завершение долгого периода слабого прироста добычи и экспорта газа – и начало новой фазы роста. Это позволит аналитикам существенно повысить долгосрочные прогнозы в отношении Газпрома.
- Связьинвест Сегодня сняты последние препятствия на пути к приватизации госпакета (75%+1 акция) Связьинвеста. Этот процесс, по недостатку времени, вероятнее всего, будет завершен в начале 2006 г.

IPO Недавний допуск на фондовую биржу компании «Новатек» (подписка на акции которой сильно превысила ожидания) показал масштаб спроса на российские активы. После довольно медленного старта по завершении IPO (например, спрос на акции АФК «Система» после их листинга оказался слабым) рыночный спрос на активы сегодня велик как до, так и после IPO.

В августе российские активы продолжали демонстрировать сильное ралли

Илл. 11. Динамика индекса РТС за последние 10 лет



В августе на российском фондовом рынке продолжалось сильное ралли: рост основного Индекса РТС составил 13,2%, а Индекса ММВБ - 11,9% при объемах торгов, намного превысивших сезонную норму. Список «голубых фишек» возглавили нефтяные компании ЛУКОЙЛ (+17,8%), Сургутнефтегаз (+17,0%) и Татнефть (+16,8%), а дополнили группу лидеров Сбербанк (+17,9%) и Газпром (+17,2%). РАО ЕЭС (+5,2%) было в числе отстающих, но за первую неделю сентябрьских торгов сумело значительно наверстать упущенное, с 29 августа по 2 сентября поднявшись более чем на 13%. Норильский Никель (+3,2%) также был намного хуже рынка, зафиксировав крупнейший «недобор» до справедливой цены на базе DCF (см. Илл. 12). Мобильные телекомы МТС (+4,2%) и Вымпелком (+4,7%) продолжали значительно отставать от основных индексов, хотя у них все еще есть большой потенциал роста во второй половине месяца. Эти и другие акции из нашего списка рекомендаций в инвестиционный портфель (см. титульную страницу) мы рекомендуем тем, чей инвестиционный горизонт составляет 6-9 месяцев.

Для акций второго эшелона август также был весьма благоприятным

Индекс РТС-2, отражающий динамику акций второго эшелона, в августе вырос на 10,6%. Количество компаний, выросших за месяц на 25% и более, достигло поразительной цифры 51 (см. Илл. 12). Их список возглавила нефтепереработка, одна из наших главных инвестиционных тем на 2005 г. Впереди всех были Башкирские НПЗ, после того, как АФК «Система» приобрела пакеты в семи компаниях (с целью проведения там проверки (due diligence) и корпоративной реструктуризации для последующей перепродажи одной или нескольким государственным (или «дружественным» к государству) компаниям. Во всех этих компаниях есть значительный потенциал роста как обыкновенных акций, так и привилегированных (подробнее см. недавние аналитические записки). Сегмент НПЗ, который мы начали отслеживать в отчете за прошлый месяц, привлекает внимание инвесторов в ответ на более чем 50%-ный рост цен на акции «Башкирнефтепродукта». Мы рекомендуем эту акцию, равно как и акции других производителей нефтепродуктов (КрасноярскНП, ОренбургНП, ЯрославльНП), в качестве инструментов для участия в консолидации вертикально-интегрированных компаний и в бурном развитии сегмента



розничной торговли бензином и другими продуктами для автомобильной отрасли.

По-видимому, **трубопроводный транспорт** остается в моде, пока правительство изучает способы увеличения экспорта нефти (а также растущих объемов нефтепродуктов) на испытывающие «голод» зарубежные рынки. Неотразимо привлекают инвесторов **транспортные компании**, особенно те, у кого есть доступ к речным маршрутам как альтернативным путям транспортировки нефтепродуктов. В банковском секторе мы сохраняем в качестве рекомендаций **Банк Москвы** и **Промстройбанк Санкт-Петербурга**, призывая при этом внимательно следить за котировками (учитывая стремительную динамику за последние два месяца). Между тем еще одна группа наших любимых инструментов, состоящая из акций АЭС, продолжала значительно расти в цене, причем как обыкновенные, так и привилегированные акции подорожали на 10-29%. Наконец, альтернативные источники энергии, включая **уголь**, вероятно, останутся популярной темой для инвесторов в ответ на высокие цены нефти и нефтепродуктов. В период с 29 августа по 3 сентября акции 22 компаний набрали по 10% и более.

Объемы торгов на рынке фьючерсов РТС выросли до исторических максимумов

Август стал месяцем, который запомнится также благодаря первому значительному приросту объемов торгов во фьючерсном сегменте РТС (FORTS). Рекордный оборот торговли фьючерсами на основе Индекса РТС, а также ведущими «голубыми фишками» отмечен в связи с тем, что портфельные менеджеры пытались хеджировать свое растущее присутствие на рынке российских активов. В то же время спекулянты воспользовались преимуществами нового инструмента, которым можно играть на растущем рынке. Будет интересно наблюдать за тем, как рынок отреагирует на истечение первых фьючерсных контрактов 15 сентября, когда может вырасти волатильность таких акций, как ЛУКОЙЛ, Сургутнефтегаз и РАО ЕЭС (сильно влияющих на расчет Индекса РТС), а также бумаг Газпрома.

Илл. 12. Динамика «голубых фишек»

	Рын. кап-ия млн \$	Август %	16 мая 2005 г.** %	С начала года %	За 1 год %	2004 %	За 2 года %
РТС		13,2	39,2	43,6	51,1	8	63
Аэрофлот	1 755	-5,2	-3,3	15,1	40,8	82,6	263
Аптечная сеть 36,6	200			42,7			
АвтоВАЗ	661	-4,0	1,3	-12,4	0,0	2,8	-5
Балтика	3 762	11,6	28,9	83,9	140,6	39,6	134
Башнефть	1 601	34,0	60,0	86,0	120,0		
Центр Телеком	631	15,0	16,0	42,0	28,0		172
ЧТПЗ	520	42,9	111,5	279,3	350,8	-9,4	378
Дальсвязь	198	18,0	25,0	65,0	71,0		
Газпром	89 249	17,5	42,5	36,5	90,3	109,7	217
Голден Телеком	1 067	-1,3	16,0	11,3	12,5	-5,1	-9
Иркут	580	8,0	14,0	16,0	24,0		
Иркутскэнерго	1 239	13,0	19,8	24,7	36,8	78,2	172
Калина	325	2,0	25,0	100,0	90,0		
Ленэнерго	689	10,2	53,7	12,3	66,5	20,4	100
ЛУКОЙЛ	41 337	17,8	53,6	60,1	65,3	30,5	147
Мечел	4 066	5,0	10,0	38,0			
Мегионнефтегаз	3 250	18,1	26,9	65,0	65,0	56,9	141
МГТС	1 245	3,9	13,9	32,9	40,5	-7,0	56
Мосэнерго	2 374	-3,5	-0,6	-44,1	-25,8	119,2	17
МТС	14 751	4,3	18,8	6,9	6,5	67,3	110
Норильский Никель	15 251	3,3	31,6	31,1	26,8	-16,5	79
С.-Зап. Телеком	765	10,0	26,5	40,0	58,9	27,3	110
НЛМК	7 072	2,0	-5,1	20,0	42,0		
Новосибирскэнерго	369	23,0	36,0	53,0	80,0		
НТМК	1 834	10,2	20,7	41,1	105,9	90,4	419
ОМЗ	149	-11,2	10,8	29,5	1,0	-63,0	-4
Пятерочка	2 528	3,0	22,0				
Ростелеком	1 625	6,5	11,8	21,6	11,1	-11,2	25
Самараэнерго	424	2,7	-9,6	-10,3	15,9	93,9	126
Сбербанк	16 910	17,9	40,8	-84,3	128,2	85,4	249
Седьмой Континент	1 097	12,0	30,0	70,0			
Северсталь	4 580	-1,0	3,8	28,9	19,6	32,1	113
Сибирьтелеком	745	10,4	28,5	12,2	30,4	55,4	104
Сибнефть	16 357	10,2	17,4	15,0	32,7	5,3	23
АФК «Система»	9 747	15,0	22,0	19,0			
ЮТК	284	1,6	6,7	28,9	28,0	-23,6	2
Сургутнефтегаз	33 940	17,0	40,7	26,7	37,2	28,9	119
Татнефть	5 381	18,8	56,3	72,1	86,4	27,6	117
Транснефть привилег.	8 739	35,0	58,0	57,0			
РАО ЕЭС	13 544	5,2	17,0	15,8	23,8	2,2	3
Уралсвязьинформ	1 195	6,7	9,9	1,1	3,4	-4,7	49
Вымпелком	8 415	7,4	24,9	14,1	21,7	47,5	129
ВолгаТелеком	989	12,8	25,3	25,2	45,7	19,6	85
ВСМПО	1 843	20,0	45,0	51,0	95,0		
Выксунский метзавод	847	7,0	35,0	130,0	156,0		
Вимм-Билль-Данн	792	3,9	5,6	22,7	31,6	-15,8	-18
Юкос	1 596	-6,6	11,4	-9,2	-85,5	-93,9	-96
ЗСМК	1 917	-8,0	2,0	45,0	86,0		

* исходя из цены закрытия за 31 августа 2005 г.

** 16 мая – дата начала последнего rallies



Илл. 13. Динамика индекса РТС в сравнении с основными фондовыми индексами развивающихся рынков

	Август %	16 мая 2005** %	С начала года %	За 1 год %	2004 %	За 2 года %
РТС	13.2	39.2	43.6	51	8	63
Russia MSCI	14.2	40.2	38.9	41	4	61
Аргентина	12.2	36.7	60.5	103	25	189
Бразилия	10.9	27.1	25.5	67	31	125
Чили	0.1	16.5	17.3	40	25	86
Мексика	-1.3	20.8	16.7	50	45	88
Венесуэла	-7.7	-14.5	-30.5	-20	46	-20
Латинская Америка	5.5	24.0	22.2	58	35	107
Чехия	13.7	32.9	31.9	96	77	171
Венгрия	6.3	35.6	32.8	83	88	187
Израиль	1.4	-0.3	5.2	27	18	36
Польша	5.0	24.5	7.8	54	59	67
Russia MSCI	14.2	40.2	38.9	41	4	61
ЮАР	5.0	15.2	3.3	38	41	73
Турция	3.0	25.8	20.0	64	39	168
ЕМЕА	6.2	19.9	14.7	47	36	82
Китай	0.3	12.4	10.7	22	-1	46
Индия	0.1	16.8	14.4	53	15	82
Индонезия	-15.8	-5.5	-2.4	30	45	88
Южная Корея	-3.2	12.8	19.3	41	20	52
Малайзия	-3.5	3.4	0.1	9	12	19
Пакистан	9.0	6.9	31.7	45	8	34
Тайвань	-6.9	-3.2	-5.6	5	7	3
Таиланд	4.3	3.0	0.3	18	-4	45
Азия	-3.6	6.4	7.2	25	12	37
Развивающиеся рынки	0.6	13.0	11.8	37	22	60
Мировой рынок акций	0.6	6.6	2.2	16	13	31
Dow Jones Industrials	-1.2	2.5	-2.5	3	3	12
NASDAQ Comp	-1.3	8.1	-0.9	17	9	19
European Union	1.2	6.9	2.2	22	18	47

* Исходя из цен закрытия за 31 августа 2005 г.

+ Все индексы, кроме РТС, Dow и NASDAQ - на базе MSCI

** 16 мая – дата начала последнего ралли

Илл. 14. Лидеры роста в РТС, август 2005 г.

Компания	Тикер в РТС	% роста
Комсомольский НПЗ	knpr	163,2
Варьеганнефтегаз привилегированные	varnp	129,2
Банк Москвы	mmbm	97,3
Уфимский НПЗ привилегированные	unpzp	96,7
Новойл	nunz	80,0
Уфимский НПЗ	unpz	71,2
Совинцентр привилегированные	sovip	69,6
Коршуновский ГОК	kogk	62,2
Башкирнефтепродукт привилегированные	banpp	58,6
Комсомольский НПЗ привилегированные	knprp	57,4
Пурнефтегаз привилегированные	PFOSP	54,1
Банк «Возрождение»	VZRZ	53,9
Башкирнефтепродукт	banp	50,9
Сахалинморнефтегаз	SKGZ	50,9
Уфаоргсинтез привилегированные	UFOSP	50,0
Красноярскнефтепродукт	krmf	47,7
Новойл привилегированные	nunzp	46,3
Башнефть привилегированные	BANEP	44,9
Chelyabinsk Pipe	CHEP	42,9
Дорогобуж привилегированные	dgbzp	41,5
Оренбургнефть	ORNB	40,7
Башнефть	BANE	38,5
Дальсвязь привилегированные	ESPKP	38,1
Уфанефтехим привилегированные	UFNCP	36,0
Транснефть привилегированные	TRNFP	35,8
Кирово-Чепецкий химический комбинат привилегир.	kchkp	35,6
Мотовилихинские заводы	motz	35,2
Уфанефтехим	UFNC	34,9
Азот Пермь	azop	34,5
Мурманское морское пароходство	mush	34,4
Оренбургнефть привилегированные	ORNBP	34,1
Балтика привилегированные	PKBAP	33,3
Ставрополнефтегаз привилегированные	STNGP	33,3
Нижнекамскнефтехим	NKNC	32,9
Уфаоргсинтез	UFOS	31,9
Нижегороднефтеоргсинтез	ngns	31,8
Новороссийское морское пароходство	nomp	31,3
Нижегороднефтеоргсинтез привилегированные	ngnsp	31,1
Находкинская база активного морского рыболовства	nbam	30,0
Новосибирский завод привилегированные	nzhkp	29,2
Варьеганнефтегаз привилегированные	vjgzp	28,9
Южуралникель	unkl	28,2
Дорогобуж	dgbz	27,7
Казаньоргсинтез	KZOS	27,7
Саратовнефтегаз	sfnf	26,9
Башкирэнерго привилегированные	BEGYP	26,7
Новооросцемент	nvrn	26,7
Сбербанк привилегированные	SBERP	26,2
Татнефть привилегированные	TATNP	25,1
Нефтекамский автомобильный завод	nfaz	25,0
Самараэнерго привилегированные	SAGOP	25,0

Источник: РТС

**Илл. 15. Лидеры роста в РТС, 29 августа – 2 сентября**

Компания	Тикер в РТС	% роста
Банк Москвы	mmbm	23,1
Башкирнефтепродукт	banp	21,7
Башкирнефтепродукт привилегированные	banpp	18,2
Уфаоргсинтез	UFOS	17,9
Ярославльнефтепродукт	slne	17,7
Комсомольский НПЗ	knpr	16,7
Мосэнерго	MSNG	16,7
Башнефть привилегированные	BANEP	15,9
Башнефть	BANE	15,7
Банк «УралСиб»	USBN	15,0
РАО ЕЭС	EESR	13,2
Туламашзавод	tuma	13,2
ОКЗ «Лебедянский»	LEKZ	11,6
Уфимский НПЗ	unpz	11,5
Салаватнефтеоргсинтез	snoz	11,1
Татнефть	TATN	10,8
Иркутскэнерго	IRGZ	10,7
Оренбургнефть привилегированные	ORNBP	10,7
Нижегороднефтеоргсинтез привилегированные	ngnsp	10,7
Печорская ГРЭС	PEGS	10,5
Ритек	RITK	10,5
Жигулевская ГЭС	VLGS	10,0

Источник: РТС



Тема: Справедливая стоимость РТС – 935 пунктов

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

Капитализация фондового рынка	\$346 млрд
Доля акций в обращении	29,1%
Справедливая стоимость РТС (по DCF)	935 (потенциал роста 5,9%)
Прогноз роста РТС за 12 месяцев	1050 (потенциал роста 15%)
WACC, использованная в модели DCF	12,0%
Премия за риск по акциям	6,0% для «голубых фишек»
Прогноз по цене нефти (Urals)	\$51,5/баррель в 2005 г. со снижением до \$26,5/баррель в долгосрочной перспективе (после 2009 г.)

Пересмотр оценок из-за повышения цен на нефть и снижения уровня риска

Мы обновили модели оценки активов на базе DCF (чтобы в условиях роста цен на нефть отразить нынешний их высокий уровень в среднем) и снизили премию за риск по акциям (ввиду в целом более стабильной политической и экономической ситуации в стране).

Теперь «справедливая стоимость» РТС = 935 пунктов

Рост цен на нефть обернулся также изменениями в макроэкономической модели, и эти «обеспеченные» («collateral») перемены тоже были включены в наши оценочные модели. Чистый итог - пересмотренная «справедливая стоимость» РТС = 935 пунктов и прогноз роста РТС за 12 месяцев до 1050. Мы не стали вносить значительных изменений в долгосрочные прогнозы роста экономики (из-за медленного хода реформ и отсутствия значимых инициатив по диверсификации роста экономики – прочь от нефтяной и иной сырьевой зависимости).

Рейтинги (Покупать, Продавать, Держать) остаются в силе

Список акций, отслеживаемых нами в первую очередь и ранжированных по потенциалу роста, см. в Илл. 16 (на след. стр.). Акции, имеющие потенциал роста 15% (и более) к справедливой стоимости, отнесены к категории «Покупать», тогда как акции с возможным снижением на 10% - к категории «Продавать». Все остальные – «Держать». Впрочем, из правила могут быть исключения там, где есть факторы (помимо стоимостных оценок), которые обуславливают динамику акций. Обычно эти исключения являются лишь временными – на тот период, пока наши аналитики изучают возможность увеличить/уменьшить «справедливую стоимость», или пока не закончатся события, влияющие на цену акций.



Илл. 16. Акции в порядке убывания потенциала роста до DCF-стоимости

Акция	Рын. капц-ция млн \$	Цена акции \$ за акцию	Справ. стоимость \$ за акцию	Потенциал роста %
НЛМК	7 012	1,2	1,77	51,3
Иркут	581	0,7	0,87	31,6
ММК	3 960	0,4	0,5	31,6
Сбербанк	17 157	903,0	1 170,0	29,6
Северсталь	4 531	8,2	10,5	28,4
МТС	15 285	38,3	48,0	25,2
НТМК	1 886	1,4	1,8	25,0
Голден Телеком	1 086	29,8	37,0	24,0
Уралсвязьинформ	1 227	0,0	0,0	23,7
МГТС	1 285	16,1	19,8	23,0
Вымпелком	8 835	43,1	52,0	20,7
Мечел	4 056	29,2	34,5	18,0
Норильский Никель	16 150	75,5	87,0	15,2
Сибирьтелеком	745	0,1	0,1	9,7
Аптечная сеть 36,6	204	25,5	27,9	9,4
Балтика	3 750	30,7	33,0	7,5
АФК «Система»	10 108	21,0	22,5	7,4
ВолгаТелеком	976	4,0	4,2	5,8
ВСМПО	1 825	152,5	160,0	4,9
Седьмой Континент	1 116	17,3	18,0	4,0
ЗСМК	1 795	135,0	140,0	3,7
ВМЗ	838	445,0	460,0	3,4
РТС		910,0	935,0	3,0
ЧТПЗ	508	1,1	1,1	2,3
Газпром	94 931	4,0	4,1	1,8
ЛУКОЙЛ	41 890	49,3	49,3	0,0
Дальсвязь	203	1,8	1,8	0,0
ЦентрТелеком	631	0,4	0,4	0,0
Вимм-Билль-Данн	778	17,7	17,6	-0,5
Сургутнефтегаз	35 011	1,0	1,0	-2,0
С.-Зап. Телеком	775	0,7	0,7	-4,8
Калина	327	33,5	31,7	-5,4
Сибнефть	16 737	3,5	3,3	-7,4
Ростелеком	1 712	2,4	2,1	-11,9
Татнефть	5 577	2,6	2,2	-14,1
Пятерочка	2 528	16,5	14,0	-15,2
ЮТК	290	0,1	0,1	-22,4

* исходя из цен закрытия за 2 сентября 2005 г.

Источники: РТС, оценка Альфа-Банка

Газпром

Несмотря на слабый потенциал роста, Газпром получает рейтинг «Покупать»

Есть ряд очевидных причин, по которым Газпрому сделано исключение

В настоящий момент исключение сделано для Газпрома. С учетом текущей оценки он относится к категории: «Держать», имея потенциал снижения на 3%. Тем не менее, мы даем ему рейтинг «Покупать», поскольку его акции, вероятно, продолжат движение вверх - по следующим причинам:

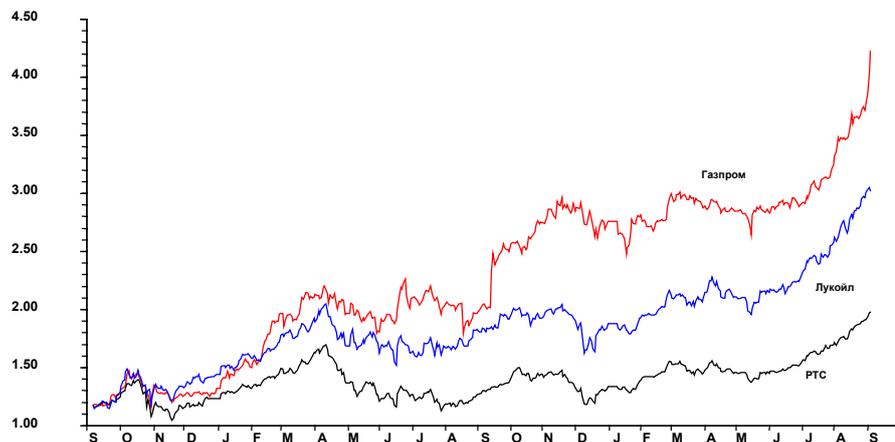
- Оптимизм в связи с тем, что график/механизм отмены двойного рынка будет вот-вот объявлен. Когда это случится, произойдет значительное повышение удельного веса Газпрома в MSCI Russia (в реальности Газпром должен стать вторым по весу среди активов развивающихся рынков Индекса MSCI). Это, в свою очередь, породит существенный дополнительный спрос на акции Газпрома (со стороны портфельных инвесторов в активы GEM и EMEA).
- Газпром не скрывает своих амбиций – войти в отрасль нефтедобычи/нефтепереработки путем корпоративных приобретений. Плата за пакет из 10,7% акций, проданных Роснефтегазу, составит \$7 млрд, которые пойдут на финансирование таких приобретений.

