

Февраль: Хрупкий баланс

7 Декабря 2006

www.alfabank.com

Москва

Тема: Регулирование финансовых рынков становится более прогрессивным

- Прогноз по рынку акций на февраль по-прежнему позитивный: внутренние факторы благоприятствуют, а основной риск заключается в возможности ухудшения ситуации на зарубежных рынках. В частности, цена нефти в ближайшие несколько месяцев будет волатильной из-за периодически возникающего несоответствия спроса и предложения. В случае если опасность нарушения поставок не усилится (например, при смягчении остроты конфликта между Ираном и ООН), цена нефти может постепенно вернуться на уровень \$50 за баррель (Brent). В этом случае интерес инвесторов к развивающимся рынкам повысится, а к акциям нефтяных компаний - снизится.
- В ходе недавней пресс-конференции президент Путин обратил особое внимание на то, что в первой половине 2006 г. Россия станет более привлекательной для инвесторов. Благоприятная ситуация складывается для компаний, в которых государство имеет контрольный пакет или которые относятся к отраслям, находящимся в сфере влияния государства (в частности, нефтегазовая промышленность, электроэнергетика).
- Наш расчетный уровень индекса РТС на конец текущего года - 1400 пунктов (исходя из прогноза цены нефти сорта Brent на уровне \$50 за баррель), но мы все же полагаем, что этот уровень будет преодолен в течение первой половины года благодаря действию факторов роста, перечисленных в прогнозе по рынку акций на 2006 г.
- Российский рынок акций стартовал в новом году с тем же воодушевлением, с которым завершил год 2005. В январе индексы РТС и ММВБ выросли на 17% по сравнению с 11%-ным ростом развивающихся рынков в целом. Надежды на снятие ограничений на операции нерезидентов с акциями Газпрома оправдались, и это дало первый толчок росту рынка акций в целом, однако, основной причиной поступательного движения котировок стало сочетание ряда факторов, в т.ч. таких, как дорогая нефть и небывало большой приток средств в фонды акций развивающихся рынков. Сильнее всего выросли акции ведущих нефтяных компаний (ЛУКОЙЛ +29%. Сургутнефтегаз +26%). Телекомы вновь оказались в числе отстающих, во-первых, из-за неопределенности с перспективами роста операторов мобильной связи (например, по МТС лишь 7%); во-вторых, из-за туманности перспектив приватизации Связьинвеста снижались котировки акции МРК.

Портфельные рекомендации*
Последние публикации

Газпром – внутренние	Потенциал роста относительно расчетной цены на перспективу ближайших 12 месяцев - 22%. Мы полагаем, что динамичный рост прибыли и сильные стратегические позиции на рынке будут фактором поддержки цены акций газовой монополии.
Сургутнефтегаз	Самая дешевая среди ведущих российских нефтяных компаний. Усиливается вероятность того, что компания сможет воспользоваться близостью к государству и найти выгодное применение своим накопившимся денежным ресурсам в каком-либо крупном проекте.
НЛМК	Потенциал роста относительно расчетной цены - 16%, самая дешевая бумага среди ведущих металлургических компаний, обладающая очень хорошим потенциалом роста.
Сбербанк	Потенциал роста относительно расчетной цены - 19%. Акции Сбербанка остаются индикатором роста российской экономики и вероятности повышения суверенного рейтинга по мере сокращения объема внешнего долга.
АФК «Система»	Потенциал роста относительно расчетной цены на перспективу ближайших 12 месяцев - 38%. Более устойчивая акция-индикатор как для МТС, так и для МРК. Кроме того, ее рейтинг будет повышаться по мере диверсификации бизнеса.
РАО ЕЭС	Наиболее ликвидная акция в секторе электроэнергетики, отражающая состояние отрасли.

Газпром: в ожидании катализаторов роста	Дек. 7
Петерочка: Момент истины	Дек. 9
Петерочка: подешевев на 40%, акция достигла своей справедливой стоимости	Дек. 13
РБК: Пять причин для консервативного подхода	Дек. 20
“Норильский никель”: Жизнь после Полюса	Дек. 22
Акции компаний нефтегазового сектора: Расчетные цены и рекомендации повышены	Янв. 10
Основные прогнозы для потребительского сектора на 2006 г.: Балтика, Калина, Вимм-Билль-Данн, Амтел, IPO	Янв. 11
ЛУКОЙЛ: результаты за 3Кв05 по US GAAP не разочаровали	Янв. 16
Россия, Украина, Казахстан: Краткая информация о справочнике по акциям за 2006 г.	Янв. 17
“Норильский никель” без учета Полюса: пересмотр оценки стоимости	Янв. 18
Celtic: ПОКУПАТЬ на 54% дисконте к российским компаниям	Янв. 20
Белорусские НПЗ: лакомый кусок для российских нефтяных компаний	Янв. 20

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

*Примечание: * срок инвестиций - 3-6 месяцев*

ОГЛАВЛЕНИЕ:

Тема: Регулирование финансовых рынков становится более прогрессивным	1
Стратегия.....	3
Caveat emptor (Пусть покупатель будет бдителен!)	7
Сектор акций второго эшелона	7
Тема: Регулирование финансовых рынков становится более прогрессивным	10
Динамика и оценка акций	13
Календарь корпоративных событий	16
Графики.....	17
Макроэкономика	19
Нефть и Газ.....	21
Телекоммуникации	35
Энергетика	45
Металлургия.....	52
Пищевая промышленность и розничная торговля	58
Банковский сектор	64
Рынок облигаций	66
Индекс РТС: возобновление роста возможно от уровня 1 066 – 1 185	68

Стратегия

Крис Уифер (7 495) 130-7322; **Эрик ДеПой** (7 495) 789-8518

Высказывания Путина созвучны тем базовым допущениям, что легли в основу нашего инвестиционного прогноза

На своей пресс-конференции президент Путин дал понять, что текущий год – это не только год, когда Кремль хочет окончательно закрепить за собой место за столом лидеров мировой политики и важную роль в глобальной экономике. Текущий год – это также год, когда инвесторы получают правильное представление о будущем участии государства в экономике России, более глубокое понимание того, как рынок определяет (оценивает) «стратегическую отрасль», и ясное видение параметров модели промышленного роста на перспективу.

Заявления президента Путин, хотя и не прояснили всех тех вопросов, что будут, вероятно, определять инвестиционный климат в ближайшие два года, созвучны тем нашим базовым предположениям, которые легли в основу прогноза по рынку на 2006 г. и принципов отбора акций в типовой портфель. Вот эти предположения:

- Стремление правительства обеспечить успешное председательство России в G-8 и вступление в ВТО
- Сохранение высоких цен на нефть и газ
- Сохранение жесткой финансовой дисциплины в ходе управления экономикой и дальнейшее сокращение внешнего долга России
- Усиление экономической активности и применение стимулов, нацеленных на рост потребления
- Монетарная политика, направленная на достижение полной конвертируемости рубля в 2007 г.
- Внутриполитическая стабильность и сохранение хороших взаимоотношений государства и бизнеса
- Прогресс реформ в ряде ключевых отраслей (напр., в электроэнергетике и банковском деле)
- Глобальный экономический рост как фактор, в целом определяющий спрос на сырьевые товары
- Успешные программы IPO
- Рост корпоративных прибылей
- Газпром: ожидаемое в мае повышение «удельного веса» в Индексе MSCI и освоение Штокмановского месторождения
- Принятие «Закона о недропользовании» и минимум одна выдача лицензий на разработку стратегических месторождений
- Начало реализации проекта трубопровода на Восток
- Все еще высокий уровень российской ликвидности
- Еще один год (или хотя бы 1П06) рекордно высоких мировых инвестиций в фонды, специализирующиеся на вложениях в развивающиеся рынки

Инвесторы, подробно изучив высказывания Путина, вправе заключить следующее:

Снижение налогового бремени на нефтяной сектор уже возможно

1. Видимо, правительство изучает возможность снижения налогового бремени на нефтяной сектор с целью увеличить инвестиционные расходы в момент, когда

Нужды в дальнейшей приватизации активов нефтяного сектора нет

Металлургия остается сектором, который выбивается из общей модели; Норильский Никель по-прежнему в центре внимания

**Экономические задачи теперь более скромны
Очень важно успешное председательство России в G-8**

Столь же важен и успех IPO акций Роснефти

Власти сохранят жесткую финансовую дисциплину

В 2006 г. важно будет вступление России в ВТО

Нефтяной сектор – это крупнейший источник налоговых доходов

государственные компании захотят привлечь иностранные и частные российские нефтяные компании (НК) в качестве инвестиционных партнеров.

2. Государство не хочет (или не считает нужным) расширять присутствие в компаниях (за исключением крупнейшей компании в каждой из стратегических отраслей). Как только госкомпания займет должное место, частным и иностранным компаниям придется приспособиться к работе с этой госкомпанией и/или в установленных государством рамках развития отрасли.
3. Metallurgy остается сектором, который «выбивается» из «модели стратегического контроля», и даже если принять на веру все высказывания Путина (т.е. что Норильский Никель не будет «агрессивными методами» поставлен под контроль государства), то это не значит, что власть не намерена создать в металлургической отрасли государственный холдинг. Возможно, это значит лишь то, что механизм для этого пока не согласован.
4. В последнее время экономические задачи стали чуть более умеренными.
5. В этом году для правительства крайне важно успешное председательство России в G-8, и мы тем более убеждены, что оно предпримет все усилия во избежание любых внутренних «неприятностей», дающих пищу критикам российских властей. Это – одно из главных допущений в нашем благоприятном прогнозе рынка (по крайней мере, на первое полугодие 2006 г.).
6. Аналогичным образом, Кремлю важен успех IPO Роснефти, так как Кремль подталкивает обе государственные энергокомпании к тому, чтоб принять лидерство на очередном этапе развития нефтегазового сектора России. Представляется важным и дальнейшая его международная диверсификация, частью – по экономическим причинам, частью – из соображений «брендинга». В этой связи мы уже слышали от высших лиц в правительстве много рассуждений о «рыночной стоимости» крупнейших российских компаний (что сегодня считается атрибутом «успешного» государства).
7. Путин хочет сохранить жесткую финансовую дисциплину, позволившую России нарастить финансовые резервы, сократить внешний долг и поднять свой кредитный рейтинг (по крайней мере, на текущий год).
8. В текущем году важной политической целью будет вступление России в ВТО.

Налоговая нагрузка

Президент Путин говорил о том, что «для экономического развития России» налоговая нагрузка (на уровне 36,8% ВВП) слишком велика. Хотя налогообложение охватывает целый ряд позиций (таких как НДС и прочие сборы), крупнейшим источником налоговых доходов остается нефтяной сектор. Со стороны глав крупнейших НК раздается хор критики тяжелого налогового бремени, в котором видят также причину существенного сокращения инвестиций в сектор.

Разумеется, это – не единственная причина сокращения инвестиций в нефтегазовый сектор (такие факты, как пока не принятый «Закон о

России нужно показать миру, что инвестиции в энергетический сектор будут продолжаться

недропользовании», неясность в плане новых трубопроводов и спор вокруг стратегических отраслей также сдерживают инвестиции в сектор – из-за отсутствия значительных возможностей).