- Компания близка к утверждению крупных проектов развития с участием мировых партнеров (напр., освоение Штокмановского месторождения, строительство Северо-европейского нефтепровода и т.д.), и это станет точкой в длительном периоде очень медленного роста добычи/экспорта газа и началом фазы быстрого развития.
- С освоением Штокмановского месторождения Газпром выходит на высокорентабельный рынок сжиженного природного газа.

Либерализация рынка акций продолжает толкать котировки Газпрома вверх; рост добычи газа и покупка новых компаний дает шансы на дальнейший подъем стоимостных оценок

Пока слухи вокруг корпоративных приобретений Газпрома и либерализации рынка его акций толкают котировки вверх, ожидаемый в ближайшие годы значительный сдвиг его бизнес-модели дает основание для дальнейшего повышения стоимостных оценок компании. Газпром - все еще наш фаворит в 2005 г., каким он был в 2004 г. В первом полугодии текущего года, когда Газпром был вовлечен в битву за Юганскнефтегаз, цена его акций сильно отставала от РТС (+5% против +17% в РТС). Однако с июля месяца акция выросла на 45%, по сравнению с ростом РТС на 27%, так что с начала года она плотно приблизилась к среднерыночному значению. Судя по текущим показателям, акция Газпрома закончит год, сильно опередив РТС.

Илл. 17. Акции Газпрома уверенно опережают рынок



Источник: DATASTREAM

Повышение цен на нефть

На Илл. 18 дан пересмотренный прогноз цены на нефть, использованный в наших оценочных моделях.

Илл. 18. Новый прогноз цен на нефть

	Старый прогноз					Скорректированный прогноз				Долгосрочная
	2005	2006	2007	2008	Долгосрочная	2005	2006	2007	2008	
Brent	\$44,0	\$37,0	\$33,0	\$29,0	\$26,0	\$55,0	\$45,0	\$38,0	\$34,0	\$30,0
Urals	\$40,0	\$34,0	\$30,0	\$26,0	\$23,0	\$51,5	\$41,5	\$34,5	\$30,5	\$26,5
Спред	\$4,0	\$3,0	\$3,0	\$3,0	\$3,0	\$3,5	\$3,5	\$3,5	\$3,5	\$3,5

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Текущая цена нефти и средняя цена с начала года оказались выше, чем ожидалось

Причина пересмотра – сохраняющаяся напряженность с поставками газа, а также ряд факторов риска, способных нарушить существующее снабжение. Недавно выделенные из стратегических запасов IEA 60 млн баррелей позволят восполнить дефицит поставок, вызванный ураганом в Мексиканском заливе, и новость об этом спровоцировала фиксацию прибыли нефтяными трейдерами. Впрочем, с приближением зимы напряженность на рынке нефтепродуктов и острые противоречия на Ближнем Востоке не позволят цене опуститься слишком низко. Еще один сбой по-

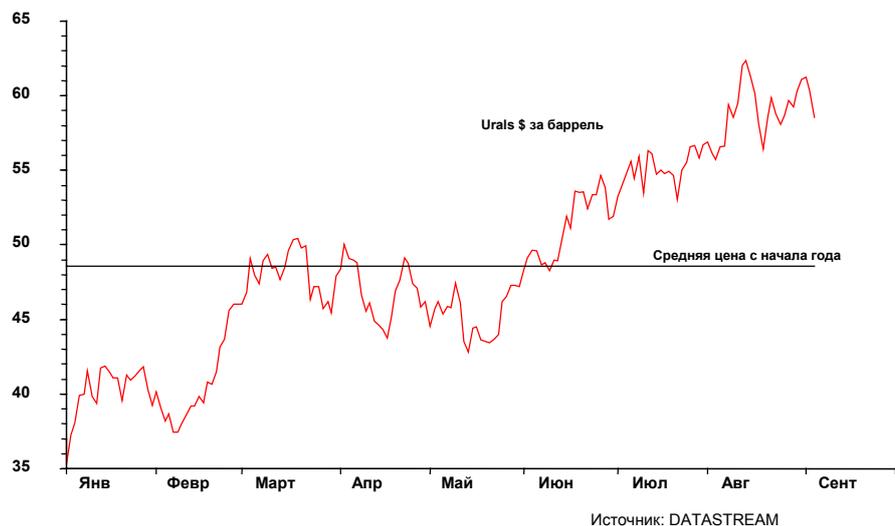


ставок или рост опасений рынка быстро приведет к установке новых ценовых рекордов.

С начала года средняя цена Urals составила \$48,5/баррель, а сегодня цена чуть выше \$58/баррель (после того, как недавно превышала \$62/баррель). Мы допускаем, что до конца года эта цена останется на нынешнем уровне, в результате чего средняя цена за год вырастет до \$51,5/баррель.

Илл. 19. Динамика цены сорта Urals и средней цены нефти в 2005 г.

Долгосрочная средняя цена также повышена, отражая ожидаемую напряженность по линии: спрос/предложение



Источник: DATASTREAM

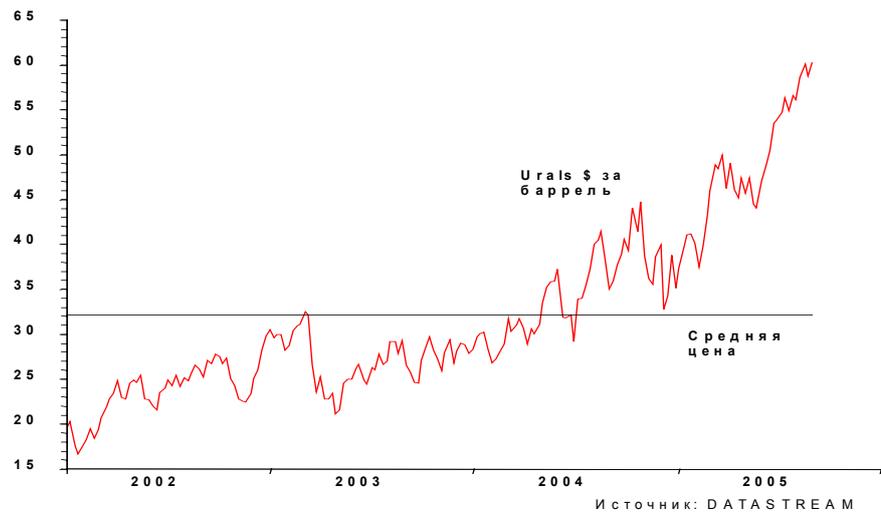
Мы пересмотрели также наш долгосрочный ценовой прогноз с \$23/баррель до \$26,5/баррель, чтобы отразить рост спроса на сырье со стороны Китая и Индии. За последние 20 лет (до сентября 2001 г.) средняя цена Urals была около \$18,50/баррель. С тех пор ее средняя цена составила \$32,5/баррель. Предполагается, что повышение цен приведет к увеличению поставок нефти, так как в этих условиях растут бюджеты нефтеразведки и вступают в строй инфраструктурные проекты (напр., нефтепровод «Баку-Джейхан»). Нынешняя высокая цена на нефть также заставляет многих потребителей переключиться на альтернативные источники энергии, такие как сжиженный природный газ.

Мы ожидаем, что цикл восстановится, хотя и на более высоком ценовом уровне, чем в 1980-е и 1990-е гг.

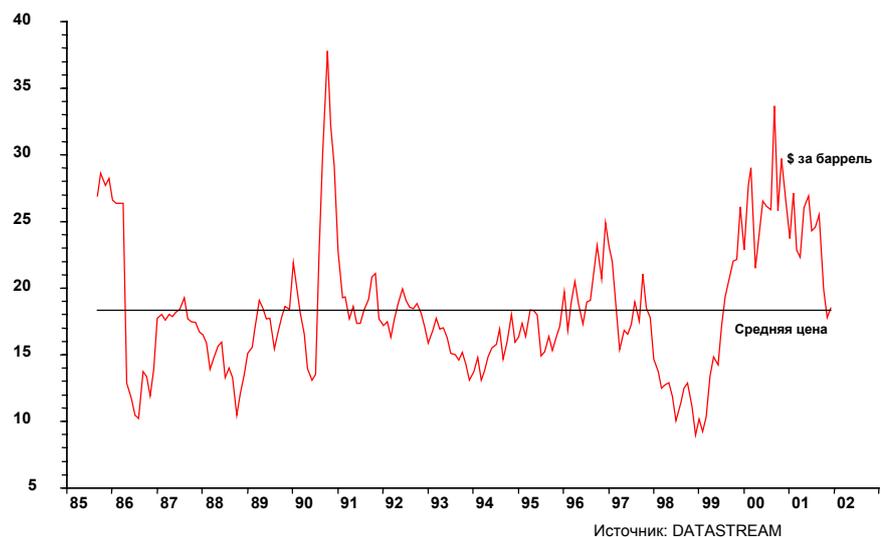
Т.о., дополнительное предложение сырья в сочетании с замедлением роста спроса должны будут в ближайшие годы снизить ценовую напряженность и восстановить «узнаваемый» цикл – уже на более высоком ценовом уровне. Разумеется, в период ожидания дополнительных поставок и перехода на альтернативные виды топлива рынок остается весьма чувствительным к ценовым шокам.



Илл. 20. Динамика цены нефти с 2002 г.



Илл. 21. Динамика цены нефти до 2002 г.



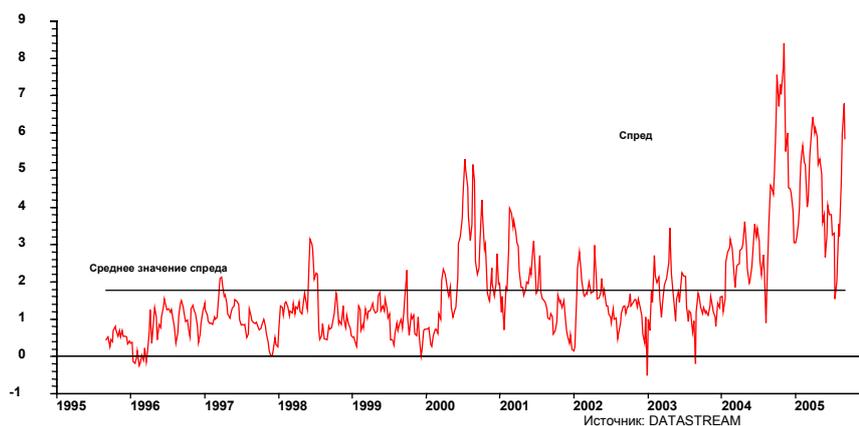
Ценовой разрыв между Brent и Urals

В прошлом году резко вырос ценовой разрыв между Brent и Urals

Исторически ценовой разрыв между сортами Brent и Urals, в среднем, был чуть ниже \$2/баррель, но за последние 12 месяцев он достиг, в среднем, \$5/баррель – из-за разной динамики нефтепереработки в США и Европе. Поскольку в ближайшие 2 года могут реализоваться несколько сценариев, прогнозировать разрыв цен затруднительно, так что разумнее оперировать среднестатистическим значением: \$3,5/баррель.



Илл. 22. Динамика спреда в цене сортов Urals и Brent



Доходность по суверенным долгам также зависит от нефтяных доходов

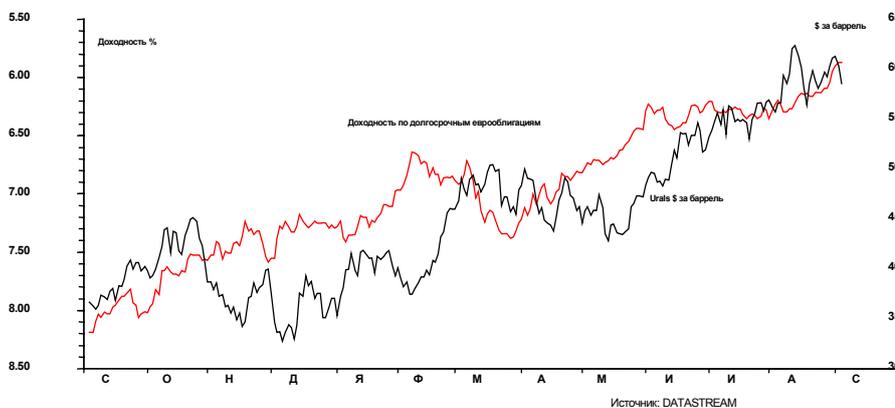
Мы сохранили консервативный подход к оценке премии за риск

Премия за риск по акциям

При оценке премии за риск по акциям мы ориентировались на доходность по долгосрочным суверенным еврооблигациям. На данный момент доходность по 30-летним облигациям равна 5,3%, а по 28-летним – 5,9%. В Илл. 23 на след. стр. отражено снижение доходности при повышении цен на нефть (что оборачивается ростом бюджетных доходов и прогнозируемым на этот год профицитом в 6%, а также существенным ростом накоплений).

Мы сохранили нашу консервативную оценку премии за риск (6,0%) ввиду отсутствия реальных сдвигов в диверсификации экономики (и остающейся зависимости ее роста от цен на нефть).

Илл. 23. Доходность российских еврооблигаций с погашением в 2028 г. и цена сорта Urals





Динамика и оценка акций

Илл. 24. 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	1,4	52,8	26,0	48,6	54,3	29,5
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	49,8	15,8	62,0	49,8	26,0
Сибнефть	1	5 в 1	4,0	17,3	10,6	15,0	19,3	12,9
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	48,8	19,3	31,2	49,3	31,0
Татнефть	2	20 в 1	25,0	53,0	27,3	82,7	55,4	26,8
Юкос	1	4 в 1	20,0	2,5	5,1	-29,4	21,8	1,5
Энергетика								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	н/д	12,1	5,5	13,9	12,0	9,5
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	49,9	0,0	0,0	56,1	39,9
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	8,0	-3,0	-46,7	25,3	7,0
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	36,5	14,1	31,5	36,5	25,1
Телекоммуникации								
ВымпелКом	3	1 в 1	14,0	29,8	3,0	12,9	31,8	25,0
Голден Телеком	3	20 в 1	22,0	38,3	5,2	10,7	40,2	29,3
МТС	3	50 в 1	23,0	20,5	7,9	5,8	21,0	15,0
Система	4	1 в 4	40,0	43,1	11,5	19,2	43,3	25,0
МГТС	1	1 в 1	н/д	15,6	9,6	31,6	12,5	8,0
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	7,9	4,1	38,5	6,6	4,3
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	14,7	9,1	34,4	15,0	10,0
Уралсвязьинформ	1	1 в 2	н/д	4,6	-1,1	42,7	4,5	2,5
ЮжТелеком	1	200 в 1	н/д	7,4	-2,6	13,5	6,9	4,8
Прочие сектора								
ОМЗ	144A, REG S	1 в 1	17,0	77,9	7,3	41,6	78,3	43,5
ГУМ	1	2 в 1	16,6	4,3	-10,3	31,2	4,2	2,2
Сан Интербью	144A, REG S	1 в 1	32,2	5,6	3,0	87,5	6,1	2,0
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	32,0	35,5	0,0	128,0	29,5	9,0

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 25. 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.				2004	2005				2004
	\$	%	%	\$	\$	млн. \$	млн. \$				\$	%		
Нефть и Газ														
Газпром	4,21	14	25	3,32	1,80	112,3	100 831	13,3	11,1	8,9	6,4	4,1	-3	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	48,80	15	43	42,37	26,70	10,0	41 507	9,8	9,5	6,2	6,5	49,3	1	ДЕРЖАТЬ
Сибнефть	3,53	-4	2	3,75	2,40	1,5	16 737	8,2	7,6	5,3	6,0	3,3	-6	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,98	10	12	0,83	0,64	2,0	40 686	14,0	15,8	4,4	4,3	1,0	2	ПОКУПАТЬ
Татнефть	2,56	12	45	2,08	1,14	0,3	5 821	6,6	8,1	5,1	5,6	2,2	-14	ДЕРЖАТЬ
Юкос	0,61	7	-8	5,22	0,50	0,1	1 353	0,2	0,3	1,6	1,8	пересмотр	пересмотр	приостанов
Petrobras	48,67	4	10	49,44	25,56	8,7	50883	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	0,27	5	12	0,24	0,15	0,1	1 287	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	1,00	28	8	0,92	0,57	0,0	765	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,09	10	-42	0,25	0,06	0,2	2 473	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,36	6	15	0,33	0,23	11,5	14 734	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
Copel	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	16,10	12	27	15,60	11,95	0,1	1 478	20,6	20,2	9,5	6,3	19,8	22	ПОКУПАТЬ
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	нег	нег	6,6	5,8			
Среднее								15,8	15,0	5,5	5,0			
Ростелеком	2,38	5	14	2,47	1,70	1,6	2 172	15,5	28,4	5,3	6,1	2,1	-12	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/д	н/д	4,5	3,9			
Среднее								16,1	20,8	5,0	4,2			
Голден Телеком	29,84	3	13	31,75	25,02	2,3	1 082	16,7	11,3	6,1	4,5	37,0	24	ПОКУПАТЬ
Netia	1,73	7	-9	2,06	1,49	3,4	448	нег	10,7	3,5	3,3			
МТС	38,34	5	11	40,20	29,34	55,9	15 285	14,9	11,4	8,1	6,2	48,0	25	ПОКУПАТЬ
Система	20,50	8	5	20,95	14,95	55,9	9 931	18,8	14,9	3,7	3,0	22,5	н/д	ПОКУПАТЬ
ВымпелКом	43,07	11	19	43,34	25,00	39,2	8 835	25,2	14,9	9,9	6,7	52,0	21	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	19,50	0	5	22,15	14,49	н/д	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	76,75	15	31	70,00	51,10	5,6	16 417	9,0	11,7	4,8	6,1	87,0	13	ПОКУПАТЬ
Amplats	51,12	3	55	53,51	30,58	875,3	11 131	29,3	25,8	13,0	15,2			
Inco	42,43	2	14	45,51	33,24	38,2	8 025	13,2	10,2	5,7	6,3			
Implats	109,51	3	44	110,37	73,10	2,499,2	7 296	15,5	16,8	10,8	9,9			
Среднее								19,3	17,6	9,3	10,7			
Северсталь	8,21	19	14	8,3	7,12	0,3	4 531	3,2	3,9	2,2	2,4	10,5	28	ПОКУПАТЬ
СГ Мечел	29,2	2	30,8	33,70	15,79	4,9	4 052	7,5	7,9	4,0	4,0	34,5	18	ПОКУПАТЬ
Евраз Холдинг	15,5	3	н/д	н/д	н/д	3,7	5 504	5,1	4,7	3,0	2,9	19	23	ПОКУПАТЬ
China Steel	0,89	3	-15	1,10	0,81	47,9	9 435	5,6	5,7	3,9	3,9			
POSCO	214,57	3	18	223,35	158,00	61,1	18 708	4,7	4,2	2,8	2,5			
Среднее								5,2	4,9	3,3	3,2			
Продукты														
Балтика	30,70	4	67	27,60	11,80	0,0	3 597	24,2	13,4	13,9	8,7	33,0	7	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	17,70	0	0	0,00	0,00	0,0	779	31,4	26,7	9,4	8,4	17,6	-1	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	10	26	23,00	18,25	0,1	166	92,2	137,2	167,1	14,4	27,9		ДЕРЖАТЬ
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	4,22	25	39	5,20	3,20	0,0	149	41,6	11,6	7,1	6,6	4,8	14	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	69,35	3	106	69,93	24,87	27,4	5 270	44,3	нег	22,4	22,9			
Среднее								42,2	11,6	6,8	17,6			