Теперь, когда Россия приняла на себя председательство в G-8 с задачей: укрепление энергетического сотрудничества, ее призывают подняться на следующую ступень кооперации и открыть для эксплуатации ряд уже известных, но пока не распределенных месторождений углеводородов.

Власть прибегнет к налоговым льготам, чтобы инвестиции шли в нужные сферы

Еще одна причина быть оптимистом в отношении снижения налоговой нагрузки на нефтегазовый сектор состоит в том, что главными бенефициарами снижения налогов станут те же государственные компании. Мы слышали, как министр экономики заявил, что правительство - чтобы направить инвестиции в избранные сферы - прибегнет к налоговым льготам. Хороший пример - снижение налогов на развитие производства сжиженного природного газа (LNG) в начале текущего года, поскольку Газпром готовится увеличить свое участие в Штокмановском проекте (где есть и сегмент LNG).

Государству уже не нужны дальнейшие денежные накопления

Наконец, надо отметить, что в бюджете накоплено гораздо больше средств от налогообложения нефтяных компаний, чем государство готово использовать (на выплату внешнего долга - либо на национальные инвестиционные проекты). Государство не нуждается в дальнейших накоплениях, но ему необходимо поощрять рост инвестиций в сектор энергетики. Это будет достигнуто частью путем структурных изменений, частью – с помощью налоговых льгот.

Стратегические отрасли

Государству нужно иметь контроль лишь над 1- 2 компаниями в каждой отрасли

Одним из наших убеждений является то, что государству необходимо иметь контрольный пакет в одной или в двух главных компаниях в каждой стратегической отрасли, чтобы эффективно управлять развитием этих отраслей, а также осуществлять функции контроля СП, созданных с участием частных российских либо иностранных компаний. Напомним, что изначальный план для нефтегазового сектора состоял в слиянии Газпрома и Роснефти в единую структуру (с последующим добавлением Юганскнефтегаза, Сибнефти *et al*), однако по внутривнутриполитическим причинам это слияние не состоялось.

В деле Юкоса ничего не изменилось

Значит ли это, что Юкос теперь в безопасности? Отнюдь нет. Ведь ничто не изменилось. Уже давно было понятно, что государство пойдет на конфискацию остатков Юкоса, и если его выживание или исчезновение – вопрос, безусловно, политический, то сам механизм (т.е. что именно сохранится, какие сделки произойдут, кому достанутся остатки активов) будет, скорее всего, «упакован» в коммерческую форму.

Норильский Никель

О том, как государство расширит свою долю в металлургии, никакой договоренности нет

Единственный вывод, который можно сделать из заявлений Путина: пока еще не принято решение (и даже широко не обсуждался вопрос) о том, как государство расширит свою долю участия в металлургическом секторе. Среди прочих стратегических отраслей металлургия выделяется тем, что в ней пока нет ведущей государственной компании. Широко распространено мнение о том, что компания будет создана, и вероятным кандидатом на эту роль считается Норильский Никель (в качестве крупнейшей структуры с важной долей в мировой торговле металлами).

Выводы из изучения возможных вариантов последуют не скоро

Считается, что агрессивных мер (по крайней мере, в 2006 г.) в целях создания государственной холдинговой компании предпринято не будет. Столь же ясно (из высказываний, например, министра финансов Кудрина, а также президента Якутии), что изучаются все варианты.

Выводы из изучения последуют не так скоро (злополучное «слияние-разливание» Роснефти и Газпрома длилось почти год), и реализоваться все еще может любой из вариантов. Например, государство может воспроизвести модель Роснефтегаза и внести ряд имеющихся активов (например, Алроса плюс ВСМПО, если удастся), а затем занять денег и купить акции поглощаемой компании. Разумеется, есть и другие варианты.

Создание холдинга в металлургии созвучно мерам, предпринятым в других отраслях

Вот почему заявление Путина не стало сюрпризом; пока еще слишком рано судить, но создание стратегического холдинга в металлургии соответствует мерам, предпринятым в других отраслях.

Экономические цели становятся скромнее

Президент более не настаивает на темпах роста в 7,2%, нужных для удвоения ВВП

Путин заявил, что правительство в основном удовлетворено ходом развития экономики в 2005 г., а также темпом ее роста в 6,4%. Два года назад он публично раскритиковал министра экономики за то, что не были обеспечены темпы годового роста в 7,2% (т.е. темпы, нужные для будущего удвоения ВВП). Однако при высоких бюджетных доходах, обеспечивших быстрый рост инвестиций, темп в 6,4% был сочтен, в целом, приемлемым.

G-8

Общее фото лидеров G-8 на встрече в СПб – своего рода «аттестат зрелости» для России

Своеобразной «наградой победителю» станет для Кремля общее фото лидеров G-8 на встрече в СПб. Этим должно завершиться восстановление роли России в «высшей лиге» глобальной политики и подтвердиться ее значимость как крупного «игрока» мировой экономики (одного из важнейших поставщиков сырьевых товаров).

Роснефть

Успех IPO Роснефти выдвинет ее в ряды компаний - мировых нефтяных грандов

В 2006 г. важным приоритетом для государства станет успех IPO Роснефти. Содействуя перемене финансовой структуры компании, IPO обеспечит ее инвестиционный потенциал на перспективу. Кроме того, это IPO выдвигает Роснефть на авансцену (инвестиционного и отраслевого сообщества) - в том числе и как более «прозрачное» предприятие. IPO даст возможность Роснефти повторить стратегию Газпрома по созданию СП с мировыми и/или национальными НК в целях развития отечественных проектов, а также позволит России развивать свою экономику в направлении обрабатывающих отраслей и дальнейшей интернационализации.

Финансовая дисциплина

Путин полон решимости сохранить финансовую дисциплину в стране

Высказывания Путина в поддержку планов Минфина и МЭРТ (по использованию Стабфонда для выплат внешнего долга) звучат ободряюще и показывают его решимость сохранить финансовую дисциплину, обеспечившую инвестиционную привлекательность страны и рост ее кредитных рейтингов. Это особенно актуально сегодня, когда уже в правительстве усиливаются призывы: ради увеличения расходов внутри страны «распечатать» Стабилизационный фонд.

В 2007 г. требования направить Стабфонд на поддержку бюджета могут лишь усилиться

В ближайшие (предвыборные) годы призывы использовать Стабфонд на поддержку бюджета вполне могут усилиться. Это будет зависеть от уровня цен на нефть — и от того, как правительство распорядится нефтяными доходами. Если эти доходы останутся высокими, то денег хватит на всех и на каждого (т.е. на сокращение долга и рост расходов). Если же объем налоговых поступлений сократится, то давление на

власти усилятся. Однако все это не должно омрачить настроение инвесторов, по крайней мере, в текущем году.

ВТО

Политический нажим на США (чтобы добиться их подписи под актом о приеме России в ВТО) все усиливается

Кремль явно хочет, чтобы Россию приняли в ВТО уже в этом году, и сегодня мы вошли в заключительный период долгих переговоров об условиях приема. Не стал (как нам кажется) случайным совпадением тот факт, что единственная крупная держава – импортер энергоносителей, — с которой у России нет соглашений о сотрудничестве в сфере энергетике, это — США. Помимо таких вопросов, как доступ на финансовые рынки России и усиление защиты прав собственности, широко обсуждается мысль о том, что налаживание такого энергетического сотрудничества сильно облегчилось бы с помощью крупного проекта (например, Штокмановского), ориентированного на рынок США. Ожидается, что подобный проект (с участием Газпрома в управлении и в партнерстве с мировыми нефтяными гигантами) будет оформлен в марте-апреле.

Caueat emptor (Пусть покупатель будет бдителен!)

Газпром-Роснефть

Газпром-Роснефть. В течение 9 месяцев рынок «верил», что слияние завершится по плану, и что его поддерживают несколько важнейших министерств. Исход стал сюрпризом.

Сектор акций второго эшелона

Сектор акций второго эшелона, представленный Индексом РТС-2, в январе сумел опередить основной Индекс РТС (+17,6% против +16,9%). В ответ на все более высокие оценки «голубых фишек» инвесторы предприняли поиск «пропущенных» имен в расширяющейся «вселенной» российских компаний. Хотя ликвидность остается главным ограничивающим фактором в отношении многих акций сегмента (не говоря уже о сохраняющихся опасениях на счет качества корпоративного управления), в отдельных секторах нам по-прежнему видится значительный потенциал роста.

Этот оптимизм оправдали наши давнишние фавориты среди башкирских нефтеперерабатывающих компаний («префы» Уфимского НПЗ и обыкновенные акции Уфаоргсинтеза «прибавили» свыше 50%). Спросом пользовались также и башкирские НК (о чем говорит рост привилегированных акций Башнефти на 62%). Другой наш излюбленный сегмент (представленный дочерними компаниями энергетического холдинга ТВЭЛ) показал в январе выдающиеся результаты. У лидера (ПГХО) они такие: +62% по обыкновенным акциям; +63% - по «префам». Акции авиационных/аэрокосмических компаний – «горячая» тема месяца (в январе по темпам роста ВАСО возглавил РТС: +72% по обыкновенным акциям; +90% - по «префам»). Среди самых эффективных были и привилегированные акции Сокола (Илл. 1). Существенный рост интереса наблюдался в сегменте автомобилестроения (на фоне спекуляций о государственной консолидации отрасли через Рособоронэкспорт). Рекордное увеличение показал УАЗ (+81%), на втором месте – производитель автозапчастей НефАЗ (+72%). Свою выгоду получил и ОМЗ как производитель оборудования для модернизации ветхой инфраструктуры российской энергетики. Продолжался рост котировок нефтехимических компаний (в ответ на последний всплеск цен на

нефть). Среди «чемпионов» оказались и производители удобрений, такие как компания Апатит (+60% по «префам»).

Мы ожидаем, что в феврале инвесторы сохранят интерес к авиационным/аэрокосмическим, атомно-энергетическим, трубопрокатным, машиностроительным компаниям, а также компаниям – производителям удобрений. Примыкающий к нефтянке, трубный сектор привлекает все больший интерес вкладчиков. В каждой компании мы все так же предпочитаем привилегированные акции (в контексте приближающегося сезона дивидендных выплат).

В феврале нашими фаворитами среди компаний второго эшелона являются:

- Авиационные/аэрокосмические компании: Иркут, ВАСО, РКК Энергия, НПО Сатурн, Уфимские моторы.
- Ядерно-энергетические: Машиностроительный завод и Новосибирский завод, а также ПГХО
- Трубные компании: ЧТПЗ, ПНТЗ
- Машиностроение: Силовые машины, ОМЗ
- Производители удобрений: Сильвинит, Уралкалий, Апатит

Илл. 1. Акции-лидеры роста в январе 2006 г.