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

Источники: РТС, Блумберга оценки Альфа-Банка



Илл. 26. 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														
Мегионнефтегаз	34,00	1	47	27,95	18,50	90	4 359	9,9	н/д	7,1	н/д	30,46	-10	ДЕРЖАТЬ
Башнефть	9,60	12	42	6,60	3,68	143	1 859	9,1	н/д	4,1	4,7	н/д	н/д	пересмотр
РИТЕК	5,86	6	12	5,00	3,16	426	585	5,1	н/д	3,2	н/д	4,75	-19	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,40	1	6	0,36	0,29	103	412	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,03	0	-16	0,04	0,01	27 000	125	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,49	9	9	0,62	0,44	24 067	292	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	15,00		85	7,30	7,30	0	268	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,73	-4	-1	0,74	0,62	26 149	442	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	23,50	0	26	19,50	13,00	29 250	318	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	5,40		4	5,40	4,00	0	196	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,05		43	0,05	0,05	0	156	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,11	0	-8	0,13	0,10	33 410	396	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,42		0	0,43	0,42	0	217	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Дальсвязь	1,82	6	35	1,50	0,89	31 441	226	7,5	21,5	9,7	6,6	1,80	-1	ДЕРЖАТЬ
ЦентрТелеком	0,39	4	35	0,42	0,26	43 665	777	217,1	118,4	6,4	5,2	0,40	3	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	3,97	7	9	4,20	2,47	148 967	1 214	14,5	12,0	6,7	5,3	4,20	6	пересмотр
Сев-Западный Телеком	0,75	6	27	0,67	0,44	77 854	798	33,8	17,5	7,8	5,5	0,71	-6	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,06	2	-3	0,07	0,04	127 673	924	15,5	12,0	6,0	4,9	0,068	8	ДЕРЖАТЬ
ЮжТелеком	0,10	6	28	0,12	0,07	39 364	359	-34,3	-39,4	8,2	6,2	0,075	0	ПРОДАВАТЬ
Уралсвязьинформ	0,04	1	-6	0,04	0,03	369 764	1 221	25,4	14,3	7,1	5,2	0,047	24	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	24,30		-11	30,00	22,10	0	766	9,5	3,7	2,6	1,9	32,60	34	ПРОДАВАТЬ
Челябинский НПЗ	1,08	49	178	0,80	0,21	230 126	508	280,6	38,3	20,4	10,9	1,10	2	ДЕРЖАТЬ
Выксинский НПЗ	445,00	9	111	425,00	177,00	53 800	838	11,9	8,7	6,7	4,7	460,00	3	ДЕРЖАТЬ
НЛМК	1,18	4	21	0,952	0,33	88 600	6 952	3,9	4,6	2,0	2,3	1,77	50	ПРОДАВАТЬ
НТМК	1,44	5	28	1,30	0,60	104 772	1 886	4,9	3,9	3,2	2,2	1,80	25	ПРОДАВАТЬ
Мечел	251,50		2	270,00	97,00	0	795	7,1	11,6	5,0	7,0	275,00	9	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	902,00	16	53	805,00	369,50	1 922 649	17 813	н/д	н/д	н/д	н/д	1170,0	29	ПРОДАВАТЬ
Иркут	0,66	6	8	0,67	0,49	44 475	577 5	8,9	7,0	7,1	6,6	0,87	32	ПРОДАВАТЬ
Калина	30,13	12	89	33,00	16,50	55 269	327 7	14,7	10,9	8,0	7,1	31,70	5	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 27. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 8 июля 2005г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV прив. к об. %	Дивиденды 2004	Дивиденд. доход	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$						
Нефть и Газ											
Транснефть прив.	1 490	43	18	1 058	750		10,77	0,01	760	-49	ПРОДАВАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,76	15	22	0,6825	0,403	22	0,0203	0,03	0,65	-14	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	1,65	24	60	1,295	0,545	36	0,0335	0,02	1,3585	-18	ДЕРЖАТЬ
Энергетика											
РАО ЕЭС прив.	0,3225	11	19	0,3007	0,213	10	0	2	0	н/д	приостанов
Телекоммуникации											
Ростелеком прив.	1,8	18	13	1,72	1,31	24	0,1320	0,07	1,6	-11	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

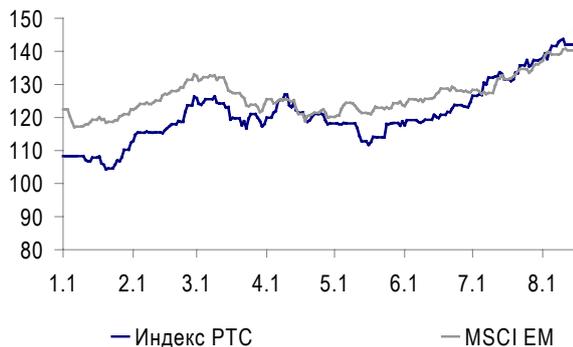
**Илл. 28. Календарь корпоративных событий**

Нефть и газ	8 сентября	Апелляционный суд рассмотрит ходатайство Юкоса об отмене решения суда не арестовывать акции Юганскнефтегаза
		Совет директоров Роснефтегаза рассмотрит вопрос о привлечении \$7,5 млрд для оплаты акций Газпрома
		На внеочередном собрании акционеры Ритека рассмотрят вопрос о распределении части прибыли за 2004 г.
		Очередное общее собрание акционеров Сибнефти, дата закрытия реестра – 27 июля 2005 г.
		Акционеры Казаньоргсинтеза утвердят выпуск еврооблигаций
	12 сентября	Судебные слушания по делу о фальсификации сделки по продаже 51% акций Сибнефти
	14 сентября	Слушания в суде по делу М. Ходорковского и П. Лебедева
		На внеочередном собрании акционеры Центргазы выберут совет директоров
	16 сентября	Акционеры Ярославского НПЗ утвердят сделки с заинтересованностью
	18-27 сентября	Отчет ЛУКойла за 2Кв05 по US GAAP
20 сентября	Слушания в суде по иску Юганскнефтегаза на сумму 226,1 млрд (\$8 млрд) против Юкоса	
20-25 сентября	Отчет Сибнефти за 1П05 по US GAAP	
30 сентября	Акционеры Мегионнефтегаза рассмотрят вопрос о выплате дивидендов за 1П05 (дата закрытия реестра – 15 августа)	
Телекомы	14 сентября	Акционеры Вымпелкома рассмотрят вопрос о приобретении компании «Украинские Радиосистемы» на внеочередном собрании
	15 сентября	Совет директоров Сибирьтелекома рассмотрит возможность выпуска в сентябре облигаций 6-ой серии на сумму 2 млрд руб
Металлургия	20 сентября	Отчет Highland Gold Mining за 1П05 по UK GAAP
	22 сентября	Отчет Peter Hambro Mining за 1П05 по UK GAAP
	30 сентября	Внеочередное собрание акционеров Норильского Никеля (дата закрытия реестра – 11 августа)
Электроэнергетика	14 сентября	Акционеры Ивэнерго и Ивановской ГК выберут советы директоров
	15 сентября	Акционеры Мордовской теплосети передадут полномочия действующему менеджменту ТГК-6
		На внеочередном собрании акционеры Самараэнерго рассмотрят вопросы, связанные с выделением активов
	30 сентября	(дата закрытия реестра – 12 августа)
Банковский сектор	8 сентября	ЦБ проведет 4-х недельные и 3-х месячные аукционы депо
	9 сентября	Федеральный арбитражный суд рассмотрит два дела в отношении Сбербанка
	15 сентября	Аукцион по размещению ОБР 4-02-30BR0-4 на сумму 98,5 млрд руб
Другое		Президент Путин посетил Германию с рабочим визитом. Подписаны соглашения о сотрудничестве в нефтегазовой сфере.
	8 сентября	Совет директоров Ильюшин Финанс рассмотрит вопрос о допэмиссии акций
		Московский арбитражный суд рассмотрит законность передачи полномочий действующему менеджменту РусПромАвто
	15 сентября	Московский арбитражный суд рассмотрит иск о признании недействительной продажи 100% акций ОАО «Полиэф»
	19 сентября	Внеочередное собрание акционеров Аэрофлота (дата закрытия реестра – 4 августа)
	26 сентября	Отчет Вимм-Билль-Данна за 1П05 по US GAAP

Источник: оценки Альфа-Банка

Графики

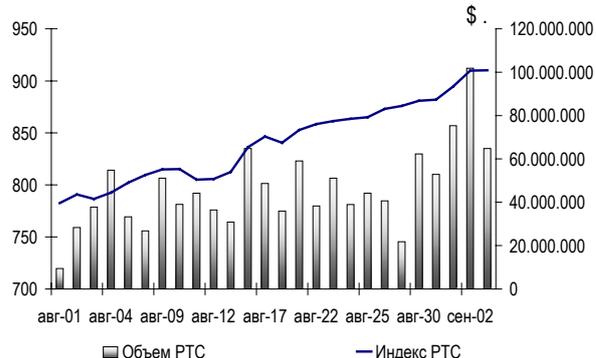
Илл. 29. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2005 года



Источники: РТС, Рейтер

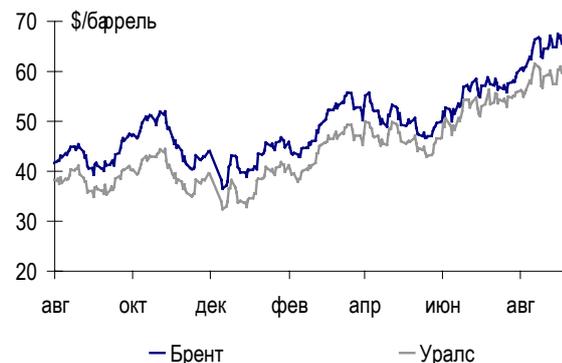
- В августе индекс РТС заметно опережал MSCI EM index; основной фактор динамики индекса в будущем – приток средств в фонды развивающихся рынков
- Индекс РТС - + 13,2% при объемах торгов, существенно превышающих средний для этого года показатель

Илл. 30. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

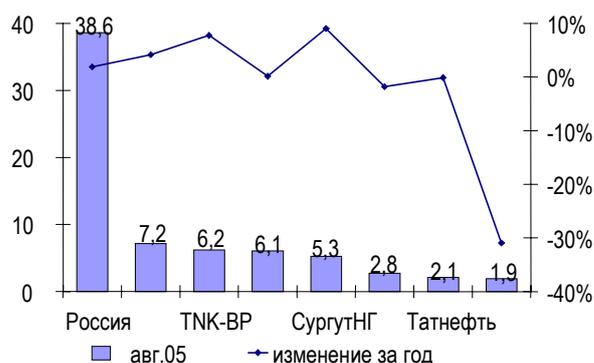
Илл. 31. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

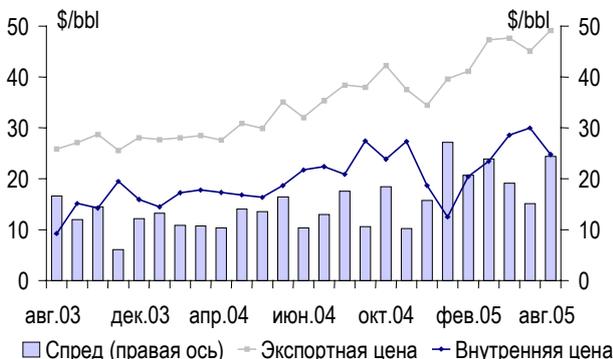
- Цена нефти достигла рекордно высокого уровня из-за урагана Катрина в США
- Несколько вырос по сравнению с низким июльским показателем объем российской нефтедобычи. Наибольший прирост показали ЛУКОЙЛ, ТНК-ВР и Роснефть

Илл. 32. Добыча нефти компаниями, март 2005



Источник: Министерство энергетики

Илл. 33. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2002-2005гг.



Источник: Министерство энергетики

- Цена нефти на внутреннем рынке продолжала расти и достигла нового пика. Динамика аналогична экспортной цене
- Медь и никель подорожали на 3-4%

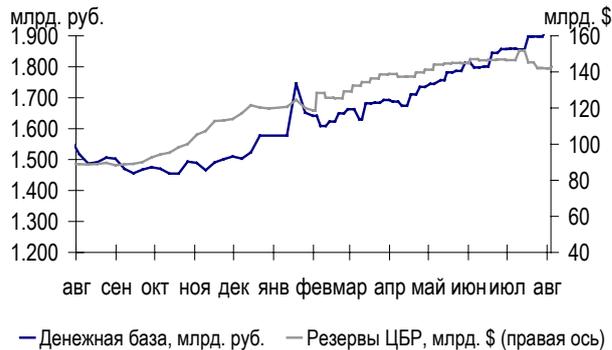
Илл. 34. Цены на медь и никель, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

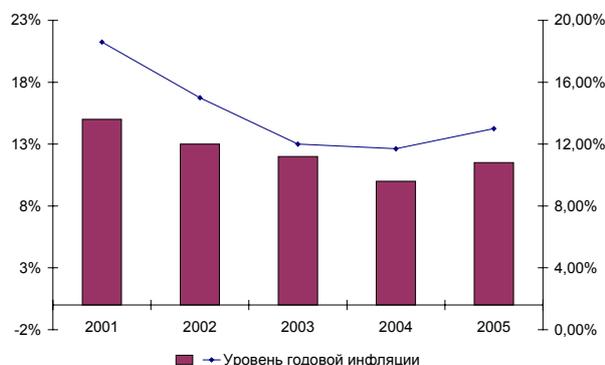
Илл. 35. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

Илл. 36. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев


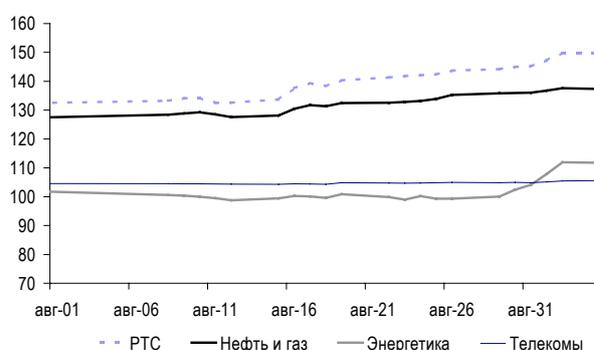
Источник: ЦБР

- Из-за дорогой нефти и укрепления евро рубль вырос по отношению к доллару до 28,3-28,5 руб/\$

Илл. 37. Темпы роста ВВП


Источник: ЦБР

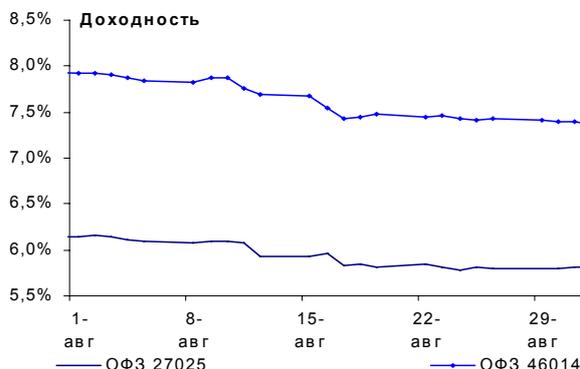
- Несмотря на августовскую дефляцию в размере 0,1%, правительству не удастся выполнить задание по инфляции на 2005 г.
- Локомотивом рынка акций были нефтегазовый сектор, в отстающих - энергокомпании и телекомы

Илл. 38. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 39. Динамика Россия-30, с начала месяца


Источник: Рейтер

Илл. 40. Динамика ОФЗ 27025–46014, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Растущий спрос на рублевые активы поднял цены рублевых облигаций
- Продолжился рост цен российских еврооблигаций, поддерживаемый дорогой нефтью, а также ожидающимся повышением российского суверенного рейтинга (агентство Moody's)

**Экономика и политика**

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

Стабилизационный фонд (к 2007 г. = \$100 млрд) полностью покроев внешний долг России; перспектива увеличения расходов бюджета становится реальной

Инвестиционный фонд (в \$2,5 млрд) можно использовать как государственную гарантию; нам это внушает оптимизм в отношении роста ВВП в 2006 г.

По общему мнению, недавнее повышение нефтяных цен (и их возможный рост до \$70-80/ баррель) чреват серьезными последствиями для бюджета РФ на следующий год. К концу текущего года Стабилизационный фонд прогнозируется на уровне \$50 млрд, а к концу 2006 г., как ожидается, достигнет \$80 млрд (при условии средней цены Urals в \$48/баррель и \$40/баррель за 2005 г. и 2006 г., соответственно). При более высоких ценах Стабилизационный фонд может с легкостью превысить эти прогнозы и достичь \$100 млрд. В этом случае он полностью покроев внешний долг России (\$80 млрд, по прогнозу до 2007 г.), плюс половину ее внутреннего долга (\$40 млрд к 2007 г.). Это значит, что Минфин уже не сможет использовать «долговой аргумент» для защиты Стабфонда от требований «распечатать» его в интересах повышения расходов бюджета.

В проекте бюджета уже предусмотрен рост непроцентных расходов на 1,2% ВВП (или на \$30 млрд). Столь скромный рост отражает как озабоченность Минфина инфляционными последствиями, так и отсутствие конкретных механизмов и стратегии государственных инвестиций. Проектом бюджета на 2006 г. предусмотрен инвестиционный фонд в \$2,5 млрд, но правительство не выработало стратегии приоритетности одних проектов над другими. Впрочем, хорошая новость – в том, что \$2,5 млрд могут быть использованы как гарантия, позволяющая частным компаниям дополнительно привлечь займы для финансирования проектов. Такое использование инвестиционного фонда не влечет за собой инфляционных последствий, зато способствует росту ВВП.

Илл. 41. Параметры бюджета на 2006 г., % от ВВП

	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Доходы бюджета, всего	20,4	23,7	20,7
Непроцентные расходы	14,8	15,5	16,7
Первичный профицит	5,6	8,2	4,0
Профицит бюджета	4,3	7,0	3,2
Стабилизационный фонд, на конец периода, \$ млрд	26,5	50,0	79,0
Стабилизационный фонд, на конец периода, % ВВП	4,4	6,8	9,2
Внешний долг, на конец периода, % ВВП	18,9	11,6	9,3
Внутренний долг, % ВВП	4,6	4,5	4,7
Инфляция	10,7	11,5	8,5
Средняя цена Urals, \$/баррель	34,2	48,0	40,0
Рост ВВП	7,1	5,9	5,8

Источники: Минфин, оценка Альфа-Банка



Новости компаний и отраслей

Нефть и газ

Аниса Нагариа (44 20) 7382-4186

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

АФК «Система» приобрела миноритарные пакеты акций в 7 компаниях башкирского ТЭКа

Основным событием месяца в нефтегазовом секторе стала новость о приобретении АФК «Система» долей участия в предприятиях башкирского ТЭКа: 19,9% акций Новойла, Уфимского НПЗ, Уфанефтехима, Уфаоргсинтеза и Башнефти, 18,57% акций Башкирнефтепродукта и 10,08% акций Башкирэнерго. Эти пакеты были куплены «Системой» напрямую у «Башкирского капитала». Общая сумма сделки составила \$502,9 млн, что соответствует значительному дисконту в 17,6% по отношению к суммарной рыночной цене пакетов акций, составлявшей \$610 млн. «Система» объявила о своем намерении потратить дополнительные \$100 млн в будущем на увеличение своих пакетов акций в некоторых из этих компаний с тем, чтобы получить блокирующие миноритарные доли в 25-30%. Холдинг достиг договоренности с «Башкирским капиталом» относительно возможности таких приобретений. «Система» также делегирует своих представителей в советы директоров компаний.

АФК «Система» намерена довести свои пакеты до блокирующих, создать новый холдинг, а затем продать его стратегическому инвестору

Приобретение «Системой» башкирских компаний следует рассматривать как чисто финансовое вложение. Руководство компании заявило о намерении с прибылью продать свой пакет акций стратегическому инвестору через 18-24 месяца, обеспечив повышение стоимости компаний. «Система» планирует осуществить масштабную реструктуризацию приобретаемых компаний и создать на их основе новый вертикально-интегрированный холдинг с единым центром прибыли. «Система» не планирует реформировать производственные аспекты бизнеса этих компаний и не предполагает осуществлять какие-либо капиталовложения. Реструктуризация будет включать преобразования в системе корпоративного управления и обеспечение транспарентности компаний. «Система» заявляет, что все эти реформы будут проводиться в тесном взаимодействии с собственниками «Башкирского капитала».

Российская нефть: у нефти и энергетики Башкирии могут смениться собственники?

Ведомости, ссылаясь на полученную от чиновника правительства Башкирии информацию, сообщают, что сын президента республики Урал Рахимов и его партнеры ведут переговоры о продаже Системе по крайней мере 25% из принадлежащей им доли в Башнефти, четырех нефтеперерабатывающих заводах и Башкирэнерго. Информация пока официально не подтверждена ни потенциальным продавцом, ни Системой. Пока никаких данных о предполагаемой цене сделки не раскрывается.

Тот факт, что Рахимов и его партнеры намерены продать часть из принадлежащих им активов не является новостью, об этом сообщалось много раз в прессе, но сведения не были подтверждены официально. Действительно ли они намереваются осуществить сделку и является ли предполагаемым покупателем Система (чьей сферой бизнеса до сих пор была связь), это остается под вопросом. Тем не менее, если сделка действительно будет с кем либо осуществлена, покупатель может извлечь прибыль из продажи купленного актива позже. Учитывая проблемы корпоративного управления, которые существуют с нефтяными активами



Башкирии, существующие акционеры скорее всего будут рады предоставить дисконт. Впоследствии, на наш взгляд, новый акционер, сделав инвестиции в модернизацию нефтепереработки может продать эти активы заинтересованным сторонам по более высокой цене.

Газпром планирует организацию поставок СПГ

Газпром предпринимает шаги в рамках проекта организации поставок сжиженного природного газа. Отделение Газпрома по маркетингу и торговле в Великобритании объявило, что оно купило у BG Group партию сжиженного природного газа для поставки в США в Коув Пойнт (штат Мэриленд), где компания Royal Dutch/Shell владеет активами регазификации. Первый груз будет поставлен в начале сентября на франко-строп судне.

Газпром объявил также о получении предложения от девяти крупных зарубежных компаний участвовать в разработке Штокмановского газоконденсатного месторождения в Баренцевом море. Среди них американские ExxonMobil, ConocoPhillips и Chevron, французская Total, японские Sumitomo и Mitsui, норвежские Statoil и Norsk Hydro, а также англо-голландская Royal Dutch/Shell. По сообщению *Рейтер*, американская энергетическая компания Sempra также предложила сотрудничество в поставке сжиженного природного газа за рубеж. Газпром ранее заявил, что он представит список кандидатов на проект во второй половине года. С нашей точки зрения, российская газовая монополия, вероятно, выберет несколько партнёров для разработки проекта, которые внесут основную часть инвестиций в размере \$20 млрд, плюс западная технология.

Газпрома хочет получить 92% акций Сибнефти?

Аппетиты Газпрома в отношении Сибнефти растут: теперь монополия хочет получить не 72% акций нефтяной компании, как предполагалось ранее, а 92%. Об этом сообщили *Ведомости* со ссылкой на источник, близкий к Газпрому. К 72% акций Сибнефти, которыми владеет Millhouse, Газпром, как сообщает газета, намерен получить и 20%-ный пакет, по прежнему находящийся в собственности Юкоса. Данный пакет находится под арестом Басманного суда в рамках рассматриваемого им уголовного дела в отношении главного бухгалтера Юкоса Ирины Голубь.

Обеспечив 20% долю в Сибнефти, Газпром пытается избежать конфронтации с Роснефтью – ожидаемым миноритарным пайщиком Сибнефти. Роснефть хотела получить через суд 20% долю в качестве компенсации за обязательства Юкоса по отношению к его бывшему главному дочернему предприятию Юганскнефтегаз, которым в настоящее время владеет Роснефть. Однако, по сообщению *Ведомостей*, Юганск, проиграв дело в суде ранее этим летом, на этой неделе также проиграл апелляцию. Сейчас, по словам официального представителя Юкоса, компания обсуждает возможность возврата 20% акций Сибнефти компании Millhouse и настаивает скорее на рыночной цене (более \$3,3 млрд на вчерашнем закрытии), чем \$3 млрд, выплаченные вначале.

С нашей точки зрения, приобретение Газпромом наряду с 72%-ным пакетом Сибнефти еще 20% ее акций лишено экономического смысла. В случае приобретения 72%-ного пакета у Millhouse газовой монополии понадобится еще лишь 3% плюс 1 акция Сибнефти, чтобы обеспечить себе квалифицированное большинство в капитале компании и полностью обезопасить себя от возможных попыток Роснефти сформировать блокирующий пакет. Приобретение же Газпромом еще 20% акций Сибнефти лишь увеличит цену этой покупки для него примерно на \$500 млн. Как бы то ни было, главный вопрос теперь: будет ли снят арест с 20%-ного пакета акций Сибнефти, принадлежащего Юкосу?

Кредит Роснефтегаза будет способствовать заключению сделки между Газпромом и Сибнефтью?

В случае подтверждения неофициальной информации о том, что Роснефтегаз близок к заключению соглашения о привлечении кредита на сумму \$7,5 млрд для завершения выкупа акций Газпрома, рынок вновь начнет строить догадки о судьбе Сибнефти. Кроме того, появятся серьезные основания надеяться на проведение IPO Роснефти в конце 2006 г.



Со ссылкой на источник, знакомый с ходом переговоров между Роснефтегазом и западными банками, Интерфакс сообщил вчера, что эта госкомпания достигла договоренности об условиях синдицированного кредита на сумму \$7,5 млрд и сроком на один год с консорциумом международных банков.

Кредит для Роснефтегаза – составная часть плана правительства по оплате покупной цены 10,7% акций Газпрома, приобретенных государством несколько месяцев тому назад. Государство должно произвести оплату акций на сумму \$7,2 млрд тремя траншами. Первые два транша относительно небольшие и в основном покрывают только налоговые обязательства газовой монополии, возникающие в результате продажи акций (т.е. средства в размере первых двух траншей практически сразу же возвращаются в бюджет). Основная же часть покупной цены акций в размере около \$6,5 млрд должна быть уплачена не позднее 25 декабря. Кредит западных банков предполагается использовать именно на выплату третьего транша. Можно предположить, что остаток средств в размере около \$1 млрд Роснефтегаз направит на приобретение других активов, например, нефтеперерабатывающих.

По данным Интерфакса, данный кредит – самый крупный в истории российских компаний – привлекается по ставке LIBOR + 1,55%. Обеспечением по нему будут только акции Роснефти. Если срок погашения кредита – декабрь 2006 г., то IPO Роснефти должно состояться ранее этого срока.

ТНК-ВР удалось достичь соглашения с Федеральной налоговой службой в отношении задолженности за 2001 г.

Согласно пресс-релизу, опубликованному ТНК-ВР, компания получила результаты налоговой проверки по итогам 2001 г. Из 28 млрд рублей – 4 млрд рублей доплат по налогам плюс 24 млрд рублей, с учётом пеней и штрафов (всего около \$1 млрд в долларовом выражении), – которые потребовала налоговая служба в начале года, ТНК-ВР теперь придётся заплатить только 6,98 млрд рублей (\$245 млн). Этот платёж будет произведён до 18 августа.

Однако точка в этом деле, возможно, еще не поставлена. По словам Ведомостей, цитировавших близкие к компании источники, до 6,98 млрд рублей сократились претензии, составлявшие 16 млрд рублей, что, в свою очередь, было частью первоначальной претензии на 24 млрд рублей. Поэтому налоговые органы продолжают дополнительную проверку в отношении других 8 млрд рублей плюс первоначальная претензия по налогам на 4 млрд рублей. Более того, как сообщается, Министерство проверяет операции компании в 2002 и 2003 гг. В эти годы ТНК-ВР использовало схемы оптимизации налогов, аналогичные тем, которые применялись ЮКОСом. После событий вокруг ЮКОСА компания в прошлом году заявила о полном отказе от каких-либо схем оптимизации налогов.

Тем не менее, несмотря на сохранение риска того, что к ТНК-ВР могут быть задним числом предъявлены какие-либо налоговые претензии, мы считаем, что по масштабу они не могут быть сравнимы с теми, которые были предъявлены ЮКОСу. Согласованный сейчас объем налоговых выплат в \$245 млн превышает \$123 млн, о которых ТНК-ВР сообщила в своем финансовом отчете за 2004 по US GAAP как о резерве на погашение предъявляемых задним числом налоговых претензий, это тем не менее значительно ниже изначальной претензии в \$1 млрд, и компания такие претензии вполне может выдержать. Мы считаем данный ход событий позитивным для ТНК-ВР.

Газпром

Илл. 42. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	32 727	42 926	44 111	44 178
EBITDA, млн. \$	11 862	18 243	17 519	17 327
Чистая прибыль, млн. \$	6 098	8 553	8 580	8 919
P/E	15,6	11,1	11,1	10,7
EV/EBITDA	9,8	6,4	6,6	6,7
Капитализация, млн. \$	100 831			
EV, млн. \$	116 217			
Добыча, млрд. куб. см	3 464			
Запасы, млрд. куб. м	107 480			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 43. 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. 44. Основные события

Дата	Событие
9 августа	Газпром: прогресс в деле поставок сжиженного природного газа Газпром предпринимает шаги в рамках проекта организации поставок сжиженного природного газа. Вчера отделение Газпрома по маркетингу и торговле в Великобритании объявило, что оно купило у BG Group партию сжиженного природного газа для поставки в США в Коув Поинт (штат Мэрилэнд), где компания Royal Dutch/Shell владеет активами регазификации. Первый груз будет поставлен в начале сентября на франко-струп судне.
10 августа	S&P критикует Газпром и Правительство S&P опубликовало доклад по Газпрому, объясняющий свою обеспокоенность в отношении газовой монополии. Агентство подтвердило свой корпоративный кредитный рейтинг для Газпрома - 'BB-', что значительно ниже суверенного рейтинга России - 'BBB-', что объясняется как внутренними, так и внешними факторами. Во-первых, по мнению аналитиков S&P, на финансовых поступлениях Газпрома негативно сказывается регулирование цен и неясность государственной экономической политики в отношении Газпрома. Во-вторых, агентство считает, что государственные стратегические цели в отношении Газпрома далеко не прозрачны, что повышает финансовые риски компании. Сам Газпром критикует за практику корпоративного управления и неэффективные операции, включая использование различных посредников и вложения в сомнительные непрофильные активы.
12 августа	Газпром дешево разместил новый рублевый заем Размещение облигаций Газпрома на 5 млрд рублей увенчалось успехом. Компания добилась купонной ставки в 6,95% годовых, выплачиваемой каждые полгода, на облигации с погашением через 4 года. В результате доходность облигаций к погашению составила 7,07%. На выпуск был большой спрос: 158 заказов на покупку, из которых были удовлетворены только 45. Это – самая низкая доходность к погашению какого-либо российского корпоративного заемщика, которая превзошла даже собственные выпуски рублевых облигаций самого Газпрома. С нашей точки зрения, это очень позитивный фактор для Газпрома. Этот выпуск был сделан в рамках заемного плана компании на 2005 г. на 110 млрд рублей, его цель – рефинансировать долги Газпрома, финансировать его операционную деятельность и новые проекты.
18 августа	Аппетиты Газпрома в отношении Сибнефти растут на глазах Аппетиты Газпрома в отношении Сибнефти растут не по дням, а по часам: теперь монополия хочет получить не 72% акций нефтяной компании, как предполагалось ранее, а 92%. К 72% акций Сибнефти, которыми владеет Millhouse, Газпром, как сообщает газета, намерен получить и 20%-ный пакет, по-прежнему находящийся в собственности Юкоса. Данный пакет находится под арестом Басманного суда в рамках рассматриваемого им уголовного дела в отношении главного бухгалтера Юкоса Ирины Голубь.
22 августа	Газпром, по-видимому, приобрел 3% акций Сибнефти на открытом рынке Судя по неофициальным сообщениям, наше предположение о том, что наиболее вероятным претендентом на пакет акций Сибнефти в размере, превышающем 75%, является Газпром, оправдывается. По данным Ведомостей, ссылающихся на некоторых портфельных инвесторов и источники, близкие к Газпрому, газовая монополия активно скупает акции Сибнефти на открытом рынке и в прошлую пятницу уже сосредоточила в своих руках 3% акций этой нефтяной компании. Вкупе с 72%-ным пакетом акций Сибнефти, о приобретении которого Газпром, по-видимому, почти уже договорился с Millhouse (основной акционер Сибнефти), эти 3% обеспечат Газпрому абсолютное большинство в капитале нефтяной компании и обезопасят монополию от возможности получения блокпакета Сибнефти какой-либо третьей стороной. Роснефть, с которой Газпром в последнее время был «на ножах» из-за неудавшейся попытки поглотить нефтяную госкомпанию, вполне могла бы претендовать на блокпакет Сибнефти. Роснефть пыталась получить принадлежащие Юкосу 20% акций Сибнефти (в настоящее время арестованы по решению суда) через суд, но проиграла дело. Апелляция Сибнефти на это решение также отклонена.

Источник: оценки Альфа-Банка



ЛУКОЙЛ

Илл. 45. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	34 058	36 096	32 880	31 586
EBITDA, млн. \$	7 109	6 858	6 383	6 649
Чистая прибыль, млн. \$	4 248	4 376	4 034	4 394
P/E	9,4	9,2	9,9	9,1
EV/EBITDA	6,0	6,2	6,7	6,4
Капитализация, млн. \$	40 092			
EV, млн. \$	42 553			
Добыча, млн. бнэ	664			
Запасы, млн. бнэ	20 056			
Количество акций, млн.*	822			

Прим.: * не включает 25 млн. акций резерва

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 46. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 47. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	9 270	10 637	9 695	9 264
EBITDA, млн. \$	3 305	2 846	2 490	2 386
Чистая прибыль, млн. \$	2 551	2 197	1 820	1 747
P/E	6,6	7,6	9,2	9,6
EV/EBITDA	5,5	6,4	7,3	7,6
Капитализация, млн. \$	16 737			
EV, млн. \$	18 093			
Добыча, млн. бнэ	260			
Запасы, млн. бнэ	4 779			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 48. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 49. Основные события

Дата	Событие
1 августа	Лужков поддерживает позицию Sibir Energy в отношении Сибнефти по вопросу разводнения пакета в Сибнефть-Югра Мэр Москвы Юрий Лужков обвинил Романа Абрамовича (считается главным владельцем Сибнефти) в том, что он похитил у Москвы ее источник поставки сырой нефти, который покрывает ее потребности на 40 лет. Этим мэром имел в виду разводнение Сибнефтью принадлежащих Sibir Energy акций СП Сибнефть-Югра с 50% до менее, чем 1%. Изначально имелось в виду, что Sibir Energy внесет свои акции в компании Сибнефть-Югра в МНГК (владелец 51% акций Московского НПЗ) создаваемую на паритетных началах с Московским правительством.
17 августа	Сибнефть начинает создавать новое дочернее предприятие Сибнефть объявила, что она начала создание нового дочернего предприятия – оператора компании по добыче нефти и газа на территории Омской и Томской областей РФ. В структуру дочернего общества войдут все подразделения ОАО «Сибнефть-Ноябрьскнефтегаз», который работает в настоящее время на Крапивинском месторождении в Омской области и на Арчинском, Урманском и Шингинском месторождениях в Томской области. По словам Сибнефти, изменения в её корпоративной структуре отражает географическую диверсификацию Сибнефти и направлены на оптимизацию структуры управления компании. Мы оцениваем эту новость как нейтральную с точки зрения динамики цен на акции.



25 августа

Сибнефть празднует очередную победу в споре с Sibir Energy

Апелляционная палата арбитражного суда Ханты-Мансийского АО отказалась удовлетворить ходатайство кипрской Sibir Energy о признании недействительным общего годового собрания акционеров Сибнефть – Югра (СП Sibir Energy и Сибнефти). В результате решений, принятых на этом собрании, доля Sibir Energy в СП оказалась «размытой» до 1% (первоначально была 50%). Ранее аналогичное ходатайство Sibir Energy уже было отклонено судом первой инстанции Ханты-Мансийского АО. Тем не менее, Sibir Energy не оставляет надежд и теперь ждет решения Высокого суда Виргинских островов, которое должно быть вынесено 20 сентября.

Источники: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз**Илл. 50. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	12 841	16 148	14 892	14 174
EBITDA, млн. \$	4 057	4 094	3 965	4 039
Чистая прибыль, млн. \$	2 503	2 406	2 211	2 197
P/E	14,0	15,8	17,2	17,3
EV/EBITDA	4,4	4,3	4,5	4,4
Капитализация, млн. \$	40 686			
EV*, млн. \$	17 755			
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. 51. Краткий обзор компании**Сильные стороны**

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 52. Основные события

Дата	Событие
3 августа	Российская нефть: замедление роста добычи в июле – как и ожидалось По данным российского Министерства промышленности и энергетики, добыча нефти по стране в целом выросла лишь на 0,3% в июле по сравнению с июнем, до 9,41 млн. баррелей в день. Совокупный рост добычи нефти за январь-июль составил 3,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, что сигнализирует о дальнейшем замедлении роста добычи. В январе-июне рост составил 3,6%, в январе-мае 4,1%, в январе-апреле 4,4%. Цифра 3,3% соответствует нашему прогнозу роста добычи за 2005 г. в целом, хотя мы склонны пересмотреть наш прогноз в сторону понижения в случае если статистика за август окажется еще ниже.

Источники: оценки Альфа-Банка

Юкос**Илл. 53. Основные события**

Дата	Событие
23 августа	Кредиторы Юкоса хотят вернуть свои деньги, продав акции Mazeikiu Nafta Со ссылкой на неназванного представителя Юкоса газета Ведомости сообщила о том, что кредиторы компании, предоставившие ей в 2003 г. два кредита на сумму \$1 млрд и \$1,6 млрд, подали иск в суд г.Амстердама, требуя через голландскую дочку Юкоса - YUKOS Finance B.V. – возместить предоставленные компании средства. До мая этого года YUKOS Finance B.V. была держателем 53,7% акций литовского нефтекомплекса Mazeikiu Nafta, которые затем были переданы другой голландской дочке Юкоса - YUKOS International UK B.V. Кредиторы считают передачу акций незаконной и требуют возвратить актив YUKOS Finance B.V. с тем, чтобы последняя затем была продана, а вырученные от продажи средства пошли бы на погашение кредитов.
25 августа	Сибнефть празднует очередную победу в споре с Sibir Energy Апелляционная палата арбитражного суда Ханты-Мансийского АО отказалась удовлетворить ходатайство кипрской Sibir Energy о признании недействительным общего годового собрания акционеров Сибнефть – Югра (СП Sibir Energy и Сибнефти). В результате решений, принятых на этом собрании, доля Sibir Energy в СП оказалась «размытой» до 1% (первоначально была 50%). Ранее аналогичное ходатайство Sibir Energy уже было отклонено судом первой инстанции Ханты-Мансийского АО. Тем не менее, Sibir Energy не оставляет надежд и теперь ждет решения Высокого суда Виргинских островов, которое должно быть вынесено 20 сентября.

Источники: оценки Альфа-Банка

**Энергетика**

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. 54. Основные события**

Дата	Событие
1 августа	<p>Совет директоров РАО ЕЭС одобрил создание совместно с Московским Правительством компании по управлению сетями столицы</p> <p>Состоялось очередное заседание Совета директоров РАО ЕЭС, среди обсуждаемых вопросов, по нашему мнению, следует выделить следующие два.</p> <p>1. Портфельные инвесторы сохраняют свое представительство в Комитетах РАО ЕЭС. Совет директоров РАО ЕЭС утвердил новые составы Комитетов при Совете директоров, в целом сохранив их качественный состав без изменений. Ротация членов Комитетов была проведена в основном в связи с результатами избрания нового</p> <p>2. Совет директоров РАО ЕЭС одобрил создание совместной компании для управления сетевым хозяйством Москвы. Согласно недавно подписанному меморандуму между Председателем Правления РАО ЕЭС Анатолием Чубайсом и Мэром Москвы Юрием Лужковым управляющая компания создается на паритетной основе (50/50 доли Москвы и РАО ЕЭС в капитале) и будет управлять сетевыми активами города: Московской городской электросетевой компанией, Московской теплосетевой компанией (обе выделены в процессе реорганизации Мосэнерго, доля РАО ЕЭС – 50,9%, Москвы – около 8%) и Московской Объединенной Энергетической Компанией.</p>
10 августа	<p>S&P критикует Газпром и Правительство</p> <p>S&P опубликовало доклад по Газпрому, объясняющий свою обеспокоенность в отношении газовой монополии. Агентство подтвердило свой корпоративный кредитный рейтинг для Газпрома - 'BB-', что значительно ниже суверенного рейтинга России – 'BBB-', что объясняется как внутренними, так и внешними факторами. Во-первых, по мнению аналитиков S&P, на финансовых поступлениях Газпрома негативно сказывается регулирование цен и неясность государственной экономической политики в отношении Газпрома. Во-вторых, агентство считает, что государственные стратегические цели в отношении Газпрома далеко не прозрачны, что повышает финансовые риски компании. Сам Газпром критикует за практику корпоративного управления и неэффективные операции, включая использование различных посредников и вложения в сомнительные непрофильные активы.</p>
15 августа	<p>Чистая прибыль РАО ЕЭС по РСБУ за 1П05 снизилась 23% до \$286 млн</p> <p>Чистая прибыль головной компании снизилась на 23% год-к-году, с \$369 млн. до \$286 млн., в то время как чистая рентабельность снизилась на 7 пп. до 55%. Выручка РАО ЕЭС сократилась на 12% с \$593 млн. годом ранее до \$521 млн., что связано с передачей экспортно-импортной деятельности в ЗАО Интер РАО ЕЭС (на 60% принадлежит РАО ЕЭС и на 40% - Росэнергоатому). Однако, снижение экспортно-импортных операций выразилось также в 2,9 кратном снижении операционных затрат, что в результате поддержало рост операционной рентабельности на 6 пп. до 78%.</p>
18 августа	<p>Норильский Никель приобрел 2,5% РАО ЕЭС, увеличив общий пакет до 3,5%</p> <p>Норильский Никель в ежеквартальном отчете сообщил, что компания в июне этого года приобрела 2,51% пакет акций РАО ЕЭС, тем самым увеличив общую долю в капитале энергохолдинга до 3,52%. Согласно отчету, Норильский Никель заплатил \$322 млн. за этот пакет (или порядка \$0.314 за акцию), что на 5,5% выше средней рыночной оценки этого пакета в июне (\$305 млн). Компания не раскрывает информацию о контрагентах сделки. Изначально Норильский Никель владел 1,01% акций РАО ЕЭС, которые были приобретены компанией в 2003 году за \$115.6 млн. С учетом долей Норильского Никеля в Красноярскэнерго (25,5%) и Колэнерго (24,8%), общий размер вложений компании в электроэнергетический сектор составляет порядка \$610 млн. по нашей грубой оценке.</p>
19 августа	<p>Суд снизил налоговые претензии к РАО ЕЭС на 905 до \$12.7 млн</p> <p>Московский Арбитражный Суд №9 уменьшил общую сумму предъявленных РАО ЕЭС налоговых претензий за 2001 год в 10 раз с \$129 млн. (3.679 млрд. руб.) до \$12,7 млн. (360 млн. руб.). Согласно Коммерсанту со ссылкой на представителя РАО ЕЭС энергохолдинг удовлетворен решением суда и готов заплатить \$12.7 млн. в бюджет. В свою очередь, ФНС теперь имеет месяц, чтобы оспорить решение суда. В прошлом году по итогам повторной проверки счетов компании ФНС предъявила РАО ЕЭС налоговые претензии за необоснованное использование налоговых льгот по капитальному строительству в 2001 году в общей сумме \$129 млн. В декабре прошлого года РАО ЕЭС не согласилось с решением ФНС, в итоге судебные разбирательства продолжались более 9 месяцев.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Ленэнерго

Илл. 55. Основные события

Дата	Событие
9 августа	<p>Ленэнерго выкупило 12,5% собственных акций; доли Fortum и PAO ЕЭС увеличатся до 35,1% и 56%</p> <p>Ленэнерго сообщило, что компанией были выкуплены 12,5% собственных акций (9,7% обыкновенных и 29% привилегированных) у акционеров, не поддержавших реорганизацию компании. Таким образом, после регистрации отчета о выкупе, доли двух крупнейших акционеров компании – PAO ЕЭС и Ленэнерго – увеличатся с 49% до 56% и с 30,7% до 35,1%, соответственно.</p> <p>Как мы упоминали ранее, так как доля Fortum в обыкновенных акциях превысила 30% (32,8%), 29 июля финский концерн сделал 30-ти дневную оферту акционерам Ленэнерго по \$1.055 (30 рублей) за акцию, что в настоящее время на 6,9% выше средней цены покупки продажи \$0.987. Поскольку после проведенного Ленэнерго выкупа только 3,6% обыкновенных акций осталось в обращении, Fortum потенциально может увеличить свою долю в общем капитале компании до 38,3%.</p>
19 августа	<p>Ленэнерго в 1П05 увеличило чистую прибыль в 17 раз до \$28 млн</p> <p>Согласно опубликованному отчету компании за 2кв05, чистая прибыль Ленэнерго по РСБУ в 1П05 выросла в 17 раз по сравнению с аналогичным периодом прошлого года с \$1,6 млн. до \$27,7 млн. Выручка компании выросла на 22,3% до \$664 млн. благодаря 1,7% и 7,1% росту отпуска электро- и теплоэнергии, равно 24% и 17% росту тарифов компании соответственно.</p> <p>Операционная рентабельность в 1П05 выросла на 2,7 пп. до 10,5%, поскольку затраты на производство увеличились всего на 18,7%, в том числе благодаря снижению объемов закупаемой электроэнергии на оптовом рынке и увеличению собственного производства. Чистая рентабельность Ленэнерго выросла до 4,2% (на 3,9 пп.), в то время как EBITDA рентабельность до 13,3% (на 2,2 пп.).</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 56. Основные события

Дата	Событие
16 августа	<p>“Новое” Мосэнерго показывает чистый убыток в \$51 млн. в первом квартале после реорганизации</p> <p>Мосэнерго вчера опубликовало финансовые результаты за 1П05 по РСБУ. С учетом того, что 1 апреля этого года компания прошла процесс реорганизации, выделив распределительные активы, часть генерирующих и сохранив за собой только порядка 10.8ГВт генерирующих активов (73% мощностей до реорганизации), мы считаем, что наиболее репрезентативными для компании являются результаты за 2кв05 нежели в целом за полугодие. Таким образом, в новом виде Мосэнерго закончило первый квартал своей операционной деятельности с чистым убытком в \$51 млн.</p> <p>Выручка от продаж за второй квартал снизилась на 35% по сравнению с 2кв04 с \$649 до \$424 млн., тем самым отражая итоги прошедшего процесса реформирования. Компания закончила 2кв05 с чистым операционным убытком в \$15 млн. по сравнению с операционной прибылью в \$33 млн. годом ранее.</p>

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.