Акция	Тикер в РТС	Изменение. %	Последняя цена, \$
ВАСО привилегированные	vasop	89,5	10,8
ПГХО привилегированные	pghop	83,3	330,0
ОМЗ	OMZZ	82,9	9,60
УАЗ	uaza	81,1	0,096
НефАЗ	nfaz	72,0	8,00
ВАСО	vaso	71,6	19,90
Ревдинский з-д по обработке цветных металлов	rzcm	69,1	11,50
Уфимский НПЗ привилегированные	unpzp	64,5	1,67
ПГХО	pgho	62,0	478,0
Башнефть привилегированные	BANEP	62,0	11,10
Уфаоргсинтез	UFOS	61,9	4,50
Апатит привилегированные	apatp	60,0	80,00
Разрез Бородинский	rbor	60,0	1,600
Завод солода и пива	praz	55,0	10,0
Казаньоргсинтез привилегированные	kzosp	54,8	0,2825
Сокол привилегированные	nasop	53,9	2,80
Ярославнефтеоргсинтез	JNOS	51,6	0,94
Нижегороднефтеоргсинтез привилегированные	ngnsp	51,6	61,0
Нижегороднефтеоргсинтез	ngns	50,8	95,0
Мегионнефтегаз	MFGS	50,1	63,80

Источник: РТС

Илл. 2. Акции-лидеры снижения в РТС в январе 2006 г.

Акция	Тикер в РТС	Изменение, %	Последняя цена, \$
УфаВИТ	ufvi	-16,2	15,00
Юкос	YUKO	-15,4	1,70
Красноярская ГЭС	KRSG	-11,9	1,85
Коломенский завод привилегированные	klmzp	-11,3	10,20
СОЗ	smlu	-10,0	9,00
Авиастар	AVIA	-6,1	0,0031
БМК	bmkk	-5,7	10,0
Ростелеком	RTKM	-4,9	2,25
Энергомаш	enma	-4,9	0,1075
Балтийский завод	balz	-4,8	80,00
ОМК	osmk	-4,8	14,75
Норильский Никель	GMKN	-2,9	86,00
Магаданэнерго	MAGE	-2,3	0,042
Седьмой Континент	SCON	-1,7	25,55
Туламашзавод привилегированные	tumap	-1,2	0,040
Нижнекамскшина	NKSH	-0,9	3,42
Совинцентр	sovi	-0,0	0,24
Сахалинморнефтегаз привилегированные	SKGZP	-0,0	10,0
ЦентрТелеком привилегированные	ESMOP	-0,0	0,47
Комсомольский НПЗ	knprp	-0,0	100,0

Источник: РТС

Тема: Регулирование финансовых рынков становится более прогрессивным

Эрик ДеПой (7495) 789-8518

В плане финансового регулирования январь был одним из самых примечательных месяцев за десятилетнюю историю рынков РФ. Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) под руководством Олега Вьюгина обнародовала ряд предложений, направленных на усиление фондового рынка России с конечной целью – защитить его от «ухода» акций на иностранные биржи. Надзорные финансовые власти РФ осуществили свое право регулирования в отношении АДР и первичного размещения акций российскими компаниями, а также инсайдерской торговли и корпоративной отчетности. Правительство провело, наконец, поправки, определяющие порядок консолидации компаний и влекущие за собой существенные последствия для миноритариев.

Путин утвердил поправки к закону, «вытесняющие» миноритариев

5 января президент Путин утвердил поправки к «Закону об акционерных обществах», касающиеся прав миноритариев. Т.н. «закон о вытеснении миноритариев», вступающий в силу 1 июля, дает право компаниям, где миноритарии владеют 5% и менее капитала (в виде бумаг, находящихся в свободном обращении), осуществлять обязательный выкуп акций по цене, *не превышающей* их среднюю биржевую цену на отечественной бирже за предыдущие 6 месяцев. В сущности, закон устанавливает «потолок» цены выкупа акций и, соответственно, выгоден компаниям, а не их миноритарным акционерам (хотя руководство компании обязано представить подробные объяснения в отношении метода, которым рассчитана цена выкупа). Для акций, по которым сделок за предыдущие 6 месяцев не было, или по которым свободных торгов не осуществляется, цена выкупа будет определяться независимым аудитором, назначенным компанией. Акционеры обязаны ответить на предложение о выкупе акций в 35-дневный срок с момента объявления, что, с точки зрения критиков законопроекта, явно недостаточно.

Первоначальная версия закона, в соответствии с которой владельцы более чем 90% голосующих акций компании (включая аффилированных собственников) имеют право выкупить оставшиеся миноритарные доли по цене, определенной этими акционерами, прошла в Думе первое чтение в 2004 г. Этот законопроект стал объектом резкой критики со стороны защитников прав акционеров, которым удалось решение о его отправке на доработку. Второй раз законопроект был представлен в апреле 2005 г. и прошел первое чтение в июле с результатом голосования: 347-0 (на заседании 21 декабря Дума формально отвергла первый вариант закона – чисто техническая процедура). Новая версия закона поднимает «планку» в отношении обязательного выкупа с 90% до 95% (компромисс между консервативной отметкой 98%, предложенной защитниками прав акционеров, и более смелой цифрой законодателей – 90%). Другое изменение требует, чтобы те, кто владеет (или объявил о желании приобрести) свыше 30% обыкновенных и/или привилегированных акций компании, публично объявляли о своем намерении и направляли оферту о выкупе остальным акционерам.

Поправки способствуют процессу объединения предприятий, но усиливают риск ущемления прав миноритариев

У нас пока двойственное отношение к возможным последствиям т.н. поправок о «вытеснении миноритариев». С одной стороны, их можно считать важным шагом в направлении законодательного оформления прав и обязанностей акционеров и учета законных прав самих компаний. В российском законодательстве давно ощущался недостаток в действенных механизмах, ограничивающих возможности для срыва поглощений (в частности, для предотвращения шантажа со стороны

миноритариев) и способствующих завершению процесса объединения предприятий. Такие механизмы, обеспечивающие процедуру превращения компании из публичной в частную, давно стали обычной практикой на других рынках, и мы полагаем, Россия не должна быть исключением.

С другой стороны, в некоторых случаях эти поправки могут создать условия для нарушения прав миноритариев и способствовать «исходу» миноритариев из тех компаний, которые подпадают под действие нового законодательства. В первую очередь это относится к компаниям с малой или средней капитализацией с долей свободнообращающихся акций менее 10% и незначительной ликвидностью (сюда можно отнести акции банков УралСиб и Промстройбанк С-Петербург). Из числа более крупных компаний следует отметить «дочки» ТНК-ВР, МГТС и Сибнефть, которые находятся на завершающей стадии слияния с материнскими структурами.

Все будет зависеть от отношения компаний к корпоративному управлению

Мы полагаем, что в конечном счете практическое применение поправок будет зависеть от отношения менеджмента к корпоративному управлению. В этом смысле такие компании, как, например, ТНК-ВР вряд ли пойдут на ущемление прав миноритариев, тогда как другие, не отличающиеся дружкой с миноритариями, возможно, будут действовать более прямолинейно.

Решение ФСФР ограничить объем выпуска АDR 35% акционерного капитала не отразится на АDR, уже выпущенных на сегодняшний день компаниями

ФСФР завершила также разработку положения, согласно которому в виде дивидендов за пределами России могут торговаться не более 35% акций компании. Ранее действовало 40%-ное ограничение. Мы полагаем, что новое положение практически не окажет влияния на АDR, уже выпущенные российскими компаниями. Что касается Газпрома, то компания согласилась скорректировать планы в отношении выпуска АDR (ранее предполагалось, что их объем составит 40% от уставного капитала). Это изменение вряд ли приведет к снижению веса бумаг Газпрома в индексе MSCI, поскольку для его расчета используется доля свободнообращающихся акций на внутренней бирже. Олег Вьюгин подчеркнул, что планов вводить новые ограничения у ФСФР нет.

По новым правилам ФСФР 30% бумаг от всего объема IPO должно размещаться на российской бирже

ФСФР решила ограничить долю акций, размещаемых в ходе IPO на зарубежных биржах, 70% от общего объема IPO. Это сделано с целью не допустить «ухода» акций на зарубежные биржи. В этих же целях существенно упрощается процедура IPO на внутреннем рынке. Например, отменяется требование о предварительной регистрации публичного предложения акций в ФСФР, на что ранее уходило до месяца. Кроме того, период, в течение которого нынешние акционеры могут приобрести акции нового выпуска сокращается с 45 до 5 дней (облегчается формирование книги заявок на внутреннем рынке). Предлагаемые изменения направлены на экспертизу в Минюст (вступают в силу через 10 дней после согласования с Минюстом).

Мы полагаем, что на предстоящее IPO Роснефти новое положение сильно не повлияет. На внутреннем рынке достаточно денег для приобретения этих бумаг ориентировочно на \$2-3 млрд, что составляет 30% всего планируемого объема IPO. Мы считаем, что несмотря на 35%-ное ограничение, компания вполне может осуществить размещение в требуемом объеме.

Готовится законопроект об инсайдерской торговле, повышающий прозрачность компаний

31 января ФСФР объявила о планах внести в правительство к маю этого года законопроект об инсайдерской торговле и механизме проведения соответствующего расследования. Законопроект предусматривает, что регулятор финансового рынка будет наделен правом запрашивать информацию у продавца, покупателя и других участников предполагаемой инсайдерской сделки. Несмотря на то, что во многих российских компаниях действуют правила, ограничивающие инсайдерскую торговлю, на уровне федерального закона никаких ограничений нет. Законопроект предполагает, что регулятор будет

сообщать органам дознания о вскрытых фактах инсайдерских сделок и подавать в суд на их участников, заявил Олег Вьюгин.

Кроме того, по словам Вьюгина, ФСФР разрабатывает положения, повышающие ответственность – вплоть до уголовной – за предоставление недостоверной финансовой информации единоличными исполнительными органами компаний и членами совета. Объявление об этом было сделано в тот же день, когда в США начались судебные слушания по делу компании Enron: по-видимому, регулятор счел, что это удобный момент для поднятия вопроса о необходимости повышения прозрачности компаний и усиления мер ответственности. Несмотря на то, что эти меры, несомненно, окажут благотворное воздействие на российские компании и финансовый сектор (регулятор ставит задачу введения этических норм и принципов корпоративного управления, соответствующих международной практике), мы полагаем, что их практическая реализация может оказаться проблемой, поскольку компании всегда настороженно относились к открытости, а механизмы исполнения закона зачастую оказываются неэффективными.

Динамика и оценка акций

Илл. 3. Динамика АДР, с начала месяца, на 2 февраля 2006г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели	
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$
Нефть и Газ								
Газпром ADS	114A, REG S	10 в 1	1,4	85,6	19,4	19,4	94,0	29,5
ЛУКОЙЛ	Уровень 1	4 в 1	31,0	77,6	32,5	32,5	80,9	26,5
Сибнефть	Уровень 1	5 в 1	4,0	22,8	21,6	21,6	24,2	14,9
Сургутнефтегаз	Уровень 1	50 в 1	19,0	69,7	30,4	30,4	73,1	32,8
Татнефть	Уровень 2	20 в 1	25,0	87,8	33,0	33,0	89,7	31,0
ЮКОС	Уровень 1	4 в 1	20,0	6,8	-15,4	-15,4	9,2	0,0
Энергетика								
Иркутскэнерго	Уровень 1	50 в 1	Н/Д	25,1	31,5	31,5	25,1	9,5
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	36,2	0,0	-3,2	54,3	36,2
Мосэнерго	Уровень 1	100 в 1	20,0	14,8	6,1	6,1	15,8	7,0
РАО ЕЭС	Уровень 1	100 в 1	22,0	50,3	20,4	20,4	53,1	27,4
Телекоммуникации								
Голден Телеком	Уровень 3	1 в 1	14,0	29,0	11,4	11,4	32,0	25,1
МТС	Уровень 3	20 в 1	22,0	37,7	7,6	7,6	42,2	30,5
Система	Уровень 4	50 в 1	24,7	24,7	5,1	5,1	27,2	15,0
Вымпелком	Уровень 3	1 в 4	40,0	47,1	6,4	6,4	51,0	31,7
МГТС	Уровень 1	1 в 1	Н/Д	18,9	8,3	6,8	15,7	9,5
Волга Телеком	Уровень 1	2 в 1	8,5	7,8	4,8	-2,0	7,2	4,3
Ростелеком	Уровень 2	6 в 1	19,7	14,1	3,4	3,4	16,2	11,3
Юж Телеком	Уровень 1	1 в 2	Н/Д	7,2	7,1	7,1	6,4	2,6
Уралсвязьинформ	Уровень 1	200 в 1	Н/Д	7,4	0,8	0,5	7,0	5,0
Другие сектора								
ГМК НорНикель	Уровень 1	1 в 1	17,0	90,0	-4,3	-4,3	104,3	53,5
ОМЗ	144A, REG S	1 в 1	16,6	9,7	80,7	80,7	8,0	2,5
Wimm-Bill-Dann	Уровень 1	2 в 1	25,0	22,9	-4,9	-4,9	26,7	15,4

Примечание: н/д – нет данных

Источники: Reuters, Bloomberg

Илл. 4. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 2 февраля 2006 г

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV \$ млн	МСар \$ млн	P/E		EV/EBITDA		Справедли- вая цена \$	12M TP \$	Потенциал роста %	Рекоменда- ция
	MTD \$	YTD %	YTD %	Макс \$	Мин \$	2005П			2006П	2005П	2006П					
Нефть и Газ																
Газпром	7,9	14	14	8,8	2,6	4740,8	186 323	13,8	12,0	8,3	7,5	7,98	8,65	8,7	ДЕРЖАТЬ	
ЛУКОЙЛ	77,7	31	31	80,3	31,2	13,6	66 089	11,0	12,7	6,9	7,7	65,4	70,96	-8,7	ДЕРЖАТЬ	
Сибнефть	4,4	16	16	4,8	2,9	0,7	20 862	6,5	9,2	4,7	5,7	3,5	3,8	-13,6	ПРОДАВАТЬ	
Сургутнефтегаз	1,4	28	28	1,5	0,7	1,9	49 766	12,0	16,3	6,7	8,7	1,26	1,4	-0,4	ДЕРЖАТЬ	
Татнефть	4,4	36	36	4,5	1,6	0,4	9 673	11,0	13,2	6,1	6,9	3,08	3,39	-23,0	ПРОДАВАТЬ	
ЮКОС	1,8	-12	-12	2,2	0,5	0,2	3 937	1,4	1,6	0,7	1,1	запрещено	н/д	н/д	запрещено	
Petrobras	48,7	4	4	49,4	25,6	8,7	50 883	7,2	5,8	4,0	3,2					
PetroChina	0,6	6	6	0,7	0,4	50,9	112 959	9,0	7,6	5,3	4,3					
Sinorec	0,4	3	3	0,5	0,4	42,8	34 031	7,0	6,4	4,3	4,2					
Среднее по сектору								8,8	9,4	5,2	5,5					
Энергетика																
Иркутскэнерго	0,5	24	24	0,5	0,2	0,1	1 287	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр	
Ленэнерго	0,6	12	12	1,0	0,6	0,0	765	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр	
Мосэнерго	0,2	8	8	0,2	0,1	0,0	2 473	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр	
РАО ЕЭС	0,5	19	19	0,5	0,3	10,1	14 734	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр	
CEZ	34,6	10	11	820,0	348,0	1099,3	2 031	н/д	н/д	н/д	н/д					
Sopel	7,6	12	12	18,4	9,6	0,9	832	н/д	н/д	н/д	н/д					
Eletrobras	18,4	7	8	45,5	28,1	13,5	4 310	н/д	н/д	н/д	н/д					
Среднее по сектору																
Телекомы																
МГТС	15,7	8	8	15,7	9,5	0,0	1 253	12,6	11,0	7,0	6,2	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр	
TeleSP	17,8	7	7	22,0	14,2	0,5	10 481	9,7	9,2	4,0	4,0					
Tele Norte Leste	23,1	0	0	26,0	18,7	6,0	7 619	14,4	11,1	5,7	5,5					
Среднее								12,2	10,4	5,6	5,2					
Ростелеком	2,4	-1	-1	2,7	1,9	1,0	1 712	8,7	8,8	4,2	4,3	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр	
Indosat	0,6	1	1	0,7	0,5	6,1	3 342	19,1	14,7	5,4	4,5					
Embratel	2,4	-4	-4	3,5	1,8	0,0	1 914	ng	8,8	3,8	3,4					
Среднее								13,9	10,7	4,5	4,1					
Голден Телеком	29,0	11	11	32,0	25,1	2,2	1 052	14,0	12,0	5,2	4,5	40,8	44,8	54,4	ПОКУПАТЬ	
Netia	2,5	-4	-4	2,7	1,6	4,4	714	ng	21,7	6,0	5,6					
МТС	37,7	8	8	42,2	30,5	55,1	15 014	12,4	9,7	6,7	5,5	48,5	53	40,7	ПОКУПАТЬ	
Система	24,7	5	5	27,2	15,0	10,8	11 918	17,9	15,9	4,0	3,7	31	34,4	39,3	ПОКУПАТЬ	
Вымпелком	47,1	6	6	51,0	31,7	31,3	9 655	16,6	12,6	7,2	5,8	52,8	57,2	21,5	ПОКУПАТЬ	
Stet Hellas	19,5	4	4	22,2	14,9	н/д	1 632	16,5	16,0	6,1	5,8					
Mobinil	48,1	5	5	54,5	29,4	н/д	4 963	21,3	16,5	10,0	8,2					
Среднее по сектору								15,3	13,3	5,9	5,1					
Металлургия																
ГМК НорНикель	88,2	0	0	91,3	53,6	4,6	16 811	7,1	7,1	4,5	4,6	75	82,7	-6,0	ДЕРЖАТЬ	
Amplats	84,7	2	2	86,0	35,1	1406,9	18 496	14,0	19,3	11,8	23,5					
Inco	50,9	1	1	51,6	36,3	55,9	9 696	33,5	-6,2	18,5	21,7					
Implats	176,7	3	3	178,9	79,2	2900,6	11 849	15,3	15,6	12,3	14,1					
Среднее								17,5	9,0	11,8	16,0					
Северсталь	12,3	24	24	12,3	7,1	0,5	6 788	5,6	6,8	3,5	4,1	12	13,44	11,1	ПОКУПАТЬ	
НЛМК	1,9	31	31	1,9	1,0	0,5	11 237	8,1	8,1	4,3	4,4	1,9	2,1	12,0	ПОКУПАТЬ	
Мечел	29,5	22	22	37,0	23,3	4,6	4 092	9,9	13,0	5,5	6,6	27	29,7	0,7	ДЕРЖАТЬ	
Евраз	20,9	15	15	22,0	13,5	4,3	7 421	7,0	6,5	4,2	4,1	21	23,1	10,5	ДЕРЖАТЬ	
China Steel	0,8	0	0	1,1	0,7	26,2	8 903	5,4	5,3	3,4	3,4					
POSCO	231,0	1	1	253,4	181,6	84,2	20 141	4,7	4,3	2,8	2,5					
Среднее по сектору								6,8	7,3	4,0	4,2					
Пищевая пром.																
Лебедянский	71,5	13	13	72,8	37,2	0,1	1 459	17,7	15,6	11,4	10,2	71,2	78,86	10,3	ДЕРЖАТЬ	
Wimm-Bill-Dann	20,9	9	9	22,0	15,8	0,0	920	32,0	14,0	9,1	6,3	22,5	27,95	27,3	ДЕРЖАТЬ	
Cadbury Schweppes (UK)	984,5	1,3	1,3	1066,3	844,0	0,0	11 505	17,2	15,3	11,2	11,2					
Coca Cola Company (USA)	41,2	2,1	2,1	45,3	39,4	0,0	97 902	19,3	18,1	13,5	13,5					
Среднее								21,5	15,7	11,3	10,3					
Торговля																
Пятерочка	16,7	15	15	26,1	11,9	0,0	2 551	26,5	21,3	16,6	12,7	16,2	17,93	7,7	ДЕРЖАТЬ	
Седьмой Континент	25,7	-1	-1	27,1	10,3	0,0	1 658	33,7	20,6	20,8	12,0	27,8	30,84	20,0	ПОКУПАТЬ	
Robinson & Co	3,7	1	1	4,1	3,5	0,1	322	15,8	15,6	11,2	13,5					
Tesco PLC	562,1	-1	-1	597,6	519,8	2442,2	44 189	17,3	15,8	9,8	9,0					
Среднее по сектору								23,3	18,3	14,6	11,8					
Машиностроение																
OM3	10,0	40	40	10,0	3,2	0,0	149	41,6	11,6	7,1	6,6	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр	
Hyundai Heavy	69,5	6	110	79,4	28,3	26,2	5278	44,7	пег.	22,9	23,4					
Среднее по сектору								42,2	11,6	14,8	14,9					

Примечание: н/д – нет данных, н/з – не значимо. Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка

Илл. 5. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 2 февраля 2006г.