Операторы мобильной связи: «у страха глаза велики»

Мы по-прежнему считаем, что заметное отставание акций МТС и Вымпелкома от индекса РТС лишено оснований

Если на рынке и возникнет избыток акций МТС, то он будет кратковременным

Мы по-прежнему позитивно оцениваем перспективы бизнеса российских операторов мобильной связи. С точки зрения динамики их акций 2005 г. год пока не самый удачный (результаты за 4Кв04 и 1Кв05 оказались довольно плохими, делались слишком пессимистичные прогнозы в отношении снижения ARPU и роста капвложений). Мы, однако, полагаем, что на самом деле ситуация не столь плоха, хотя она и не очень радужна, и что такое заметное отставание акций МТС и Вымпелкома от индекса РТС вряд ли имеет под собой основания.

Кроме того, рынок, возможно, придает слишком большое значение возможному возникновению избытка акций МТС на рынке. Сам по себе этот фактор важен, но его действие, скорее всего, будет кратковременным, и поэтому «навес» бумаг ни в коем случае не лишает МТС ее технико-экономических преимуществ, на которые ориентируются инвесторы. Более того, речь не идет уже только об одной МТС – в последнее время МТС и Вымпелком демонстрируют схожую динамику с точки зрения операционных показателей, изменения доли рынка, эффекта от действия сезонных факторов, и поэтому снижение котировок акций одной из компаний скажется на динамике бумаг другой. Судя по всему, следующая важная новость по этим компаниям появится лишь к концу года (внеочередное собрание акционеров Вымпелкома, назначенное на 15 сентября – отдельная история), когда начнут выходить отчеты за 3Кв05 (мы прогнозируем довольно высокие показатели).

Обобщая сказанное выше, следует отметить, что имеются очень веские основания для инвестиций в бумаги операторов мобильной связи, однако в условиях текущего новостного фона на рынке может сохраняться некоторая нервозность.

Цены становятся более эластичными

Снижение среднего тарифа за минуту привело к существенному росту трафика на абонента

Во 2Кв05 динамика ARPU была хорошей, особенно у Вымпелкома. Помимо положительного эффекта от действия сезонных факторов обращает на себя внимание тенденция к улучшению соотношения среднего тарифа за минуту и среднего трафика на абонента. В 1Кв05 существенное снижение среднего тарифа за минуту не сопровождалось ростом среднего трафика на абонента (последний показатель, наоборот, снизился на 10% кв-к-кв). Во 2Кв05 объем трафика на абонента резко вырос – на 14% (+3% год-к-году) на фоне 6%-ного снижения тарифа за минуту.

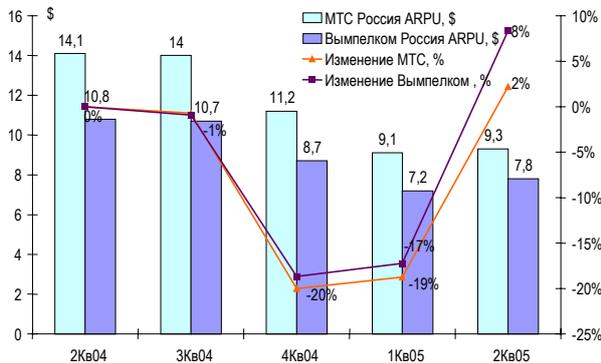
МТС показал ту же тенденцию, что и Вымпелком: стабилизация (или даже рост) среднего значения ТРМ (поминутный тариф), что привело к увеличению ARPU, несмотря на снижение MOU (среднее эфирное время на одного абонента), которое уменьшилось на 3% и 9% кв-к-кв в России и на Украине соответственно.



Мы полагаем, что в России сильного снижения тарифа относительно текущего уровня (\$0,07-0,08) не будет

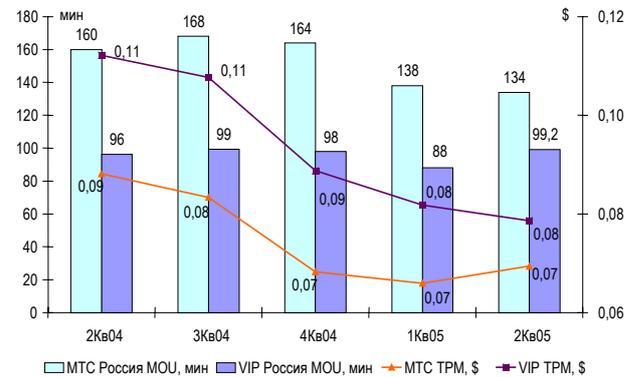
По результатам следующих двух кварталов можно будет судить, достиг ли рынок стадии «ступенчатой» ценовой эластичности в том смысле, что увеличение трафика абонентов происходит «шагами» только в случае снижения тарифа до определенной величины (теоретически за счет этого можно компенсировать потери от снижения ARPU). Мы полагаем, что в России значительного снижения относительно текущего уровня этого показателя - \$0,07-0,08 за минуту – уже не будет (на Украине, несмотря на быстрый рост уровня проникновения, у МТС тариф за минуту был даже выше - \$0,09), хотя в будущем при активной экспансии на зарубежные рынки не исключено появление тенденции к снижению тарифа за минуту, т.к. увеличится доля малообеспеченных абонентов. Так, например, в настоящее время в Беларуси и Узбекистане тариф за минуту у МТС составляет лишь \$0,03 и \$0,04, соответственно.

Илл. 57. Динамика ARPU в России



Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Илл. 58. Динамика MOU в России



Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Общая тенденция к снижению дилерской комиссии при одновременном росте расходов на рекламу и маркетинг

Если говорить о динамике SACs, то видна общая тенденция к снижению дилерской комиссии при одновременном росте (в лучшем случае стабилизации) расходов на рекламу и маркетинг, которые, например, у МТС выросли на 27% кв-к-кв, несмотря на завершение рекламных кампаний. Вследствие этого российский показатель SAC у МТС не изменился (\$18), тогда как у Вымпелкома снизился на 7% (до \$13,3). Напротив, на Украине показатель SAC резко упал (на 36% до \$14). С одной стороны, это большое достижение, с другой – возможностей для повышения эффективности остается все меньше.

Снижение рентабельности может произойти только по одной причине – из-за конкуренции со стороны мелких операторов

Во 2Кв05 доля коммерческих и общехозяйственных расходов в выручке снизилась, что привело к росту рентабельности. Хотя менеджмент и той и другой компании считает, что в будущем высокой рентабельности ожидать не следует, мы не видим особых причин для снижения этого показателя в нынешних условиях. Единственное, что может тревожить на данный момент – это активные «защитные» действия со стороны мелких операторов мобильной связи, которые по-прежнему контролируют 12% российского рынка. Мы продолжаем считать, что «большая тройка» компаний, в первую очередь, МТС и Вымпелком постараются выкупить этих операторов с тем, чтобы сохранить нынешний уровень конкуренции и рентабельности. Согласно неофициальной информации, опубликованной недавно в *Ведомостях*, Вымпелком присматривается к поволжскому оператору СМАРТС.

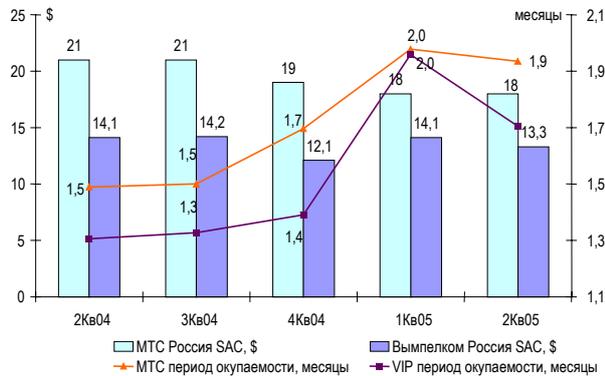
Наш основной сценарий предполагает снижение нормы EBITDA в будущем до 52-54%

Расчеты на основе нашей модели показывают, что в будущем норма EBITDA у МТС составит 52-54%, у Вымпелкома - 48-50%. Этот прогноз составлен, исходя из основного сценария (с учетом ФУС), предполагающего снижение ARPU на 22-23% в 2005 (год-к-году) и на 9-12% в 2006 г. при относительно стабильном показателе SACs (мы пока не учитываем



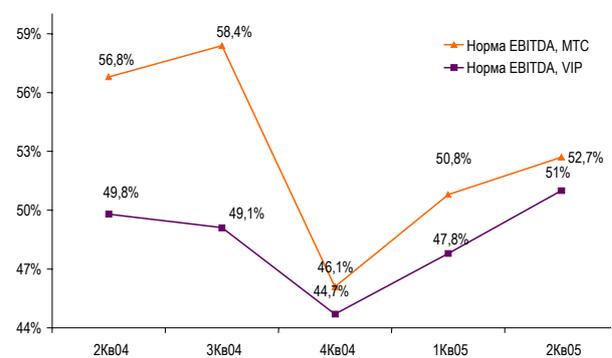
субсидии на мобильные телефоны). В конечном счете это приведет к удлинению периода окупаемости, что не критично, поскольку к этому времени общее число новых абонентов заметно снизится.

Илл. 59. Динамика SAC в России



Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Илл. 60. Динамика EBITDA в России



Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Украина: рост по всем направлениям

Что касается Украины, то здесь весь выигрыш от роста достается MTC. На внеочередном собрании акционеров, запланированном на 15 сентября, акционеры Вымпелкома будут решать вопрос о приобретении WellCom – последнего из оставшихся владельцев общенациональной лицензии на работу в стандарте GSM-900/1800 (два другие оператора – UMC и Киевстар).

На Украине динамика ARPU была лучше, чем в России из-за 5%-ного роста курса гривны

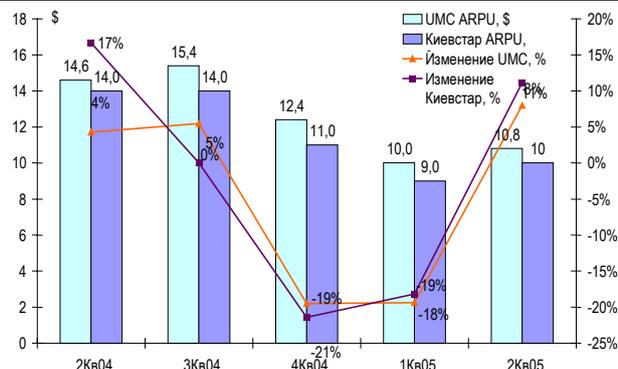
В любом случае на Украине динамика ARPU была даже лучше, чем в России: этот показатель вырос на 10-11% в силу сезонных факторов и 5%-ного укрепления гривны относительно доллара. По итогам 2005 г. мы ожидаем снижения APRU на 20%, в 2006 г. – на 15-16% из-за роста уровня проникновения и растущей конкуренции со стороны WellCom (независимо от того, кому этот оператор достанется), а также, хотя и в меньшей степени, DCC (Turkcell).

Во 2Кв05 у UMC и Киевстара улучшился показатель трафика в расчете на абонента по сравнению со 2Кв04

Следует также отметить рост трафика в расчете на абонента по сравнению со 2Кв04 у UMC и Киевстара (в России этот показатель улучшился только у Вымпелкома), что свидетельствует о потенциале роста украинского рынка мобильной связи.

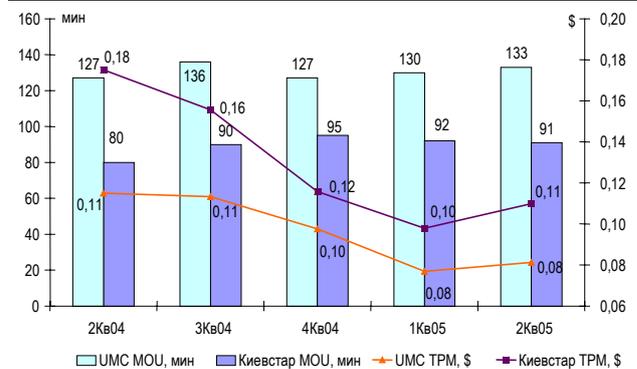
Как мы уже отмечали выше, в дальнейшем резкого снижения SACs ждать не следует (этот показатель уже снизился на 40% год-к-году), поскольку субсидии на мобильные телефоны существенно сокращаются (у UMC на 55% кв-к-кв).

Илл. 61. Динамика ARPU на Украине

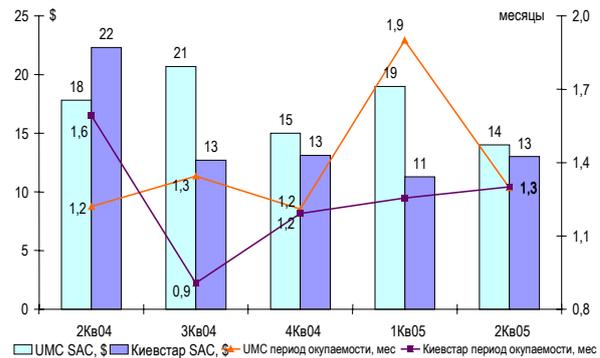


Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Илл. 62. Динамика MOU на Украине



Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Илл. 63. Динамика SAC на Украине


Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Операторы мобильной связи

МТС

Илл. 64. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	3 887	5 152	5 885	6 170
ЕБИТДА, млн. \$	2 095	2 730	3 149	3 342
Чистая прибыль, млн. \$	1 023	1 335	1 566	1 650
P/E	14,9	11,4	9,8	9,3
EV/ЕБИТДА	8,1	6,2	5,4	5,1
Капитализация, млн. \$	15 285			
EV, млн. \$	16 948			
Число абонентов, '000	34			
Кол-во акций, млн.	399			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 65. 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. 66. Основные события

Дата	Событие
11 Августа	<p>МТС увеличила свою долю в чистом приросте абонентов России в июле на 9 пунктов до 34%</p> <p>Число 'активных' SIM-карт в России в июле превысило 100 млн, что означает 71% проникновение на рынок. Число SIM-карт в московском регионе достигло 122% от официального числа жителей. МТС лидировал по чистому приросту абонентов в России (34% против 25% в июне), в основном, за счёт Москвы (51%) и Санкт-Петербурга (48%), а Вымпелком был лидером по приросту абонентов в регионах (35% против 31% у МТС). Вымпелкому и МТС удалось ускорить темпы продаж и нейтрализовать негативный эффект, казалось бы, неизбежного повышения уровня отключений (последствия агрессивной кампании продаж в декабре 2004 г. и начале 2005 г.). Помимо органического роста, Вымпелком также консолидировал 100 000 абонентов «СТ Мобайл» (Сахалин).</p>
31 Августа	<p>Результаты МТС за 2Кв05 благоприятны, как и прогнозировалось; выручка и ЕБИТДА выросли на 17 и 21% кв-к-кв</p> <p>Финансовые результаты за 2Кв05, опубликованные МТС, оказались лучше прогнозов большинства аналитиков, но несколько ниже наших ожиданий. Прирост выручки и норма ЕБИТДА достигли соответственно 17% и 21% за счет роста числа абонентов в абсолютном выражении на 14% и роста ARPU на 2% и 8% в России и на Украине, соответственно. Норма ЕБИТДА достигла 52,7% (по сравнению с 50,8% в 1Кв05). Улучшение показателя ARPU, помимо очевидных сезонных факторов ("горячий" сезон, удлиненное время работы в результате более длинных отпусков в 1Кв05 и более коротких во 2Кв05), объяснялось более зрелым поведением абонентов, а также некоторым повышением курса гривны к доллару США (на Украину приходится 23% общей выручки МТС). МТС также сообщила, что выиграла арбитражный процесс, связанный с налоговой задолженностью за 2002 год. Компании удалось снизить сумму претензий с \$13 млн до \$3 млн, хотя все еще нельзя исключить, что это решение суда будет обжаловано местными властями. Что касается возможного приобретения пакета акций ДТ, МТС заявила, что рассматривает потенциальные сделки, особенно предлагаемые ДТ условия по приобретению данного пакета, и что приобретение компанией какой-либо его части маловероятно.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 67. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	2 147	3 137	3 596	3 959
ЕБИТДА, млн. \$	1 023	1 507	1 800	1 959
Чистая прибыль, млн. \$	350	594	732	779
P/E	25,2	14,9	12,1	11,3
EV/ЕБИТДА	9,9	6,7	5,6	5,2
Капитализация, млн. \$	8 835			
EV, млн. \$	10 110			
Число абонентов, '000	27			
Кол-во акций, млн.	205			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 68. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Теленор и Альфа Групп в качестве стратегических инвесторов

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Введение Резерва универсального обслуживания
- Несправедливое отношение регулятора

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 69. Основные события

Дата	Событие
16 Августа	Внеочередное собрание акционеров Вымпелкома перенесено на 14 сентября В общем, июнь вновь приятно удивил выросшими показателями. Ожидавшийся значительный отток абонентов по завершении рождественской рекламной кампании оказался не столь заметным (точнее, почти незаметным). В совокупности сотовые операторы России привлекли в июне почти 4,4 млн абонентов, превзойдя итоги мая на 0,5 млн. Коэффициент проникновения российской мобильной связи достиг 67% (в Москве и СПб он достиг, соответственно, 118% и 102%). Согласно последним данным о мобильном секторе, которые опубликовало агентство AC&M, в июне Вымпелком сохранил лидерство в России по числу чистого прироста абонентов: 41% (против 24% у МТС). Это преимущество было еще более явным в регионах (вот уже второй квартал подряд), где данная пропорция составила 42% против 22%, соответственно. По данным на конец июня, Вымпелком уступает своему главному конкуренту в России лишь 0,5%, имея 34,5% совокупного рынка (по сравнению с 35% у МТС).
26 Августа	Вымпелком опубликовал отчет за 2Кв05; выручка выросла на 20%, норма ЕБИТДА составила 51,4% Вымпелком опубликовал хороший отчет за 2Кв05: финансовые показатели значительно выше прогнозов аналитиков. Особенно заметно выросли показатели выручки и рентабельности. Выручка по сравнению с 1Кв05 выросла на 20% на фоне увеличения ARPU на 6,8%. Норма ЕБИТДА достигла 51,4% благодаря снижению в выручке доли коммерческих и общехозяйственных расходов – до 31,5% во 2Кв05 по сравнению с 34,9% в 1Кв05 (2Кв04 - 32,8%). Рост ARPU объясняется не только сезонными факторами (апрель – июнь - более активный период года, во 2Кв05 было больше рабочих дней и меньше выходных), но и оптимизацией структуры абонентов. 7%-ное снижение SAC до \$13,3 позволило замедлить рост коммерческих и общехозяйственных расходов, что, в свою очередь, привело к росту рентабельности. Компания считает, что в будущем высокой рентабельности ожидать не следует, хотя мы не видим особых причин для снижения этого показателя в нынешних условиях. Объем капложений на конец 2Кв05 довольно внушительный - \$406 млн, хотя свой план по этому показателю на конец года (\$1,4 млрд) компания пока не меняет.

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	584	761	948	1 131
ЕБИТДА, млн. \$	171	229	288	345
Чистая прибыль, млн. \$	65	96	125	150
P/E	16,6	11,2	8,6	7,1
EV/ЕБИТДА	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. 71. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Относительно низкая ликвидность
- Ограниченная транспортная инфраструктура

Возможности

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

Угрозы

- Увеличение платежей Ростелекому за аренду каналов связи

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 72. Основные события**

Дата	Событие
5 Августа	Выручка компании Голден Телеком увеличилась на 19% год-к-году, приобретение компании Hudson Telecom опять отложено Выручка компании Голден Телеком во 2Кв05 возросла до \$166 млн, 19% год-к-году. Этот показатель даже выше квартального роста региональных телекомов, чья выручка осталась неизменной квартал-к-кварталу и сопоставима с ростом выручки год-к-году МРК. Норма EBITDA осталась на прежнем уровне 31%. Она была подвержена двум компенсирующим друг друга тенденциям: рост операционной рентабельности в секторе бизнес и корпоративных услуг (27% во 2Кв05 против 24% во 2Кв04) и падение в секторе услуг операторам связи и частным лицам (13% и 17% соответственно). Компании не удалось завершить приобретение Hudson Telecom (владелец альтернативного оператора в Ростове-на-Дону) в 1П05, она рассчитывает завершить сделку во 2П05. Компания будет использовать заемные средства для приобретения Hudson Telecom.

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	481	646	728	809
EBITDA, млн. \$	168	254	278	312
Чистая прибыль, млн. \$	75	76	78	89
P/E	20,6	20,2	19,7	17,3
EV/EBITDA	9,5	6,3	5,7	5,1
Капитализация, млн. \$	1 478			
EV, млн. \$	1 592			
Используется линий, '000	4 334			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 74. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 75. Основные события

Дата	Событие
10 Августа	Выручка МГТС во 2кв05 возросла на 33% год к году в связи с ростом тарифов МГТС опубликовала результаты за 2-й квартал 2005 г. в соответствии с российскими стандартами финансовой отчетности. Эти результаты показали, что выручка компании возросла на 33% (год к году) до \$163,5 млн. Чистая прибыль увеличилась (год к году) в 3,8 раза до \$29.4 млн. Среди прочих причин отметим уменьшение отчислений в резерв по сомнительным долгам, что явилось следствием замены льгот по услугам связи денежной компенсацией в рамках монетизации льгот. Мы рассматриваем эти новости как нейтральные, подтверждая свою рекомендацию ПОКУПАТЬ и расчетную цену \$19,4.

Источник: оценки Альфа-Банка

Связьинвест

Илл. 76. 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	7.6	7.3	5.3	4.1
EV/EBITDA	1.7	1.4	1.3	1.1
Капитализация, млн. \$	3,715			
EV, млн. \$	3,094			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 77. 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

**Илл. 78. Основные события**

Дата	Событие
5 Августа	Одобен проект указа о приватизации Связьинвеста; позитивно для Системы и «дочек» Связьинвеста Глава МЭРТ Герман Греф, подтвердил вчера, что проект указа о приватизации Связьинвеста (т.е. об исключении холдинга из списка стратегически важных объектов) был недавно одобрен всеми заинтересованными сторонами, в т.ч. МВД. Греф также сказал, что на следующей неделе его ведомство направит проект указа о приватизации Связьинвеста на рассмотрение Правительства. Мы рады этой новости, поскольку она вносит некоторую определённую относительную времени приватизации. Но мы считаем маловероятным то, что мы станем свидетелями приватизации холдинга в этом году, скорее всего, это произойдёт в 1Кв06.
22 Августа	Приватизация Связьинвеста, по нашим оценкам, аукцион состоится не ранее 2006 г. Минэкономразвития получило согласованный с Федеральной службой охраны пакет документов о приватизации Связьинвеста и готовится передать в правительство проекты двух президентских указов: об исключении Связьинвеста из перечня стратегических предприятий и о приватизации Связьинвеста (с изложением условий приватизации). Однако, мы полагаем, что если данные указы и будут подписаны в самое ближайшее время, аукцион по Связьинвесту состоится не ранее 2006 г., поскольку согласно действующему положению сначала должны быть проведены следующие мероприятия: передача акций Связьинвеста Госимущество, проведение анализа финансово-экономического состояния Связьинвеста и оценки его стоимости, объявление об аукционе и получение заявок от потенциальных участников, проведение аукциона. На все эти мероприятия может уйти не менее полугода. Вместе с тем новость о скором подписании указов президента может вызвать кратковременный интерес к акциям МРК и Ростелекома со стороны спекулятивно настроенных инвесторов.

Источник: оценки Альфа-Банка

Дальсвязь**Илл. 79. Основные события**

5 Августа	Отчёт Дальсвязи за 2004 г. по МСФО: норма EBITDA увеличилась на 3,2 пункта до 16,7%, положительная новость Дальсвязь опубликовала финансовый отчёт за 2004 г. по МСФО. Выручка увеличилась на 39% год-к-году до \$310 млн. Основной рост обеспечили услуги местной связи, главным образом, за счёт 10%-ного увеличения числа абонентов год-к-году и повышения местных тарифов. Норма EBITDA повысилась на 3,2 пункта до 16,7%, что тем не менее ниже, чем у других МРК, но она ограничена низкой плотностью населения и другими региональными особенностями. Рост чистой прибыли до \$26 млн нельзя сравнивать с предыдущими периодами, поскольку он достигнут за счет продажи мобильных активов на общую сумму около \$39 млн. Положительным моментом в отчёте является то, что сделанный ранее прогноз капвложений \$122 млн (39% выручки) не был выполнен, и фактические капитальные вложения составили \$46 млн, или 15% выручки. В то же время чистый долг увеличился на 61% до \$109 млн.
-----------	---

Источник: оценка Альфа-Банка

**Металлургия**

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

Норильский Никель опубликовал график выделения своих золотодобывающих активов

Норильский Никель опубликовал материалы по поводу реорганизации своих золотодобывающих активов и представил инвесторам подробный график сделки. Одной из основных целей заключается в получении отдельного листинга с тем, чтобы раскрыть справедливую стоимость золотодобывающих активов компании (по нашей оценке, \$4,0-4,5 млрд, включая долю в Gold Fields и \$352 млн, которые Норильский Никель планирует передать Полюс Золоту).

Мы хотели бы выделить следующие пункты графика сделки:

Выкуп акций Норильского Никеля (по цене 1855 руб) предполагается завершить 14 ноября

- 14 ноября – завершение срока принятия решения о выкупе акций Норильского Никеля (цена выкупа 1855 руб за акцию);
- Кредиторы Норильского Никеля вправе потребовать досрочного погашения задолженности. По состоянию на 30 июня 2005 г. долг составлял \$1,6 млрд, но руководство оценивает возможную сумму к погашению на уровне \$700 млн. По нашим оценкам, даже если кредиторы используют своё право в полной мере, компания без труда выполнит это обязательство.

Предполагается, что акционеры Норильского Никеля смогут получить новые акции в марте и начать совершать сделки купли продажи в апреле после регистрации проспекта эмиссии. В апреле компания предполагает получить листинг в России, в апреле-мае выпустить АДР 1-ого уровня.

Мы по-прежнему считаем, что реорганизация выгодна акционерам Норильского Никеля, и рекомендуем им принять в ней участие.

Илл. 80. Основные даты реорганизации золотодобывающих активов Норильского Никеля

Дата	Мероприятие	Комментарий
сентябрь 2005 г.	Роуд-шоу для акционеров Норильского Никеля	
30 сентября 2005 г.	Внеочередное собрание акционеров по вопросу реорганизации	
45 дней с момента внеочередного собрания акционеров до 14 ноября 2005 г.	Завершение срока принятия решения о выкупе акций*	Акционеры, которые проголосуют против решения о выделении активов, или не примут участия в голосовании получат право предложить свои акции к выкупу по цене 1855 руб (\$65) за акцию, установленную советом директоров на основании заключения независимого оценщика. В соответствии с российским законодательством предельный размер суммы выкупа акций Норильского Никеля составляет 10% стоимости чистых активов Норильского Никеля, рассчитанной на дату проведения внеочередного собрания акционеров по данным балансового отчета по РСБУ на 30 сентября 2005 г.
ноябрь 2005 г.	Досрочное погашение задолженности кредиторам	В соответствии с российским законодательством в течение 30 дней с даты проведения внеочередного собрания акционеров Норильский Никель направит своим кредиторам письменное уведомление и опубликует в прессе объявление о реорганизации. В течение 30 дней с даты рассылки уведомления либо с даты публикации объявления в прессе кредиторы будут иметь право требовать досрочного погашения Норильским Никелем его долговых обязательств. По состоянию на 30 июня 2005 г. общая сумма долговых обязательств Норильского Никеля (без учета задолженности по налогам) составляла \$1,6 млрд. По оценкам менеджмента, общая сумма требований о досрочном погашении может составить \$700 млн.
30 дней с 14 ноября 2005 г. до 14 декабря 2005 г.	Выкуп и погашение акций Норильского Никеля	
20 декабря 2005 г.	Собрание Совета директоров Норильского Никеля	О созыве внеочередного собрания акционеров Норильского Никеля с целью утверждения решения об уменьшении размера уставного капитала
1 января 2006 г.	Дата регистрации для получения акций Полюс Золота	Владельцы обыкновенных акций и АДА Норильского Никеля, учтенные в реестре на дату проведения организационного собрания (1 января 2006 г.) имеют право участвовать в организационном собрании ОАО «Полюс Золото» и получить акции нового общества. После этой даты акции Норильского Никеля будут торговаться без учета стоимости Полюса Золото.
17 февраля 2006 г.	Внеочередное собрание акционеров Норильского Никеля по вопросу уменьшения уставного капитала	Внеочередное собрание акционеров Норильского Никеля утверждает решение об уменьшении размера уставного капитала компании



3 марта 2006 г.	Организационное собрание акционеров Полюс Золота	
март 2006 г.	Государственная регистрация Полюс Золота	Госрегистрация ОАО «Полюс Золото». С даты создания нового общества владельцы обыкновенных акций и АДА Норильского Никеля, учтенные в реестре акционеров по состоянию на 1 января 2006 г., имеют право получить акции Полюса Золото.
март-апрель 2006 г. апрель 2006 г.	Дата начала торгов акциями Полюс Золота Прохождение листинга акций Полюс Золота в России	
апрель-май 2006 г.	Запуск программы АДР первого уровня	

Источники: отчёты компании, Отдел аналитических исследований Альфа-Банка

Норильский Никель вновь доказал, что может приобретать золотодобывающие активы на выгодных условиях

Норильский Никель вновь продемонстрировал, что может приобретать золотодобывающие активы на выгодных условиях. Компания приобрела месторождения размером 28 млн унций золота категории минеральный потенциал всего лишь за \$285 млн (названия месторождений компания не называет, но по некоторым сообщениям, это они принадлежали АК «АЛРОСА»). В настоящее время акции российских золотодобывающих компаний торгуются в среднем с коэффициентом \$25 за унцию золота категории минеральный потенциал, т.е., Норильский Никель приобрел месторождения с дисконтом относительно среднего коэффициента.

Агентство S&P повысило рейтинг Норильского Никеля до BB+, что лишь на одну ступень ниже суверенного рейтинга. Принимая решение о повышении рейтинга, агентство учитывало хорошие производственные и финансовые показатели, показанные компанией в 1П05.

Норильский никель выпустил хороший отчет за 1П05 по РСБУ, подтверждающий нашу позитивную оценку перспектив компании (Норильский Никель – наша основная рекомендация среди акций металлургических компаний).

В опубликованном в августе отчете за 1Кв05 по МСФО заметных изменений в показателях рентабельности год-к-году не было (норма EBITDA увеличилась по сравнению с 1Кв04 только на 2 п.п.).

НТМК, НЛМК и Северсталь объявили о выплате промежуточных дивидендов

Благоприятная конъюнктура рынка металлов, сложившаяся в 1П05, позволила ряду сталелитейных компаний рекомендовать выплату промежуточных дивидендов. Северсталь объявила дивиденды в размере \$0,14 на акцию за 2Кв05, НТМК – \$0,08 за 1П05, НЛМК – \$0,035 за 1П05.

Несколько компаний выпустили отчеты за 3П05 по РСБУ. Результаты ЗСМК и ЧМК нас разочаровали: у ЗСМК норма операционной прибыли снизилась с 35% в 1П04 до 15% в 1П05, у ЧМК – с 12% до 3%. Результаты остальных компаний за 1П05 в целом соответствуют нашим прогнозам.

Следует отметить высокие продажи угля СГ «Мечел». По данным опубликованного в августе отчета за 1Кв05 по GAAP, уголь обеспечил 93% прироста EBITDA (143% год-к-году) в 1Кв05.

Топ-менеджеры ВСМПО завершили выкуп у Реновы 12%- ного пакета акций; теперь компания может продолжить подготовку к IPO

Как мы и предполагали, топ-менеджеры ВСМПО Вячеслав Брешт и Владислав Тетюхин, владеющие 30% акций компании, завершили выкуп у Реновы 12% акций ВСМПО в ходе реализации условий т.н. «русской рулетки», запущенной в мае этого года. Такой ход событий крайне благоприятен для компании, поскольку теперь она может продолжить подготовку к IPO.

ВСМПО опубликовала хороший отчет за 1П05 по РСБУ. Благодаря росту выпуска титана (+5% год-к-году) до 10400 тонн и благоприятной рыночной конъюнктуре выручка компании выросла на 35% год-к-году, составив \$237 млн. Стоимость реализованной продукции увеличилась только на 14%, что обусловило рост операционной прибыли на 145% год-к-году (до \$63 млн). Примерно теми же темпами росла и чистая прибыль (+142% год-к-году), достигшая \$51 млн. Норма операционной прибыли возросла с 15% в 1П04 до 27% в 1П05.



Вследствие изменений ряда макроэкономических параметров и снижения уровня безрисковой ставки мы изменили расчетную цену некоторых акций.

Норильский Никель

Илл. 81. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	7 033	6 058	5 490	4 917
EBITDA, млн. \$	3 375	2 673	2 231	1 880
Чистая прибыль, млн. \$	1 832	1 399	1 064	765
P/E	9,0	11,7	15,4	21,5
EV/EBITDA	4,8	6,1	7,3	8,7
Капитализация, млн. \$	16 417			
EV, млн. \$	16 280			
Кол-во акций, млн.	213,9			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 82. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Пересмотр итогов приватизации и реструктуризации
- Рост налогового бремени

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 83. Основные события

Дата	Событие
11 августа	S&P повысило рейтинг Норильского Никеля до BB+, что всего на одну ступень ниже суверенного рейтинга России Рейтинговое агентство S&P повысило долгосрочный корпоративный кредитный рейтинг Норильского Никеля с "BB" до "BB+" со стабильным прогнозом. По мнению кредитного аналитика агентства Елены Ананкиной, изменение рейтинга отражает хорошие операционные и финансовые результаты компании в 2004 г. и первой половине 2005 г. в купе с ожиданиями агентства того, что ситуация на ключевых для Норильского Никеля рынках будет оставаться благоприятной в течение ближайших 6-12 месяцев, а компания будет продолжать проводить консервативную финансовую политику. Рейтинг всего на одну ступень ниже суверенного рейтинга России и его повышение является позитивным для Норильского Никеля.
16 августа	Норильский никель опубликовал хорошие финансовые результаты за 1-е полугодие 2005 г. по РСБУ; мы сохраняем наш рейтинг ПОКУПАТЬ ГМК Норильский никель опубликовал неконсолидированную финансовую отчетность по российским стандартам учета за 1-е полугодие 2005 г. Выручка компании возросла на 18% в годовом выражении и составила за период \$2951 млн, что, по нашему мнению, в основном было обусловлено ростом цен металлов (в 1-й половине 2005 г. цена никеля, меди и платины на Лондонской бирже металлов выросла на 17%, 21% и 2% год-к-году, соответственно, и только цена палладия сократилась в этот период на 24%).
18 августа	Норильский Никель заплатил аванс в \$115 млн за 28 млн унций (C1+C2+C3+P) золота стоимостью \$285 млн Норильский Никель объявил о своих планах купить несколько сибирских золотодобывающих компаний на общую сумму \$285 млн. По планам, эта сделка будет завершена к сентябрю 2006, а \$115 млн уже выплачено в качестве аванса. Компания не раскрыла имена приобретаемых месторождений или компаний. Было только сказано, что их общий минеральный потенциал (B+C1+C2+P1, по российской классификации) составляет около 28 млн унций золота. Мы напоминаем, что на наш взгляд только ресурсы B+C1+C2 могут рассматриваться как золотые запасы. В настоящее время запасы золота Норильского Никеля составляют 64,4 млн унций.

Источник: оценки Альфа-Банка



Северсталь

Илл. 84. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	6 648	6 861	6 763	6 536
ЕБИТДА, млн. \$	2 124	1 921	1 688	1 461
Чистая прибыль, млн. \$	1 401	1 162	969	786
P/E	3,2	3,9	4,7	5,8
EV/ЕБИТДА	2,2	2,4	2,8	3,2
Капитализация, млн. \$	4 531			
EV, млн. \$	4 687			
Кол-во акций, млн.	552			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 85. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение
- Профессиональная команда руководства

Слабые стороны

- Долгосрочные контракты ограничивают гибкость компании в условиях растущих цен
- Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали

Возможности

- Приобретение активов за рубежом позволит увеличить мощности и укрепить позиции на внешних рынках
- Проект по выпуску ТБД

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 86. Основные события

Дата	Событие
2 августа	Северсталь - операционная рентабельность по РСБУ сократилась на 2 п.п. (год к году) Северсталь опубликовала финансовые результаты за 1-е полугодие 2005 г в соответствии с российскими стандартами финансовой отчетности. Главным образом благодаря хорошей рыночной конъюнктуре выручка возросла на 35% (год к году) до \$2.646 млрд в 1П05. Себестоимость продаваемой продукции возросла на 40% (год к году), и в результате операционная прибыль возросла на 28% (год к году) до \$995 млн при сокращении нормы операционной прибыли на 2 п.п. до 38%. Чистая прибыль возросла на 26% (год к году) до \$675 млн.
8 августа	Северсталь собирается выплатить дивиденды в \$0,14 на акцию за 2к05; мы ожидаем дивиденды \$0,53 на акцию Совет директоров Северстали объявил о своей рекомендации осуществить выплату промежуточных дивидендов на сумму 3,9 рубля (\$0.14) на акцию за 2к05. Общая сумма дивидендов за 2к05 может достигнуть 2,2 млрд.руб. (\$78 млн.). Дата отсечения была назначена на 04 августа, а внеочередное собрание акционеров должно состояться 22 сентября. При утверждении выплаты дивидендов собранием выплата начнется с 22 октября. Напоминаем, что промежуточные дивиденды компании за 1к05 были равны 4 руб. (\$0.15) на акцию. Таким образом, общая сумма дивидендов за 1п05 может составить 7,9 руб. (\$0.29) на акцию, или \$159 млн. в целом.

Источник: оценки Альфа-Банка

Евраз Холдинг

Илл. 87. Ключевые финансовые индикаторы				
На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	5 925	6 190	6 385	5 958
EBITDA, млн. \$	2 004	2 075	2 209	1 861
Чистая прибыль, млн. \$	1 084	1 183	1 269	1 046
P/E	5,1	4,7	4,3	5,3
EV/EBITDA	3,0	2,9	2,9	3,3
Капитализация, млн. \$	5 504			
EV, млн. \$	6 103			
Кол-во акций, млн.	355			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 88. 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. 89. Основные события

Дата	Событие
4 августа	<p>Группа Евраз опубликовала финансовые результаты за 1п05 в соответствии с РСБУ по НТМК и ЗСМК</p> <p>Группа Евраз опубликовала финансовые результаты за 1п05 в соответствии с российскими стандартами финансовой отчетности по своим основным дочерним компаниям - ЗСМК и НТМК.</p> <p>Благодаря хорошей конъюнктуре и росту производства выручка НТМК выросла на 66% (год к году) до \$1,4 млрд в 1п05. Операционная прибыль возросла на 48% (год к году) до \$411 млн и чистая прибыль – на 69% до \$326 млн. Операционная рентабельность снизилась с 32% в 1п04 to 29% в 1п05.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Мечел

Илл. 90. 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. 91. 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. 92. Основные события

Дата	Событие
19 августа	Мечел : норма ЕБИТДА по итогам 1Кв05 повысилась на 9 п.п. год-к-году благодаря росту горнодобывающего производства Мечел выпустил отчеты за 1Кв04-1Кв05 по US GAAP: выручка выросла на 60% год-к-году до \$1,049 млрд вследствие увеличения объема производства и высоких цен на продукцию в 1Кв05. Существенное снижение объема выпуска никеля связано прежде всего с технической модернизацией мощностей в течение отчетного периода. Показатель ЕБИТДА вырос на 143% год-к-году до \$280 млн, норма ЕБИТДА – с 18% в 1Кв04 до 27% in 1Кв05. Однако, из-за высоких цен на сырье для сталелитейного производства, ЕБИТДА по данному сегменту увеличилась только на 14% до \$94 млн, тогда как аналогичный показатель по горнодобывающему сегменту вырос на 458% до \$186 млн. Горнодобывающий сегмент обеспечил 93% прироста ЕБИТДА.

Источник: оценки Альфа-Банка



Машиностроение

Максим Матвеев CFA, (7 095) 795-3736,

До конца года EADS купит 10% акций компании «Иркут»

В августе главным событием российской авиационной промышленности стало московское авиашоу «МАКС 2005». Как мы и ожидали, событие стало для компании «Иркут» и EADS поводом, чтобы объявить условия покупки концерном EADS акций «Иркута». Было объявлено, что EADS купит 10% «Иркута» (около 10 млн акций) за €50 млн (\$61,5 млн), или по \$0,62 за акцию. Для сделки требуется одобрение на государственном уровне, но поскольку ее условия объявил министр промышленности и энергетики В. Христенко, мы полагаем, что у EADS не будет трудностей с покупкой. Мы ожидаем, что сделка будет завершена к концу года и что EADS купит часть выпуска акций, утвержденного в июне на годовом собрании акционеров «Иркута».