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E	EV/EBITDA		Справедли-		12M TP	Потенциал	Рекоменда-	
	MTD	YTD	Макс	Мин	2005E	2006E				2005E	2006E	вая цена					роста
												\$	%				
Нефть и Газ																	
Мегийнефтегаз	46,00	37	37	46,95	18,50	90	6 346	9,9	н/д	7,1	н/д	52,40	58,16	-8	ДЕРЖАТЬ		
Башнефть	16,30	45	45	16,60	3,68	143	2 753	9,1	н/д	4,1	4,7	18,50	20,54	26	ПОКУПАТЬ		
РИТЕК	8,60	22	22	8,60	3,16	426	858	5,1	н/д	3,2	н/д	8,16	9,17	6.6	ДЕРЖАТЬ		
Энергетика																	
Башкирэнерго	0,78	19	19	0,78	0,29	100	812	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр		
Красноярскэнерго	0,05	13	13	0,05	0,01	27	125	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр		
Кубаньэнерго	0,65	19	19	0,65	0,44	24	292	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр		
Кузбассэнерго	15,00	15	15	15,30	10,30	0	268	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр		
Новосибэнерго	0,93	14	14	0,94	0,62	26	442	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр		
Пермэнерго	23,50	25	25	19,50	13,00	29	318	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр		
Ростовэнерго	6,40	14	14	6,40	4,00	0	196	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр		
Самараэнерго	0,05	0	0	0,05	0,05	0	156	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр		
Свердловэнерго	0,11	0	0	0,13	0,10	33,410	396	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр		
Челябэнерго	0,42	5	5	0,43	0,40	0	217	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр		
Телекомы																	
Дальсвязь	2,94	18	18	2,95	0,89	31,441	281	13,1	7,7	5,9	4,4	2,23	2,47	-16	ПРОДАВАТЬ		
Волга Телеком	0,62	24	24	0,62	0,26	43,665	979	Neg	39,3	7,1	5,8	0,48	0,54	-13	ПРОДАВАТЬ		
Сев-Зап Телеком	4,04	3	3	4,20	2,47	148,967	993	9,5	7,3	4,3	3,7	4,87	5,40	34	ПОКУПАТЬ		
Сибирь Телеком	1,04	12	12	1,07	0,44	77,854	912	17,2	13,6	6,3	5,3	0,80	0,88	-15	ПРОДАВАТЬ		
Уралсвязьинформ	0,08	10	10	0,08	0,04	127,673	978	9,8	8,6	5,0	4,4	0,08	0,08	-2	ДЕРЖАТЬ		
Центр Телеком	0,15	6	6	0,15	0,07	39,364	441	Neg	473,0	6,9	5,8	0,10	0,11	-26	ПРОДАВАТЬ		
ЮжТелеком	0,04	3	3	0,04	0,03	369,764	1 211	9,7	7,6	5,2	4,5	0,05	0,06	60	ПОКУПАТЬ		
Другие сектора																	
АвтоВАЗ	50,00	35	35	50,00	22,10	0	1 356	9,5	3,7	2,6	1,9	32,60	36,51	-27	ДЕРЖАТЬ		
Челябинский трубный з-д	1,53	45	45	1,53	0,51	230,126	722	34,6	12,3	10,4	8,6	1,30	1,46	-5	ДЕРЖАТЬ		
Выксунский МЗ	690,00	43	43	425,00	177,00	53,800	1 298	15	10,8	7,5	6,2	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр		
НТМК	1,95	13	13	1,30	0,60	104,772	2,553	4,6	6,2	2,6	3,2	2,15	2,41	23	ПОКУПАТЬ		
Сбербанк	1,51	15	15	805,00	369,50	1,922,649	28 692	н/д	н/д	н/д	н/д	1,570	1,732	15	ДЕРЖАТЬ		
Иркут	0,92	23	23	0,67	0,49	44,475	808,6	8,9	7,0	7,1	6,6	0,87	0,97	5	ДЕРЖАТЬ		
Калина	45,00	18	18	33,00	16,50	55,269	438,7	13,2	10,7	7,6	6,2	43,70	48,29	7	ПОКУПАТЬ		

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 6. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 2 февраля 2006г.

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV	Диск прив к	Дивид	Дивид	Справедливая	12M TP	Потенциал	Рекоменда-	
	MTD	YTD	High	Low	2005П	доходность									цена
Нефть и Газ															
Транснефть прив.	2 525	7	7	2 528	1 750			10,77		0,01	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр	
Сургутнефтегаз прив.	1,08	21	21	1,082	1,043			22	0,0203	0,03	1,01	1,12	4	ДЕРЖАТЬ	
Татнефть прив.	2,83	32	32	2,89	2,04			36	0,0335	0,02	1,85	2,02	-28	ПРОДАВАТЬ	
Энергетика															
РАО ЕЭС прив.	0,4	14	14	0,41	0,22			10	0	2	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр	
Телекомы															
Ростелеком прив.	1,79	5	5	1,79	1,31			24	0,1320	0,07	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр	

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Календарь корпоративных событий

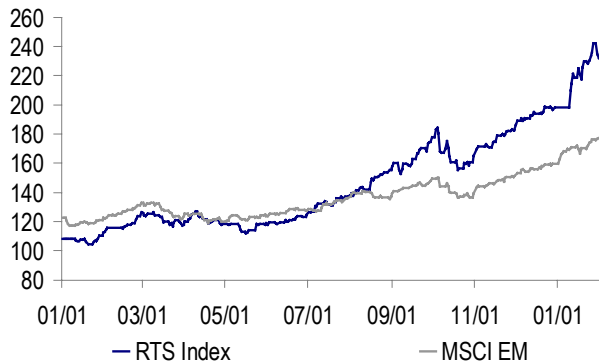
Илл. 7. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания	Событие
3 февраля	РАО ЕЭС	Совет директоров
1-10 февраля	Калина	Отчет за 2005 г. по РСБУ
13 февраля	Бурятэнерго	Госрегистрация акций компаний, выделенных из АО-энерго
13 февраля	Читаэнерго	Госрегистрация акций компаний, выделенных из АО-энерго
14 февраля	Северный ГОК	Start of subscription period to new shares
15 февраля	Якутскэнерго	Госрегистрация акций ЮжЯкутскэнерго (100%-ная «дочка»)
16 февраля	Алчевский меткомбинат	Завершение подписки на акции нового выпуска
22 февраля	Нефтехимик Прикарпатья	Очередное общее собрание акционеров
27 февраля	Костромская генкомпания	Внеочередное собрание акционеров по вопросу консолидации в ТТК-2
20-28 февраля	Седьмой Континент	Отчет за 2005 г. по МСФО
28 февраля	Галицынский НПЗ	Очередное общее собрание акционеров
28 февраля	Полтавский ГОК	Внеочередное собрание акционеров

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Графики

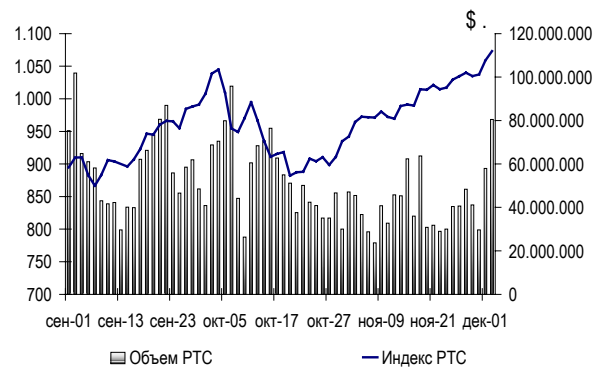
Илл. 8. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2005 года



Источники: РТС, Рейтер

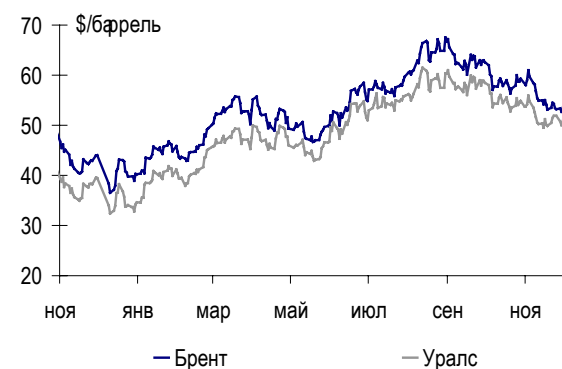
- Рост индекса РТС, начавшийся в конце года, продолжился в январе (+17% из-за притока средств в инвестфонды и внутренней ликвидности)
- Объем торгов на российских биржах был рекордно высоким

Илл. 9. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

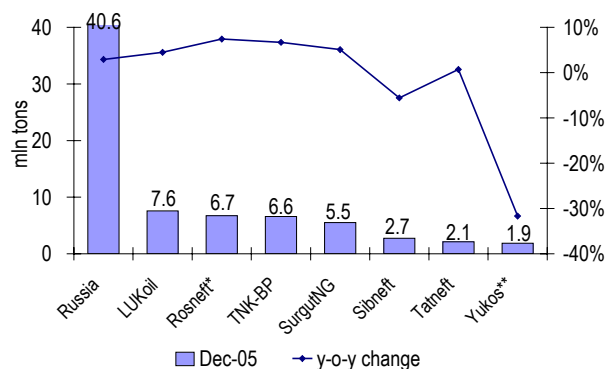
Илл. 10. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

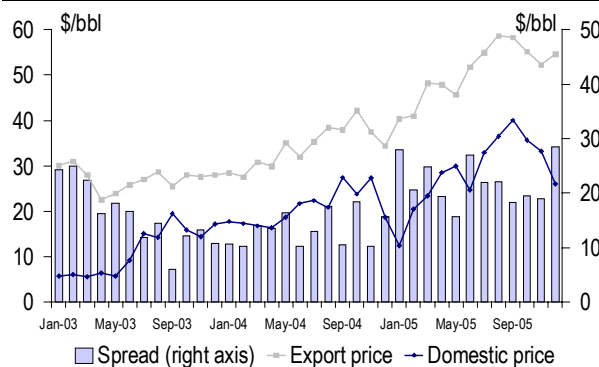
- Темпы роста нефтедобычи ускорились до 2,9% в декабре по сравнению с 2,4% в ноябре

Илл. 11. Внутренние и экспортные цены на нефть



Источник: Министерство энергетики

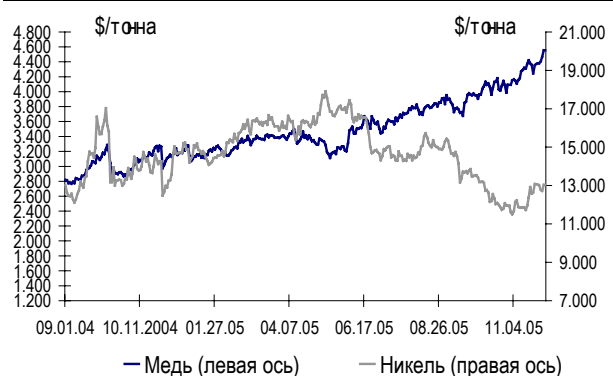
Илл. 12. Добыча нефти за месяц, млн тонн



Источник: Министерство энергетики

- После трех месяцев понижательной коррекции экспортная цена нефти выросла в декабре на 4,6%. Внутренняя цена нефти продолжала снижаться, что привело к увеличению дисконта.
- Цены на цветные металлы держатся на высоком уровне: медь подорожала на 9%, никель – на 13%

Илл. 13. Цены на медь и никель, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

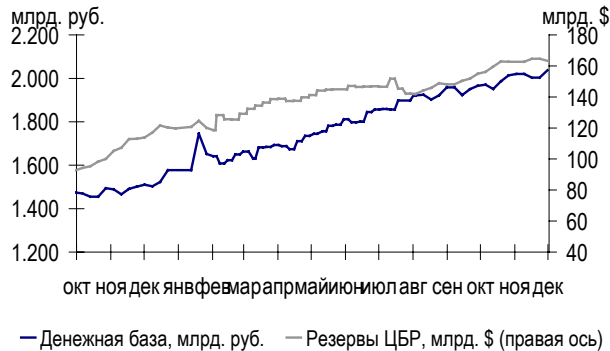
Илл. 14. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев



Источник: ЦБР

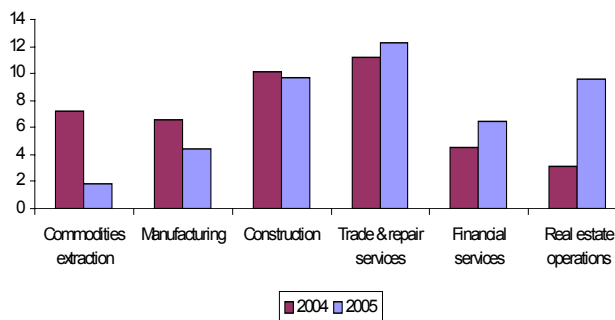
- В середине месяца ликвидность на внутреннем рынке резко выросла, но к концу месяца сократилась из-за налоговых платежей
- Резервы ЦБ продолжали неуклонно расти и к концу месяца составляли почти \$182 млрд

Илл. 15. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев



Источник: ЦБР

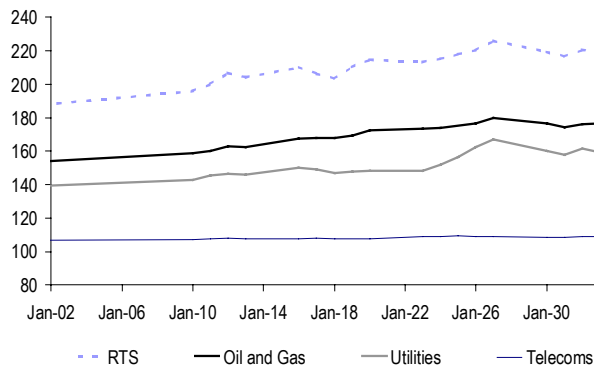
Илл. 16. Стабилизационный фонд



Источник: ЦБР

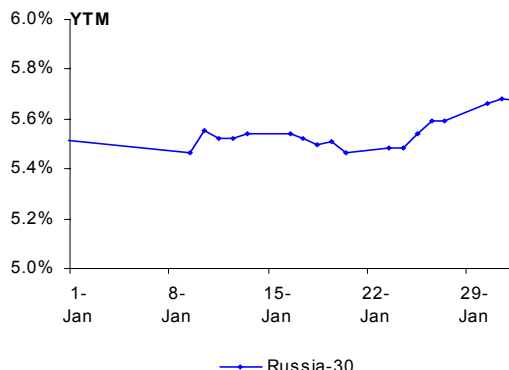
- Накопившиеся в Стабфонде средства позволят в 2006 г. увеличить расходную часть бюджета
- Двигателем индекса RTS был нефтегазовый сектор, телекомы заметно отставали

Илл. 17. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца



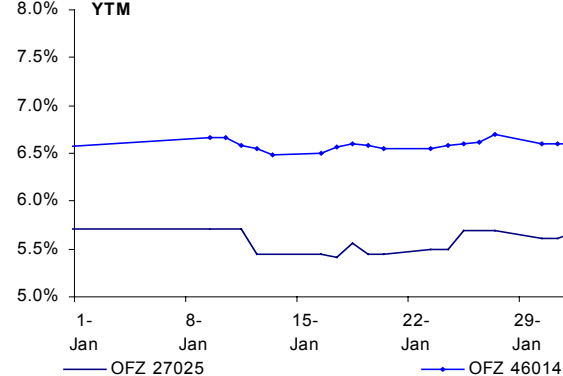
Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 18. Динамика Россия-30, с начала месяца



Источник: Рейтер

Илл. 19. Динамика ОФЗ 27025–46014



Источник: Рейтер

- После предновогоднего ралли российские еврооблигации начали снижаться вслед за казначейскими обязательствами США. Участники рынка находились в ожидании очередного повышения учетной ставки ФРС на 25 б.п.

Макроэкономика

Наталья Орлова (7 495) 795-3677

Светлана Ковальская (7 495) 795 3676

ВВП в 2005 г. вырос на 6,4%, но разбивка по секторам внушает беспокойство

Были проанализированы экономические показатели прошлого года и обозначены ключевые цифры. Мы выделяем следующие главные результаты.

По данным Росстата, российский ВВП вырос в 2005 г. на 6,4%, что совпало с последними прогнозами правительства и несколько превысило наш прогноз в 6,3%. Несмотря на то, что рост на 6,4% сам по себе является хорошей новостью, ситуация предстанет в не столь радужном свете, если мы рассмотрим разбивку по секторам (см. Таблицу X). Самый быстрый рост был отмечен в секторе торговли и услуг (+12,3%), а также операций с недвижимостью (+9,6), то есть в тех секторах экономики, чей вклад в создание рабочих мест невелик. Рост в секторе торговли, к примеру, может происходить за счет увеличения импорта, а не отечественного производства. Более того, основным фактором роста в этих секторах стал по всей вероятности бум банковского кредитования (отметим, что финансовый сектор также продемонстрировал быстрый рост на 6,5 % в 2005 г. по сравнению с 4,5% в 2004 г.). Тем временем рост обрабатывающих производств составил только 4,4% (по сравнению с 6,6% в 2004 г.), а добыча полезных ископаемых находилась в состоянии застоя с ростом в 1,8% (против 7,2% в 2004 г.).

Так как российская экономика изначально ориентирована скорее на промышленность, нежели на сферу услуг, рост ВВП, основанный на развитии сферы услуг и торговли, обречен на неустойчивость, и стабильного роста будет весьма трудно достичь, если не произойдет улучшений в промышленном секторе экономики. Таким образом, вероятно снижение темпа роста ВВП в 2006 из-за медленного роста промышленности. Мы предсказываем рост ВВП в 2006 г. на 6,2%.

Илл. 20. Рост ВВП (%) в 2005 г. по сравнению с 2004 г. по секторам

	2005	2004
Всего	+6,4	+7,2
Сельское хозяйство и охота	+1,1	+2,9
Добыча полезных ископаемых	+1,8	+7,2
Обрабатывающие производства	+4,4	+6,6
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	+2,2	+0,9
Строительство	+9,7	+10,1
Торговля и ремонтные услуги	+12,3	+11,2
Транспорт и связь	+6,1	+10,5
Финансовая деятельность	+6,5	+4,5
Операции с недвижимостью	+9,6	+3,1
Государственный сектор	+2,8	+0,6
Прочие коммунальные и социальные услуги	+8,0	+18,4

Источник: Росстат

Инфляция 10,9% год-к-году

В отношении инфляции цен на потребительские товары, результаты 2005 г. были положительными: наблюдаемый рост индекса потребительских цен на 10,9% был, конечно, намного выше изначального расчета правительства в 8,5%, но все же этот уровень был самым низким за последние годы. Это было достигнуто частично усилиями кабинета министров по сдерживанию инфляции административными мерами, в частности, с помощью контроля цен на бензин.

Что касается 2006 г., стоит отметить следующие тенденции экономического развития.

Согласно ЦБ РФ и Росстату, ИПЦ вырос за январь 2006 г. на 2,4% месяце-к-месяцу, что ненамного ниже соответствующего показателя в январе 2005 г., когда рост цен составил 2,6%. Главные факторы роста – подъем тарифов на коммунальные услуги и транспорт.

Тот факт, что рост ИПЦ повторяет прошлогодний сценарий, заставляет нас думать, что инфляция по итогам 2006 года будет близка к уровню инфляции в 2005 году. Мы ожидаем, что в 2006–2008 гг. кабинет министров продолжит сдерживание роста тарифов, и эта политика позволит сохранять инфляцию в пределах 10–11%. Более низких темпов инфляции ожидать не стоит, поскольку потребительские цены будут «догонять» цены производителей (индекс цен производителей рос в 2004–2005 гг. в два раза быстрее, чем ИПЦ).

Начиная с января 2006 г. НДС в России подлежит уплате на основе доставки, то есть сразу же после того, как товары доставлены и до того, как покупатель произвел оплату. Мы считаем, что прямым последствием этого для банковской системы станет снижение ликвидности, так как клиенты начнут снимать деньги со своих счетов, чтобы заплатить налог. Таким образом, банкам будет недоставать ликвидности для инвестиций и предоставления ссуд. Подобное развитие событий ослабит и без того низкие ключевые банковские показатели, такие как отношение активов банковского сектора к ВВП (в настоящее время 44%) и отношение кредитов к ВВП (в настоящее время 24%), а также приведет к повышению процентных ставок.

Этот эффект в какой-то степени почувствуется в феврале, когда начнется уплата налогов за январь, но поскольку в январе было меньше рабочих дней эффект будет неполным. Таким образом, в полной мере ощутить его можно будет в марте.

Илл. 21. Макроэкономические показатели в 2004–2006(П) гг.

	2004	2005	2006E
Выпуск продукции		% рост	
Реальный ВВП	7,1	6,4	6,2
Промышленное производство	6,1	4,0	4,3
Инвестиции	10,8	10,5	9,0
Цены		Изменение, %, дек./дек.	
ИПЦ	11,7	10,9	11,0
ИЦП	28,3	13,4	16,0
Бюджетный сектор		% ВВП	
Федеральные налоговые сборы	20,2	24,4	22,0
Баланс федерального бюджета	4,2	7,5	6,0
Обменный курс		рубль/\$	
Обменный курс на конец года	27,7	28,8	28,4
Среднегодовой обменный курс	28,8	28,3	28,3
Изменение реального обменного курса, %	15,5	10,5	8,3
Резервы		\$ млрд	
Резервы ЦБ РФ на конец года	124,5	182,2	250,0
Стабилизационный фонд	19	43	100

Источники: Росстат, ЦБ РФ, оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей

Нефть и Газ

Надя Казакова, СФА (44 20) 7382-4184, **Аниса Редман** (44 20) 7382-4145, **Константин Батунин** (7 495) 786-4876

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.

Твердые цены на нефть и либерализация рынка акций Газпрома были служили основой стабильности рынка

Восстановление цен на нефть и поток новостей о Газпроме направляли события в российском нефтегазовом секторе последние два месяца. Цена на нефть Brent возросла на 7,5% до \$58,8/млрд баррелей в декабре и на 9,6% до \$64,5 млрд баррелей в январе, а цена Urals поднялась на 20% до \$62,8/млрд баррелей. Политическая нестабильность в некоторых из основных нефтедобывающих стран продолжает создавать благоприятный фон для цен на нефть в ближайшем будущем.

Мы подняли прогноз Brent до \$55/млрд барр в 2005 г., \$50/млрд барр в 2006 г. и \$40/млрд барр долгосрочно

Учитывая ожидаемое повышение мирового спроса на нефть и недостаточные резервные мощности в мировой нефтедобыче, мы повысили наш прогноз цен на нефть с \$45 до \$50/млрд баррелей на 2006 г. и с \$40 до \$45/млрд баррелей на 2007 г., а также увеличили наш долгосрочный прогноз цен на Urals с \$36 до \$40/млрд баррелей.

В 2005 г. нефтедобыча возросла на 2,4% до 9,4 тыс барр в день, экспорт вне СНГ вырос на 11,8% до 4,1 тыс барр в день

Статистические данные по добыче нефти и газа за весь год продолжают логику обозначенных ранее тенденций. В 2005 году в России было добыто 470 млн тонн сырой нефти и газового конденсата, что на 2,4% больше год-к-году и составляет наивысшее значение по сравнению с 1991 г. Снижение темпов добычи было отчасти вызвано резким спадом в добыче ЮКОСа (бывший Юганскнефтегаз) и 2% сокращением выработки Сибнефти. В подавляющем большинстве случаев российские нефтедобывающие компании продемонстрировали устойчивый рост производства, в том числе такие, как Сургутнефтегаз (рост на 7,5% до 1,27 млн баррелей в сутки), ЛУКОЙЛ (рост на 4,6% до 1,75 млн баррелей в сутки), ТНК-ВР (рост на 7,3% до 1,51 млн баррелей в сутки) и Славнефть (рост на 9,8% до 0,48 млн баррелей в сутки). Совокупный экспорт нефти упал на 1% до 251 млн тонн (5 млн баррелей в сутки). Однако это сокращение было почти полностью связано с 7,2% уменьшением поставок в СНГ, в основном в Украину. Поставки нефти на нефтеперерабатывающие заводы страны снизились на 25% до 0,300 млн баррелей в сутки в связи с остановками на техническое обслуживание. Объем экспорта за пределы СНГ возрос на 11,8% до 4,1 млн баррелей в сутки.

ФАЭ ожидает 1-2% роста добычи нефти в 2006–2007гг., если не будет дополнительных инвестиций

Федеральное агентство по энергетике (ФАЭ) опубликовало свой прогноз добычи нефти и газа на следующие 2–3 года. Правительственная служба контроля полагает, что добыча нефти в России в ближайшие 2–3 года не увеличится более чем на 1–2%, если только нефтедобывающие компании не будут наращивать инвестиции. В ФАЭ ожидают, что в 2006 году добыча нефти увеличится на 2% до 482 млн тонн (9,64 млн баррелей в сутки), а экспорт нефти – на 9,6% до 265 млн тонн (5,3 млн баррелей в сутки). Добыча газа предположительно должна повыситься до отметки в 644 млрд м3. Наш прогноз по добыче сырой нефти по

сравнению с ФАЭ более оптимистичен: ожидается 4,5% увеличение до 493 млн тонн (9,8 млн баррелей в сутки) на основании ускорения роста добычи в Роснефти, Сибнефти и продолжающегося роста выработки Славнефти, ТНК-ВР, Сургутнефтегаза и ЛУКОЙЛа.

Вложения в нефте- и газодобычу достигли \$1,6 млрд, подняв уровень воспроизводства нефти до 60% и газа выше 100%

Положительным моментом является то, что в 2005 г. российские нефтяные и газовые компании смогли поднять свои уровни воспроизводства минерально-сырьевой базы после нескольких неудачных лет. В прошлом году компании потратили в совокупности более 50 млрд руб (\$1,8 млрд) на разведку месторождений, причем большая часть приходится на долю частных компаний (около \$1,6 млрд). Федеральное агентство по недропользованию (Роснедра) объявило, что в 2005 г. Россия добавила 660 млрд куб м к газовым запасам категории АВС1, что приравнивается к 100% уровню воспроизводства минерально-сырьевой базы. Этот показатель для нефтяной промышленности в основном сохраняется на относительно низком уровне – 60%, в основном из-за более обширных запасов Роснефти.

Правительство предложит закон о налоговых каникулах для неосвоенных и снижении налогов на разработку истощенных месторождений

В ответ на замедлившийся рост добычи и недостаточный объем инвестиций правительство готово внести в парламент законопроект, по которому будет предусмотрен период освобождения от уплаты налогов для неосвоенных месторождений, таких как месторождения Восточной Сибири и на арктическом шельфе. Единый налог на добычу полезных ископаемых будет дифференцирован в зависимости от уровня истощения месторождений, в то время как экспортная пошлина не изменится. Ожидается, что законопроект будет представлен в Думу в следующем месяце и с учетом возможных поправок вступит в силу уже в 2007 г.

В декабре прошла либерализация рынка акций Газпрома

Главным событием декабря стала либерализация доли рынка Газпрома. Соответствующий законопроект был одобрен в конце месяца, что послужило основой для снятия ограничений на приобретение доли в Газпроме иностранными акционерами. Как только были сняты ограничения, Morgan Stanley Capital International (MSCI) объявил, it would increase the weighting акций Газпрома в MSCI Russia Index с 6,3% до 42,8%, а в индексе MSCI Emerging Europe от 0,4% до 3,7%. Это заявление, возможно, будет способствовать успешной либерализации Газпрома, в частности участию акций компании в торгах на РТС и ММББ. Компания и раньше соответствовала требованиям относительно торговли акциями. 13 января РТС объявила, что Газпром будет участвовать в торгах on its main classic exchange, делая свои акции доступными для иностранных инвесторов. 23 января ММББ начала торги по акциям компании. Однако остались некоторые помехи. В результате MSCI заявил, что Газпром в индекс MSCI пока включен не будет. MSCI отметил, что прежде, чем компания войдет в индекс, все практические вопросы должны быть решены. Согласно MSCI, одним из таких обстоятельств является отсутствие контрактов с местными кастодианами на местах и регистрационной компанией Газпрома, DRAGA. Отсутствие такого соглашения служит временным препятствием для прямых иностранных инвестиций в акции Газпрома.

...хотя MSCI отложил включение Газпрома в индексы MSCI до мая

MSCI продолжит отслеживать ситуацию и будет рассматривать возможность включить Газпром в индекс в два этапа, как это и планировалось ранее: сначала до 21% в MSCI Russia, затем до 42%. Однако первый шаг вряд ли будет сделан ранее мая, и никак не в феврале, как это предполагалось вначале.

Новая программа ADR получила зеленый свет,...

Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) одобрила программу Газпрома на размещение новых АДР, которые покроют 35% уставного капитала компании. Изначально Газпром хотел сделать доступными через АДР 40% своего капитала, но российский финансовый

регулятор внес изменения в соответствующее положение, установив новый потолок программ АДР на уровне 35%.

Одновременно ФСФР приняла решение о том, чтобы размещать 70% акций, предложенных в ходе IPO, на международных рынках. Для нейтрализации этого ограничения процедуры IPO на внутренних рынках будут значительно упрощены. В перспективе это ограничение может воздействовать на Роснефть, которая собирается в 2П06 разместить свои акции на международных рынках. Между тем внутренняя ликвидность, вероятно, достаточна, чтобы принять \$2–3 млрд новых акций Роснефти.

4 января Газпром и Нафтогаз Украины официально объявили об урегулировании разногласий по газу между компаниями. Стороны сошлись на том, что Газпром будет поставлять российский газ торговому посреднику РосУкрЭнерго, который становится эксклюзивным поставщиком газа из России и Центральной Азии на Украину. Цена импортируемого газа на украинской границе на 1 января 2006 г. составит \$95/тыс куб м. По новому соглашению Газпром будет выплачивать повышенный транзитный тариф за перевозку около 120 млн кубометров газа в год по территории Украины. Транзитный тариф повышен с \$1,09 до \$1,60 за 1000 кубометров за каждые 100 км и не будет изменяться в течение 5 лет. Соглашение вызвало смешанную реакцию в России и на Украине.

Газпром объявил о своем удовлетворении сделкой, в то время как украинская сторона осталась недовольна условиями договора, в особенности ценой импортируемого газа на границе Украины: прописанная сумма определена только на 6 месяцев с момента подписания соглашения. Хотя переговоры продолжаются, мы ожидаем, что окончательное решение будет достигнуто и по времени может совпасть с визитом Президента Украины Виктора Ющенко в Москву.

Роснефть: пока нет ясности с IPO и консолидацией

Декабрь и январь изобилуют новостями от Роснефти. Несмотря на все надежды, ситуация с предполагаемой консолидацией Роснефти и IPO не прояснилась.

Возможно, до своей консолидации компания выпустит новые акции

24 января руководитель Федерального агентства по управлению федеральным имуществом Валерий Назаров заявил, что Роснефть планирует провести дополнительную эмиссию акций до завершения консолидации всех подконтрольных ей компаний. Роснефть проведет заседание Совета директоров для принятия окончательного решения по вопросу о размещении акций. В. Назаров также указал, что вопрос о целесообразности консолидации всех дочерних компаний Роснефти пока не решен.

Планы завершить консолидацию и провести листинг в России (в апреле) и в Лондоне (в июне) отложены

Ранее в декабре Интерфакс процитировал высказывание чиновника из Роснефти, где говорилось, что компания планирует завершить консолидацию к 3 апреля и позже в апреле получить индексы РТС и ММВБ. У Роснефти также было намерение выпустить 12,67% акций в пользу стратегического инвестора до IPO с целью выплатить \$7,6 млрд займа, полученного Роснефтегазом для финансирования приобретения государством 10,74% доли в Газпроме. IPO компании на Лондонской фондовой бирже было назначено на конец июня. Однако Совет директоров компании 9 ноября не смог утвердить этот план, что привело к задержке в его реализации.

Мы не приветствуем проведение IPO до консолидации

Откровения Назарова вызывают у нас беспокойство. Изначально мы видели два возможных сценария развития этой ситуации: (i) дополнительная эмиссия, в случае ее утверждения Советом директоров, могла бы быть проведена в пользу стратегического инвестора (по первоначальному плану – 12,67% совокупного акционерного капитала Роснефти), или (ii) размещение акций могло бы принять форму IPO (в этом случае IPO будет проведено до консолидации компании). Второй

Завершение независимой оценки ожидается в феврале

сценарий со всей очевидностью не является оптимальным вариантом для правительства, поскольку он неизбежно приведет к более низкой оценке компании инвестиционным сообществом (консолидация была задумана как средство оптимизации структуры Роснефти и повышения за счет этого ее прозрачности).

Одним из ожидаемых событий в феврале является завершение независимой оценки стоимости Роснефти, учитывая недавно приобретенные 25,94% акций Верхнечонскнефтегаза, нефтегазовой компании с 210,6 млн тонн нефти и 129,2 млрд куб м газа в запасах категорий C1+C2, расположенных в Иркутской области в Восточной Сибири. До приобретения этого актива стоимость Роснефти (включая дочерние компании) оценивалась в \$58 млрд и в \$48 млрд как обособленное предприятие. Оценка была проведена Deloitte & Touche и подтверждена российским аудитором 2K Audit-Business Consulting.