Для «Иркута» сделка благоприятна, так как он получает иностранного стратегического инвестора с солидной репутацией. Кроме того, EADS и «Иркут» учредили СП «EADS Irkut Seaplane» для вывода на мировой рынок многоцелевого самолета-амфибии «Бе-200». В капитале СП 70% будут принадлежать «Иркуту», а 30% - EADS. Мы сохраняем по акциям «Иркута» рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 93. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	661	689	716	750
EBITDA, млн. \$	48	52	50	51
Чистая прибыль, млн. \$	4	13	13	14
P/E	41,6	11,6	11,1	10,4
EV/EBITDA	7,1	6,6	6,9	6,7
Капитализация, млн. \$	149			
EV, млн. \$	344			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 94. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Пищевая промышленность и розничная торговля

Светлана Суханова, (7 095) 795-3742

Елена Бороденко, (7 095) 795-3692

"Красный Октябрь": сладкая начинка не вызывает аппетита

«Красный Октябрь» – единственная в России публично котируемая компания кондитерского сектора

«Красный Октябрь» (ПТС: KROT) – единственная публично котируемая компания на кондитерском рынке России. Ликвидность акций довольно низка из-за малого размера компании (текущая рыночная капитализация около \$140 млн) и сравнительно небольшой доли акций в обращении (около 19% обыкновенных акций и 100% привилегированных акций, составляющих 14% всего акционерного капитала).

«Красный Октябрь» входит в холдинг «Объединенные Кондитеры»,...

Реструктуризация «ОК» угрожает интересам миноритариев компании «Красный Октябрь»

«Красный Октябрь» - это и торговая марка, и фабрика. Если когда-то фабрика была единственным производителем товаров под этой маркой, то сейчас, когда фабрика принадлежит «Объединенным Кондитерам», ситуация иная. В холдинг «Объединенные Кондитеры» входят свыше 15 отечественных производителей продуктов питания, среди которых самые известные: «Красный Октябрь», «Бабаевский» и «Рот Фронт». В 2004 г. выручка холдинга от производства 270 000 тонн кондитерских изделий достигла \$670 млн, что составило 18% рынка в денежном выражении (по расчетным розничным ценам). К 2008 г. «ОК» хотят увеличить выручку до \$1 млрд и долю рынка (в стоимостном выражении) - до 25%.

...контролируемый группой ГУТА и правительством Москвы

Концерн «Объединенные Кондитеры» был создан как СП с участием ФПГ ГУТА и правительства Москвы. По условиям сотрудничества в рамках СП, «ОК» контролируют около 80% компаний «Красный Октябрь» и «Рот Фронт», а также 92% концерна «Бабаевский».

Илл. 95. Основные активы Объединенных кондитеров

	ФИГ «ГУТА»	Правительство Москвы	Объединенные кондитеры (всего)
Красный Октябрь	53%	25%	78%
Рот Фронт	57%	23%	80%
Бабаевский	92%	Н/Д	92%

Источники: отчеты компаний, Коммерсант

Илл. 96. Основные акционеры Красного Октября

	% от капитала	% обыкн. акций
Гута-Инвест	45,24%	52,8%
Департамент государственного и муниципального имущества г. Москвы	21,56%	25,2%
«Казначейские» акции	2,48%	2,89%

Источники: отчеты компаний, СКРИН

«ОК» приняли решение отделить торговые марки (например, «Красный Октябрь») от их «фирменных» производителей,...

«ОК» планируют учредить три «зонтичных брэнда» (т.е. «Рот Фронт», «Бабаевский» и «Красный Октябрь»), которыми будет «охвачена» любая продукция, произведенная на 15 фабриках концерна. Все три брэнда позиционируются в средней части рынка; интерес фирмы «Рот Фронт» сосредоточен на производстве карамели и халвы, «Красного Октября» - на шоколадных конфетах, а концерна «Бабаевский» - на плиточном шоколаде. Решение «ОК» отделить торговые марки от их «фирменных» производителей означает, что конфеты марки «Красный Октябрь» (напр., «Красная Шапочка») не обязательно будут изготовлены на фабрике



«Красный Октябрь» в Москве, но смогут поступать из Благовещенска, Новосибирска и любого места, где есть производственные мощности «ОК».

...что оставляет «ОК» меньше стимулов для развития фабрики «Красный Октябрь»

Эта реструктуризация производства выглядит для холдинга «ОК» вполне логично, ибо теперь он сможет эффективнее управлять производством, логистикой и маркетингом. Впрочем, для миноритариев «Красного Октября» это - плохая новость, поскольку теперь у «ОК» нет оснований развивать и продвигать их фабрику в большей степени, чем мощности, например, концерна «Бабаевский» (и другие).

Кроме того, для миноритариев довольно неприятно решение «ОК» перенести производственные мощности компании «Красный Октябрь» из центра Москвы на площадку концерна «Бабаевский», чтобы освободить место под строительство недвижимости. Исторически фабрика «Красный Октябрь» занимала участок в 6 га (на острове посередине Москвы-реки, недалеко от Кремля), где у нее есть право аренды на срок 49 лет. «ОК» планируют переместить фабрику, чтобы использовать дорогостоящий участок под строительный проект под названием «Золотой остров», где будут возведены гостиница, элитное жилье и развлекательный комплекс. Основной застройщик - компания «Гута-Инвест», главный акционер компании «Красный Октябрь».

Перенос фабрики из центра Москвы требует больших инвестиций и может вызвать временные перебои производства

Ожидается, что перенос фабрики «Красный Октябрь» начнется в конце 2005 г. и завершится в сентябре-октябре 2007 г. По данным «ОК», переезд произойдет без снижения объемов производства. Недавно на годовом собрании акционеры компании «Красный Октябрь» утвердили инвестиционное соглашение с правительством Москвы, по которому в свою «передислокацию» компания вложит 378,4 млн руб (\$13,3 млн). По сообщению «Ведомостей», «ОК» намерены потратить на перенос фабрики «Красный Октябрь», модернизацию оборудования и покупку новых производственных линий около \$366 млн. Впрочем, этот объем инвестиций, вероятно, будет возложен не только на компанию «Красный Октябрь», но и на весь холдинг.

Впереди мы видим для миноритариев больше рисков, чем выгод

На наш взгляд, впереди у миноритариев компании «Красный Октябрь» больше рисков, чем выгод:

- Компания *de facto* теряет контроль над брендом и становится «просто производителем», хотя и входящим в успешный холдинг.
- Перенос мощностей может вызвать перебои в производстве или сокращение его объемов.
- Неясно распределение расходов, связанных с переносом мощностей и инвестициями. Эти расходы могут стать серьезной угрозой денежному потоку и показателю чистой прибыли.



Бум кондитерского производства в 2004 г. не является индикатором на ближайшие годы

В 2004 г. объем производства компании вырос на 12%, но эти цифры не служат надежным индикатором ее тренда

В 2004 г. объем производства компании «Красный Октябрь» вырос на 12% (до 58000 т), что дало рост выручки от кондитерского производства на 10% в рублевом выражении и на 17% в долларовом выражении, до \$150 млн (совокупная выручка составила \$157 млн). Впрочем, мы не считаем это достижение надежным индикатором динамики компании, по следующим причинам:

- Замедление расчетных темпов роста отрасли, по данным AC Nielsen;
- Отделение брэнда от производства, что снижает предсказуемость объемов производства; и
- Перенос мощностей, что может привести к временному снижению объемов производства.

Илл. 97. Основные производственные показатели

	2000	2001	2002	2003	2004
Объем производства, т	40 524	46 067	54 333	52 081	58 175
изменение, %		13,7%	17,9%	-4,1%	11,7%
Средняя цена, руб / кг	51,4	54,7	60,9	69,7	74,1
изменение, %		6,4%	11,3%	14,4%	6,3%
Выручка от реализации кондитерских изделий, млн руб	2 259	2 756	3 578	3 957	4 342
изменение, %		22,0%	29,8%	10,6%	9,7%
% от общей выручки	95,00%	95,00%	95,30%	94,10%	95,80%

Источник: отчеты компании

«Красный Октябрь» публикует финансовую отчетность по РСБУ (а не по МСФО или US GAAP). Между этими системами отчетности есть разница, главным образом касающаяся накопления резервов на амортизацию. В результате цифры выручки в разных системах совпадают, а итоговые данные (операционная прибыль, EBITDA, чистая прибыль) порой бывают противоречивы.

В 2004 г. показатель EBITDA (РСБУ) вырос до \$34 млн, что предполагает маржу в 22% (прогресс на 6 п.п., по сравнению с 16% годом раньше). Чистая прибыль составила \$8,5 млн и сократилась на 13%, год-к-году. Чтобы учесть различия (в трактовке расходов) между разными нормами финансового учета, мы для сравнения взяли расчетную норму EBITDA в 15% за 2004 г. и 2005 г. Мы делаем это, поскольку мультипликаторы сопоставимых компаний основаны не на РСБУ, а на международных нормах финансовой отчетности.



Илл. 98. Основные финансовые показатели Красного Октября

	2003	2004	Изменение %	2003	2004	Изменение %
	млн руб	млн руб		млн \$	млн \$	
Выручка	3 957	4 530	14%	128,9	157,3	22%
Валовая прибыль	1 064	1 359	28%	34,7	47,2	36%
Коммерч. и общехоз. расходы	544	485	-11%	17,7	16,8	-5%
Операционная прибыль	520	874	68%	16,9	30,3	79%
Прибыль до налогообложения	407	435	7%	13,3	15,1	14%
Чистая прибыль	298	244	-18%	9,7	8,5	-13%
ЕБИТДА	633	990	56%	20,6	34,4	67%
Норма ЕБИТДА	16%	22%		16%	22%	
Операционная рентабельность	13%	19%		13%	19%	
Норма прибыли до налогообложения	10%	10%		10%	10%	
Чистая рентабельность	8%	5%		8%	5%	
Капвложения		32,5			1,1	
Капвложения / Выручка		0,7%			0,7%	
Чистый долг	583	-47		19,0	-0,6	
Чистый долг / ЕБИТДА	0,9	-0,0		0,9	-0,0	

Источник: отчеты компании

Дешевые акции – не всегда перспективные

Учитывая неопределенность вокруг компании «Красный Октябрь», дать оценку ее «справедливой стоимости» весьма нелегко. Для сравнения мы рассмотрим сделку по приобретению кондитерских фабрик «СладКо» (96,24%) и «Волжанка» (50,55%) норвежским концерном Orkla у частного инвестиционного фонда «Баринг Восток Кэпитал». Мало того, Orkla купил у миноритариев на открытом рынке еще 45% акций «Волжанки».

Orkla купил «СладКо» и «Волжанку» при 6,7х EV/ЕБИТДА, заплатив премию за выход на новый рынок

Согласно «Ведомостям», цена покупки близка к \$90 млн (без выкупа долей миноритариев). Эта стоимостная оценка предполагает показатель EV/Продажи (за тот же год) примерно в 0,5х и EV/ЕБИТДА – примерно в 6,7х (с премиями в 0% и 30% к текущим мультипликаторам компании «Красный Октябрь»). Мы полагаем, что продажа могла осуществиться с премией, ибо Orkla фактически получила не только знаменитый брэнд, но и доступ на весьма «тесный» рынок. Так, на рынке шоколадных конфет (куда в 2004 г. поступило 53% продукции «СладКо») ее рыночная доля равна 4%, в сегменте «карамель без упаковки» она равна 5%, в сегменте «карамель в упаковке»: 1% (всего карамель составляет 20% продукции).

Илл. 99. Оценка стоимости доли в СладКо, приобретенной компанией Orkla

	СладКо	Волжанка
Доля участия, приобретенная компанией Orkla	96,24%	50,55%
2004, млн \$		
Выручка, исходя из доли участия	176,03	
ЕБИТДА, исходя из доли участия	13,40	
2004		
EV/Выручка	0,5	
EV/ЕБИТДА	6,7	

Источники: Ведомости, отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Несмотря на дисконт в 22-52%, мы не можем рекомендовать акции компании «Красный Октябрь» к покупке по следующим причинам:

Хотя «Красный Октябрь» торгуется с дисконтом 52% к акциям российских компаний в сфере потребительских товаров краткосрочного пользования и с дисконтом 44% к российским пищевым компаниям (согласно 2005(П) EV/ЕБИТДА), а также с дисконтом 22% к мультипликаторам при покупке



«СладКо», мы призываем к осторожности в вопросе о включении этой акции в фондовые портфели, по следующим соображениям:

Низкая ликвидность

- **Низкая ликвидность:** С начала года объем торгов составил \$1,7 млн (или, в среднем, \$30000 в день, когда торги производились);

Слабая прозрачность

- **Слабая прозрачность:** Последний опубликованный годовой отчет на русском языке - за 2001 г., а на английском - за 1998 г. (www.redoct.msk.ru);

Высокий риск

- **Неопределенное будущее** (т.е., отделение брэнда от фабрики, перенос мощностей и необходимость инвестиций); неясными остаются потенциальные выгоды в случае, если «ОК» решит перейти на единую акцию и провести IPO. У нас нет данных о возможных сроках (и даже шагах в направлении) такого перехода;
- **Возможное замедление денежных потоков** из-за рыночного спада, проблем с переносом мощностей и неопределенности в отношении производственной политики.

Илл. 100. Сравнительная оценка стоимости российских компаний в сегменте ТНП

	EV млн \$	EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E			Выручка CAGR 2004-07П	EBITDA CAGR 2004-07П	Норма EBITDA		
		2004	2005П	2006П	2004	2005П	2006П	2004	2005П	2006П			2004	2005П	2006П
Калина	326	1,8	1,6	1,4	9,8	8,5	7,6	17,4	13,0	11,6	13	12	18	18	18
Балтика	4 011	4,0	2,8	2,4	15,9	10,3	8,8	30,2	17,3	14,4	26	29	25	27	27
Вимм-Билль-Данн	1 054	0,9	0,7	0,7	10,9	8,9	7,4	33,3	30,4	21,8	13	16	8	8	9
Лебедянский	915	2,4	1,9	1,5	10,3	8,7	7,2	18,3	14,2	11,5	23	19	24	22	22
Пятерочка	2 594	2,3	1,6	1,1	23,3	16,3	12,1	33,6	24,9	18,9	39	34	10	10	9
Седьмой Континент	1 076	2,2	1,3	0,9	25,1	14,5	9,8	38,3	22,5	15,2	44	44	9	9	9
Аптечная сеть 36,6	263	1,2	0,8	0,6	14,2	9,5	7,6	284,1	67,3	32,1	43	31	9	8	7
Красный Октябрь	142	0,9	0,8	Н/Д	6,0	5,2	Н/Д	30,1	26,1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	15	15	Н/Д
Среднее по товарам недлит. пользования (без учета Красного Октября)		2,1	1,5	1,2	15,6	11,0	8,6	65,0	27,1	17,9					
Среднее по производителям продуктов питания (без учета Красного Октября)		2,5	1,8	1,5	12,3	9,3	7,8	27,3	20,6	15,9					
Премия (дисконт) у Красного Октября относительно производителей товаров недлит. пользования		-58%	-49%		-62%	-52%		-54%	-3%						
Премия (дисконт) у Красного Октября относительно производителей продуктов питания		-63%	-57%		-51%	-44%		10%	27%						

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Рост цены акций Красного Октября на 84% с начала года объясняется повышенным интересом инвесторов к этой отрасли, а не экономикой самой компании

С начала года цена акций поднялась на 84%, намного обогнав Индекс РТС (+44%), а за три последние месяца выросла на 32%. Мы полагаем, что этот выигрыш объясняется ростом интереса к российским компаниям потребительского сектора, а не фундаментальными причинами.

У нас нет формальных рекомендаций по этой акции, но на данном этапе мы бы воздержались от ее покупки. Ее низкая ликвидность, слабая прозрачность, значительная неопределенность в отношении будущего компании – все это не позволяет нам рекомендовать акцию в качестве портфельной инвестиции.



Илл. 101. Динамика акций компаний потребительского сектора

	Последняя	Изменение с	Изменение	Изменение за	Изменение год-к-
	цена	начала года	за последние	последний	году
	\$	%	3 месяца	месяц	%
Калина	34	103,6	25,9	3,0	88,9
Балтика (обыкновенная акция)	33	97,0	21,8	19,6	165,1
Балтика (привилегированная акция)	28	118,8	40,0	33,3	185,7
Вимм-Билль-Данн	17,41	21,7	(2,5)	3,0	32,5
Лебедянский	47,1	Н/Д	20,9	3,3	Н/Д
Пятерочка	16,4	Н/Д	22,8	2,0	Н/Д
Седьмой Континент	16,25	60,9	26,5	8,3	Н/Д
Аптечная сеть 36,6	25,75	42,3	22,6	7,7	98,1
Красный Октябрь (обыкновенная акция)	14,9	84,0	31,9	3,7	86,3
Индекс РТС	883,56	43,9	32,5	13,4	53,6

Источник: Bloomberg

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 102. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1 189	1 413	1 612	1 703
ЕБИТДА, млн. \$	97	118	142	153
Чистая прибыль, млн. \$	23	25	35	40
P/E	31,4	26,7	19,3	17,3
EV/ЕБИТДА	9,4	7,7	6,4	6,0
Капитализация, млн. \$	779			
EV, млн. \$	916			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 103. 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

Седьмой Континент

Илл. 104. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	496	812	1,199	1,496
ЕБИТДА, млн. \$	43	74	110	129
Чистая прибыль, млн. \$	27	47	69	81
P/E	35,4	20,8	14,0	12,0
EV/ЕБИТДА	22,6	13,4	8,8	7
Капитализация, млн. \$	968			
EV, млн. \$	969			
Кол-во акций, млн.	65			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 105. 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. 106. Основные события**

Дата	Событие
1 августа	<p>Седьмой Континент показал хорошие результаты по итогам 1п05: ежегодный прирост составил 45%, норма EBITDA выросла на 2,6 п.п.</p> <p>Седьмой континент показал хорошие результаты по итогам 1п05 согласно управленческому учету: Прибыль органично выросла на 46% за год до \$330 млн. В течение 1п05 компания открыла 11 новых магазинов, увеличив их общее число до 89. Основу рост составили «магазины у дома» («7 шагов»), чей доход за год вырос на 155% до \$74 млн, или 20% общей прибыли. Доходы супермаркетов увеличились на 33%, а доходы премиального сегмента выросли 18%. Средняя сумма счета снизилась на 5% за год до \$11,7. Руководство ожидает рост доходов, по крайней мере, на 50% в 2005 г. (по нашим оценкам, рост составит 70% вместе с приобретением).</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика**Илл. 107. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	994	1 443	1 688	2 008
EBITDA, млн. \$	253	390	458	539
Чистая прибыль, млн. \$	132	230	277	333
P/E	24,2	13,4	11,5	13,7
EV/EBITDA	13,9	9,0	7,6	6,5
Капитализация, млн. \$	3 597			
EV, млн. \$	3 502			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 108. 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. 109. Основные события

Дата	Событие
25 августа	<p>Балтика опубликовала хорошие результаты за 2Кв05: долларовая выручка возросла год-к-году на 30%, норма EBITDA – на 31%</p> <p>Балтика опубликовала хорошие результаты деятельности во 2Кв05 по МСФО, которые нас порадовали. Для удобства мы приводим основные финансовые показатели в долларах США.</p> <p>Объем реализации продукции Балтики возрос на 21% год-к-году, составив во 2Кв 6,6 млн гектолитров – таким образом, компания значительно опережала среднерыночные показатели (4,5% за тот же период). Рост продаж обусловил повышение выручки во 2Кв05 на 30%, до \$358 млн, чему также способствовало укрепление рубля относительно доллара и рост цен на пиво.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Пятерочка

Илл. 110. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1 106	1 640	2 266	2 942
EBITDA, млн. \$	111	159	214	266
Чистая прибыль, млн. \$	74	100	132	160
P/E	29,7	22,0	16,7	13,8
EV/EBITDA	20,3	14,5	10,9	8,7
Капитализация, млн. \$	2 207			
EV, млн. \$	2 303			
Кол-во акций, млн.	153			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 111. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Крупнейший российский продовольственный ритейлер
- Высокая рентабельность
- Большое количество магазинов и их выгодное местоположение
- Узнаваемый бренд

Слабые стороны

- Компанию контролируют два физических лица (67%)

Возможности

- Дальнейшая географическая экспансия
- Увеличение рентабельности на кв.м.

Угрозы

- Рост конкуренции на рынке
- Проект главных акционеров по строительству гипермаркетов

Источники: оценки Альфа-Банка

ФАРМАЦЕВТИКА

Аптеки 36,6

Илл. 112. 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	285,8	67,7	32,3	18,4
EV/EBITDA	15,5	9,6	7,4	5,6
Капитализация, млн. \$	166			
EV, млн. \$	226			
Кол-во акций, млн.	8			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 113. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Расширение в регионах через покупку
- Развитие продуктов под частной маркой

Угрозы

- Конкуренция снизит прибыльность
- Рост может быть сдержан недостаточным финансированием

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 114. Основные события

Дата	Событие
18 августа	Аптеки 36,6 выручка от розничных продаж увеличилась на 55% год-к-году. Совокупная выручка увеличилась на 42,2% год-к-году – до \$70 млн: основным драйвером роста была выручка от розничных продаж, которая увеличилась на 55% за аналогичный период прошлого года против 21% выручки от производства. 69 аптек, открытых в течение 2004 г., принесли около 78% совокупного роста выручки в 1П05 (к сожалению, у нас нет данных за 2Кв05). Производственный сегмент (Верофарм) во 2Кв04 начал получать первые платежи за своё участие в федеральной программе дополнительного лекарственного обеспечения льготных категорий граждан.

Источник: оценки Альфа-Банка



Медиа

РБК

Илл. 115. 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. 116. Краткий обзор компании

- Сильные стороны**
- Номер 1 среди российских ИТ компаний
 - Сильный бренд и здравая предпринимательская идея
 - Рост капитализации за счет развития российского рынка ИТ и рекламы
 - Эффект синергизма между разными направлениями бизнеса
- Слабые стороны**
- Низкие стандарты прозрачности и корпоративного управления
 - Компания оценивается как дорогостоящая
- Возможности**
- 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**
- 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

Сбербанк намерен сохранить свою долю рынка депозитов на уровне 58%, чему способствует рост социальных выплат из госбюджета

В соответствии с российским законодательством все банки России должны были к 1 сентября подписать соглашение с каким-либо кредитным бюро. На сегодня имеется 4 бюро, учрежденные Ассоциацией российских банков (куда вошло большинство банков РФ), государственными учреждениями (включая Госкомстат), Интерфаксом и Сбербанком. Создав собственное кредитное бюро, Сбербанк защищает свою монополию на рынке депозитов, где он имеет долю в 57,5%. В перспективе динамика рыночной доли Сбербанка обещает много, учитывая ожидаемый в 2006 г. рост бюджетных расходов на 1,2% ВВП, а значит – и большой поток (через Сбербанк) растущих пенсионных и социальных платежей.

Во 2-м кв. 2005 г. процентная маржа Сбербанка выросла до 7,5%; комиссионный доход вырос на 43% (год-к-году)

Благоприятные экономические условия отразились в итогах Сбербанка за 1-е полугодие 2005 г. (по РСБУ). Процентная маржа (разница между доходностью кредитов и стоимостью привлечения депозитов) во 2-м кв. 2005 г. выросла с 7,0% до 7,5% (см. Илл. 2). Кроме того, комиссионный доход банка увеличился на 43% (год-к-году), в чем отразился возросший поток социальных платежей, проходящий через Сбербанк.

Илл. 117. Процентная маржа Сбербанка

	1Кв.03	2Кв.03	3Кв.03	4Кв.03	1Кв.04	2Кв.04	3Кв.04	4Кв.04	1Кв.05	2Кв.05
Доходность по кредитам	16,5%	15,5%	14,1%	13,6%	13,4%	12,6%	12,5%	12,9%	12,0%	12,2%
Стоимость привлечения депозитов	6,8%	6,9%	6,9%	6,6%	6,4%	5,6%	5,4%	5,3%	5,0%	4,7%
Процентная маржа	9,8%	8,6%	7,2%	7,1%	7,0%	6,9%	7,2%	7,7%	7,0%	7,5%

Источники: Сбербанк, оценка Альфа-Банка

Сбербанк**Илл. 118. 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	36,2	22,3	20,8	18,4
Капитализация, млн. \$	17 813			
Кол-во об. акций, млн.	19			
Цена, \$	900			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 119. Краткий обзор компании**Сильные стороны**

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Рынок облигаций

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678

Марина Власенко (7 095) 783-5029

Илл. 120. Основные события

Дата	Событие
3 августа	Агентство Fitch повысило суверенный рейтинг России с BVB до BVB+. Рейтинг был повышен после завершения платежей, связанных с досрочным погашением внешнего долга перед Парижским клубом кредиторов. Этот шаг стал сигналом к повышению ряда рейтингов корпоративных и муниципальных облигаций России и вызвал ралли на рынках акций и облигаций.
4 августа	Европейский Центробанк сохранил неизменной базовую ставку (на уровне 2% годовых), а Банк Англии понизил базовую ставку до 4,5% годовых. МЭРТ представил правительству обновленный прогноз экономических индикаторов. Согласно пересмотренным данным, рост ВВП во 2-м полугодии 2005 г. составит 6,1% (по сравнению с 5,2% в 1-м полугодии 2005 г.). МЭРТ также признал невозможным удержать инфляцию в пределах 10%, как было предусмотрено в бюджете. МЭРТ повысил прогноз инфляции до 11%, оставив за собой право пересмотреть эту цифру в сторону повышения (до 11,5%).
9 августа	ФРС США повысила базовую ставку на 25 б.п. (до 3,5%). Итоги заседания Комитета по операциям на открытом рынке (FOMC) были уже учтены в ценах рынка. Инвесторы ожидали увеличения базовой ставки на 50 б.п., так что после публикации решения FOMC тренд на рынке Казначейских облигаций США (КО США) сменился на восходящий.
12 августа	Агентство Standard & Poor's повысило долгосрочный суверенный рейтинг Венесуэлы с B до B+ (прогноз: стабильный).
24 августа	20-летние КО США были размещены под 4,014% годовых – самая высокая доходность с 2001 г. Спрос со стороны иностранных инвесторов составил 44% (против 35% на предыдущем аукционе) и убедил инвесторов в притоке иностранного капитала.
26 августа	В отчете перед Федеральным резервным банком США Алан Гринспен выказал озабоченность высокими темпами инфляции и сообщил о необходимости дальнейшего повышения базовой процентной ставки
29 августа	Агентство Fitch повысило суверенный рейтинг ЮАР на один пункт (с BVB до BVB+). Агентство Fitch пересмотрело суверенный рейтинг Эквадора на Негативный со Стабильного.
	Цены на нефть достигли исторического максимума (свыше \$70 за баррель) в результате разрушений, нанесенных ураганом Катрина нефтедобывающей отрасли США. Протокол августовского заседания ФРС не принес неожиданностей, однако чувствительность рынка к росту цен на энергоносители заставила инвесторов предположить, что высокие цены на нефть станут обузой для потребителей, а значит, и для роста экономики. Доходность КО США упала до 4% годовых.
30 августа	В Индонезии разразился финансовый кризис, вызванный чрезвычайно высокими ценами на импортную нефть; фондовый рынок упал почти на 20%. Банк Индонезии пытается стабилизировать обменный курс и фондовый рынок с помощью интервенций и ужесточения монетарной политики, однако зарубежные страны настаивают на сокращении государственных субсидий на топливо.

Источник: оценки Альфа-Банка

В условиях высокой инфляции и замедления роста экономики «медведи» уступили место «быкам»

В августе рынок долговых обязательств США продемонстрировал снижение цен, поскольку инвесторы ожидали решения FOMC по поводу уровня ключевой ставки. Экономические индикаторы и выступление А. Гринспена перед Конгрессом США содержали признаки стабильного экономического роста при ограниченной инфляции. Решение FOMC повысить базовую ставку на 25 б.п. (до 3,5% годовых) было уже учтено в ценах рынка. Игроки на рынке готовились к повышению на полпроцента, и после публикации решения FOMC тренд на рынке начал меняться. Достигнув уровня в 4,43% годовых, доходность 10-летних КО США вновь стала снижаться. Ухудшение экономических индикаторов проявилось в росте инфляции и замедлении темпов экономического роста. Динамику рынка определяли спекуляции по поводу денежно-кредитной политики ФРС в сентябре. Рекордно высокие цены на нефть и отсутствие ясности в отношении политики следующего председателя ФРС способствовали увеличению волатильности на рынке. Интересы инвесторов начали смещаться в сторону долгосрочных долговых инструментов в рамках стратегии «sell risk, buy quality». Доходность 10-летних КО США опустилась ниже уровня 4,1% годовых, достигнув уровня 4% годовых.

Цены российских еврооблигаций достигли новых исторических максимумов

Российские еврооблигации отразили рост цен на рынке КО США, чему способствовали следующие факторы:

- Позитивные тенденции на развивающихся рынках;
- Высокие доходы от экспорта нефти
- Повышение агентством Fitch (и ожидаемое повышение Moody's) суверенного рейтинга России.



Вероятно, в сентябре ФРС сохранит политику плавного повышения ставок

Цены суверенных долговых бумаг достигли исторических максимумов; к концу месяца котировки облигаций Россия-30 консолидировались на уровне 114% от номинала, а спрэд к 10-летним КО США сохранялся в пределах 140 б.п. В последние дни августа котировки Россия-30 даже опередили рост КО США, и спрэд сократился до 132 б.п.

В сентябре волатильность рынка КО США возрастет под влиянием (1) ожиданий инвесторов в отношении решения FOMC по поводу ключевой ставки (2) опасений по поводу политики ФРС после отставки Гринспена (3) пересмотра инвесторами своих портфелей после летних отпусков. Исключительно высокие цены на нефть дают повод для беспокойства в отношении дальнейшей денежной политики ФРС. Впрочем, пока нет признаков того, что перед своим уходом А. Гринспен что-либо изменит. Наоборот, представляется, что пересмотром курса придется заняться его преемнику. Инвесторам следует учесть озабоченность ФРС перегревом рынка недвижимости, а также негативным воздействием высоких цен на нефть. Доходность десятилетних КО США в размере 4% годовых является серьезным уровнем сопротивления. Поэтому в преддверии сентябрьского заседания ФРС может начаться снижение котировок американского долга.

Рынок российских еврооблигаций продемонстрирует устойчивость к негативному тренду КО США, поддерживаемый спросом со стороны инвесторов на активы стран – экспортеров нефти и в ожидании повышения суверенного рейтинга Moody's. В этом случае сужение спредов российского долга к КО США продолжится (до 100-110 б.п. по RUS-30).



Индекс РТС: начало глубокой коррекции

Владимир Кравчук, (7 095) 795-3743

Илл. 121. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления	Уровень поддержки	Диапазон 1 - 31 августа
		Краткосрочный	Долгосрочный			
РТС	ПРОДАВАТЬ НА ОТСКОКЕ	Восходящий	Восходящий	R4 1000.00	Психологический S1 845.11	7-недельная MA OP 776.28
		Замедляется		R3 919.82	161.8% FiboE S2 804.72	38.2% FiboR HI 890.31
				R2 911.98	Максимум 05.09.05 S3 733.82	26-недельная MA LO 776.28
				R1 891.32	7-дневная MA S4 694.30	200-дневная MA CL 882.03

Источник: оценка Альфа-Банка

Основные выводы

- Индекс РТС достиг нашей долгосрочной технической цели 888 и по инерции пролетел немало выше отметки 900.
- Расхождение между текущим значением индекса РТС и значением его 200-дневной скользящей средней остается слишком большим, а сам рынок все еще выглядит слишком перекупленным.
- Мы полагаем, что технической коррекция в сторону понижения приведет к «перелому» восходящей тенденции и легко «отбросит» индекс РТС вниз по крайней к отметке 805.
- В краткосрочном плане, вероятно попытка «быков» поднять индекс выше уровня 900.
- Мы рекомендуем **ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** и **БРАТЬ ПРИБЫЛЬ**, и **ОТКРЫВАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ** на «отскоке» с предварительной технической целью 805.

Илл. 122. Индекс РТС - Месячные технические характеристики, по состоянию на 9 сентября 2005 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка



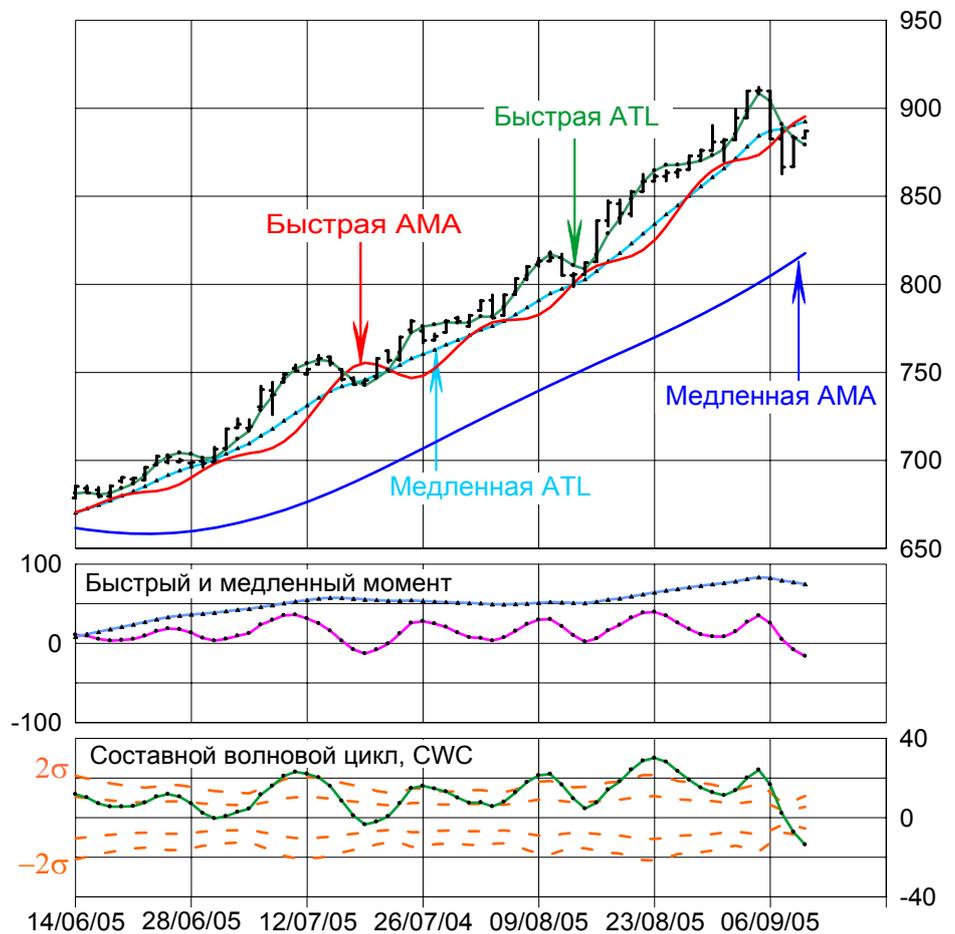
Краткосрочный потенциал роста сильно ограничен

Классический технический анализ

30 августа 2005 г. индекс РТС достиг нашей новой долгосрочной технической цели 888 (см. наш предыдущий ежемесячник, озаглавленный «Пока все хорошо»). Затем по инерции он «пролетел» немного выше отметки 900. Это привело к почти полному истощению краткосрочного потенциала роста индекса. Как мы и ожидали, техническая коррекция в сторону понижения началась вблизи уровня 161.8%-ного растяжения Фибоначчи. Начавшаяся коррекция в сторону понижения пока не привела к перелому восходящей тенденции на рынке, но явно замедлила её. В то же время, расхождение между текущим значением индекса РТС и значением его 200-дневной скользящей средней остается слишком большим, а сам рынок все еще выглядит слишком перекупленным. Это обуславливает значительный потенциал падения индекса РТС на среднесрочном временном горизонте.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 123. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 9 августа 2005 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Краткосрочный тренд на РТС по-прежнему остается «бычьим», но сильно замедлился

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 123 продолжает повышаться, находясь выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Это значит, что краткосрочный тренд на РТС по-прежнему остается восходящим. Однако он стал менее «крутым», что прямо указывает на его замедление. В то же время, быстрая адаптивная линия тренда ATL уже сформировала свою вершину и возобновила падение. В настоящее время, текущее значение быстрой ATL находится



ниже как быстрой адаптивной скользящей средней АМА, так и медленной адаптивной линии тренда ATL. Это сигнализирует о начале формирования модели перелома тенденции на вершине.

Медленный момент стал понижаться

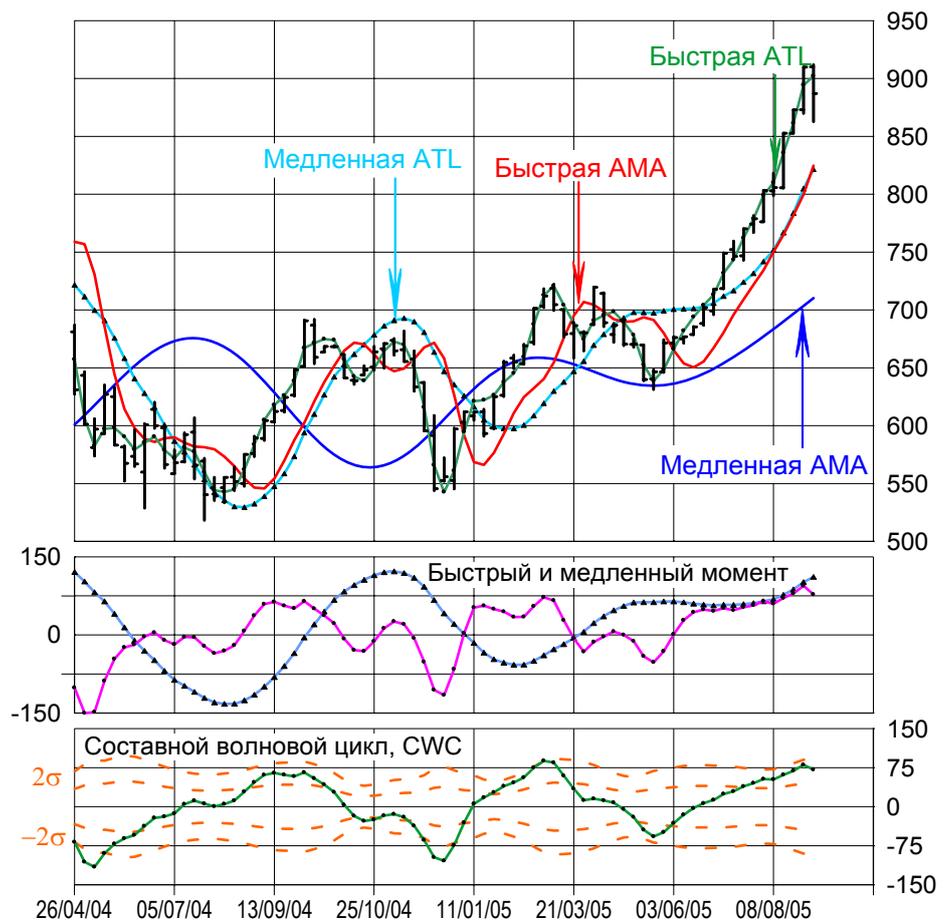
Индикатор медленного момента в средней части Илл. 123 прошел свой локальный максимум на положительной территории и начал понижаться, что подтверждает факт замедления восходящего тренда. В то же время, индикатор быстрого момента уже достиг области отрицательных значений и, похоже, приближается к своему локальному минимуму, что говорит о вероятности краткосрочного «отскока».

Краткосрочный CWC возобновил фазу падения

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 123 миновал свой новый локальный «гребень» в сильно перекупленной области и возобновил фазу падения. Новая фаза роста краткосрочного цикла сопровождается медвежьей дивергенцией относительно быстрой ATL. Более того, техническая картинка на линии цикла очень похожа на хорошо узнаваемую модель перелома тенденции на вершине «голова и плечи». Такая модель обычно указывает на приближающуюся кульминацию покупок на рынке и усиливает нашу среднесрочную медвежью позицию.

Долгосрочный тренд и циклы

Илл. 124. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 9 сентября 2005 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Долгосрочный тренд на РТС все еще восходящий

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 124 продолжила свой рост в августе. Это указывает на то, что долгосрочный тренд на РТС пока остается восходящим. Дополнительным «бычьим» ар-



гументом является то, что все остальные индикаторы в верхней части Илл. 124 (быстрая адаптивная линия тренда ATL, быстрая и медленная адаптивные скользящие средние АМА) продолжают расти в тандеме с медленной адаптивной линией тренда ATL. В то же время, медленная ATL, по-видимому, приближается к своей вершине, а текущее значение индекса находится ниже этой линии. Мы рассматриваем этот технический сигнал как среднесрочную «медвежью» предпосылку.

Быстрый момент возобновил падение

Индикатор медленного момента в середине Илл. 124 в настоящее время продолжает расти в области положительных значений. Однако быстрый момент на недельных графиках уже формируем свой максимум. Такая комбинация индикаторов момента указывает на завершение нетрадиционного летнего ралли на российском рынке акций.

Долгосрочный составной волновой цикл CWC начал новую фазу падения!

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) сформировал свой новый «гребень» с сильно перекупленной области, расположенной вблизи отметки «плюс два сигма». Мы оцениваем потенциал падения индекса РТС за счет долгосрочного CWC в 150 базисных пунктов. Конечно, этот потенциал будет частично нивелирован растущим трендом, но, на наш взгляд, его вполне достаточно для падения индекса до 805 в сентябре-октябре этого года.

Уровни поддержки и сопротивления

Сильный уровень сопротивления расположен между 912 и 920

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл. 121 и 122. Сильная область сопротивления сейчас расположена между 912-920.

Потенциал роста и падения индекса РТС

С учетом вышеприведенных факторов мы делаем следующие выводы:

1. Индекс РТС достиг нашей долгосрочной технической цели 888 и по инерции пролетел немного выше отметки 900.
2. Расхождение между текущим значением индекса РТС и значением его 200-дневной скользящей средней остается слишком большим, а сам рынок все еще выглядит слишком перекупленным.
3. Мы полагаем, что технической коррекция в сторону понижения приведет к «перелому» восходящей тенденции и легко «отбросит» индекс РТС вниз по крайней к отметке 805.
4. В краткосрочном плане, вероятно попытка «быков» поднять индекс выше уровня 900.

Мы рекомендуем ПРОДАВАТЬ индекс РТС «на отскоке» с предварительной технической целью 805

Мы рекомендуем ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ и БРАТЬ ПРИБЫЛЬ, и ОТКРЫВАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ на «отскоке» с предварительной технической целью 805.

Эта страница специально оставлена пустой

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
Аниса Нагариа
Наталия Орлова
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, Марина Власенко
Владимир Кравчук, к.ф.-м. н.
Ангелика Генкель, к.э.н.

Ринат Гайнуллин
Брэндан Франич, Дмитрий Таскин

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам

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

Рынки капиталов/Структурированные продукты
Адрес

Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс

Продажи

Адрес

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

Максим Шашенков, Стив Доунер
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.