Ситуация технического дефолта с консорциумом западных банков разрешена

В комментариях менеджмента компании к финансовой отчетности за 1-ю половину 2005 г. по US GAAP, опубликованных на ее сайте в Интернет, среди достижений было отмечено, что в 1П05 Роснефть достигла соглашения с консорциумом западных банков во главе с Societe Generale относительно внесения поправок в финансовые условия, содержащиеся в действующих кредитных соглашениях. Соглашения касаются кредита объемом \$1 млрд, полученного ЮКОСом в 2003 г., обеспечением которого должна была служить экспортная выручка Юганскнефтегаза. Соглашение, достигнутое в 1П05 с консорциумом банков, фактически ликвидировало для Роснефти ситуацию технического дефолта, что, очевидно, было весьма позитивным достижением. Компании остается погасить \$473 млн по этому займу в течение нескольких следующих лет.

Среди более ранних значительных событий, касающихся Роснефти, – полученный правительством отказ от Дональда Эванса, бывшего торгового атташе США, который не захотел возглавить Совет директоров Роснефти. Близкий к Белому дому американский политик с обширными связями подвергся жесткой критике за то, что счел возможным рассмотреть сделанное предложение. Несмотря на неудачу с Эвансом, российское правительство, скорее всего, будет продолжать поиски западных топ-менеджеров на руководящие должности в Роснефть в виду планов компании на IPO. Мы считаем, что Роснефти нужно авторитетное и вызывающее доверие представительство, чтобы ее начинание с IPO увенчалось успехом.

ЛУКОЙЛ – также в центре внимания

ЛУКОЙЛ также был в фокусе внимания в январе. Во-первых, компания опубликовала уверенные результаты по US GAAP за 3Кв05, которые превзошли ожидания аналитиков.

Финансовые результаты по US GAAP за 3Кв05 превзошли ожидания

Компания доказала свою способность извлекать значительную прибыль из здоровой конъюнктуры цен на нефть, несмотря на высокие налоги и реальное удорожание рубля. Стоит отметить успешные попытки реорганизовать структуру сбыта, которые позволили увеличить прибыль ЛУКОЙЛа. Компания сфокусировала внимание на продаже продуктов нефтепереработки, как на внешнем, так и на внутреннем рынке, направив объемы низкорентабельного экспорта сырой нефти в нефтепереработку и сбыт.

На разработку Талаканского месторождения будет выделено \$189 млн

Другая область, в которой был достигнут успех, – это дальнейшее сокращение производственных издержек, а издержки добычи нефти снизились до 1,3% в рублевом измерении в третьем квартале. В долларовом измерении издержки добычи нефти остались теми же, что и в 2Кв05 на уровне \$2,77/ млрд баррелей.

Компания зафиксировала рост общей прибыли год-к-году на 66% до \$16,3 млрд в 3Кв05, 51% рост показателя EBITDA до \$3,4 млрд, а также 58% рост чистой прибыли до \$2,2 млрд.

ЛУКОЙЛ объявил об открытии и приобретении крупных месторождений, которые добавили 5,3 млрд барр к его вероятным и возможным запасам,...

...продолжая подчеркивать значение своих международных операций

ЛУКОЙЛ планирует выкуп акций – ждите деталей

Сургут планирует в 2006 г. увеличить добычу на 5,2% до 1,35 тыс барр в день

Другие крупномасштабные заявления были сделаны 25 января на инвестиционной презентации ЛУКОЙЛа в Лондоне, включая приобретение 51% доли в Приморьнефтегаз, которое имеет лицензию на разработку гигантского Центрально-Астраханского газоконденсатного месторождения на юге России, а также открытие крупного нефтегазового месторождения Филановское на северном Каспии. Вместе эти месторождения увеличили суммарные вероятные и возможные запасы – на 5,3 млрд баррелей нефтяного эквивалента, или 15% от общих объемов ЛУКОЙЛа – и выглядят многообещающими по уровню потенциальной добычи. Однако весьма возможно, что регистрация этих месторождений в качестве доказанных запасов займет у ЛУКОЙЛа несколько лет. Компания планирует начать добычу нефти на обоих месторождениях в 2010–2011 гг., однако еще несколько лет уйдет на то, чтобы достичь продуктивного горизонта плато. Вице-президент ЛУКОЙЛа Леонид Федин сказал, что компания сможет зарегистрировать часть этих запасов в своих отчетах за 2006 г. (т.е. не ранее 2007 г.).

ЛУКОЙЛ продолжает акцентировать возрастающее значение своих международных операций, которые, по заявлениям компании, должны составить 17% от его общего производства углеводорода к 2010 г., что выше 8% в прошлом году. Каспийский регион, Ближний Восток и Латинская Америка составят наиболее крупные направления международной деятельности ЛУКОЙЛа.

В Каспийском регионе ЛУКОЙЛ активнее всего действует в Казахстане, где в настоящее время он является четвертым по уровню добычи нефти. Компания намерена стать второй, увеличив добычу в Казахстане почти вдвое до 190 тыс баррелей в день к 2010 г.. Среди прочего это включает предполагаемую добычу Nelson Resources (которые ЛУКОЙЛ приобрел в конце этого года) на уровне 95 тыс баррелей в день, а также добычу Turgai Petroleum, совместного предприятия с китайской CNPC, 70 тыс баррелей в день. ЛУКОЙЛ также планирует добывать 8–10 млрд куб м газа в Узбекистане начиная с 2007 г., что составит около 20% суммарной добычи газа в стране. Компания планирует также приступить к добыче газа в Азербайджане через свою долю в оффшорном месторождении Шах-Дениз.

В декабре ЛУКОЙЛ совместно со своим партнером по совместному предприятию Norsk Hydro объявил об открытии нефтяного месторождения 1 млрд баррелей в в Иране, на блоке Анаран. Компании, которым сейчас принадлежит лицензия на это месторождение (ЛУКОЙЛ владеет 25%, а Norsk Hydro 75%), подали отчет о коммерциализации в иранскую национальную нефтяную компанию NIOC с целью получить лицензию на разработку месторождения (на условиях компенсации). NIOC должна объявить о своем решении в феврале–марте.

Наконец, ЛУКОЙЛ объявил о своих планах выкупить часть своих акций на рынке в рамках программы поощрения менеджмента. По словам руководителя отдела по связям с инвесторами Геннадия Красовского, планируется, что совет директоров компании вынесет решение по этому вопросу в апреле. ЛУКОЙЛ может прояснить детали относительно размера и расписания выкупа в ближайшем будущем. Если это произойдет, выкуп поддержит цены акций ЛУКОЙЛа. Другим двигателем по-прежнему является покупка акций ЛУКОЙЛа стратегическим партнером компании, ConocoPhillips. Последняя в конце прошлого года владела около 16,1% акций ЛУКОЙЛА и планирует увеличить пакет до 20% в рамках стратегического партнерского соглашения между двумя компаниями.

30 января Сургутнефтегаз объявил некоторые предварительные производственные и финансовые показатели. На пресс-конференции генеральный директор компании Владимир Богданов объявил, что в 2006 г. компания планирует добычу 67,1 млн тонн нефти (1,35 тыс

Капвложения возрастут с 21% до \$2,4 млрд за счет инвестиций в нефтепереработку и сбыт

баррелей в день). Это означает увеличение годовой добычи на 5,2% по сравнению с ростом в 7,2% в 2005 г. Хотя эти цифры несколько разочаровывают, Сургутнефтегаз имеет тенденцию превосходить свои предполагаемые показатели, и, по нашему мнению, этот год не станет исключением.

Компания увеличит капвложения с 57,9 млрд руб (\$2,0 млрд) в 2005 г. до 69,2 млрд (\$2,4 млрд), что означает 21% год-к-году. Вложения в нефтепереработку и сбыт удвоятся с 7,2 млрд руб (\$252 млн) в 2005 до 15,7 млрд руб (\$560 млн). Дополнительные средства будут вложены, главным образом, в модернизацию Киришского НПЗ. Ожидается, что модернизация будет завершена к 4кв08 и существенно улучшит показатели рентабельности нефтепереработки компании. В дополнение к сказанному, Сургутнефтегаз существенно увеличит вложения в Якутию с 1,9 млрд руб (\$67 млн) в 2005 г. до 5,3 млрд (\$189 млн) в 2006 г. Разработка Талаканского месторождения в Восточной Сибири составит 9,9% от общего объема капвложений в геологоразведку и добычу 2006 г., по сравнению с 3,7% в 2005 г. В настоящее время влияние возросших капвложений в Талакан на рост объемов производства ничтожно мало (в 2005 г. добыча в Восточной Сибири составила всего 3% суммарной нефтедобычи), однако эти капвложения помогут поддержать рост объемов нефтедобычи после 2008 г.

На российском фондовом рынке появилась новая «голубая фишка»

7 декабря прошлого года на российском фондовом рынке появилась новая «голубая фишка» – акции компании ТНК-ВР Холдинг были включены в котировальный список RTSboard. ТНК-ВР Холдинг – компания, которая была зарегистрирована в Тюменской области год назад и унаследовала практически все активы ТНК-ВР (структура, зарегистрированная на британских Виргинских островах, являющаяся полностью частной) за исключением лишь нефтяной геологоразведочной компании РУСИА Петролеум, газовой геологоразведочной компании Верхнечонскнефтегаз, 50%-ной доли в Славнефти и розничной сети АЗС под брендом ВР в московском регионе. После первого дня торгов одна обыкновенная акция ТНК-ВР Холдинга стоила \$2.80, а одна привилегированная – \$2.46. Таким образом, капитализация компании на тот момент составляла \$41.8 млрд. По котировкам акций компании на закрытие торговых площадок 27 января, капитализация ТНК-ВР Холдинга подпрыгнула до \$48.7 млрд. (+17%), следуя за ралли на мировых финансовых рынках и на рынке сырой нефти.

ТНК-ВР Холдинг практически завершил консолидацию активов...

В декабре ТНК-ВР Холдинг сообщило об успешном завершении второго этапа реструктуризации компании, который предполагал полную консолидацию крупных «дочек» (ТНК, СИДАНКО и ОНАКО) и их окончательную ликвидацию. Кроме того, большая часть миноритарных пакетов акций так называемых «внучек» ТНК-ВР (14 компаний, для которых ТНК-ВР предложила только коэффициенты обмена) были обменены на акции ТНК-ВР Холдинга до конца сентября прошлого года. Согласно данным компании в данный момент в свободном обращении находятся около 5% акций ТНК-ВР Холдинга.

Принимая во внимание последние изменения в российском законодательстве, связанные с введением так называемой «поправки о вытеснении» к закону об акционерных обществах, которая позволяет крупным акционерам, имеющим более 95% акций компании, выкупать оставшиеся акции у миноритариев по рыночной цене, мы считаем, что ТНК-ВР Холдинг просто выкупит оставшиеся доли в своих 14 дочках. Кроме того, мы полагаем, что права миноритарных акционеров ни в коем случае не будут нарушены (за более подробной информацией см. раздел Финансовое Регулирование).

...и, возможно, скоро объявит о выплате первых дивидендов

Год назад, когда процесс реструктуризации компании только начинался, ТНК-ВР объявила о намерении выплатить первые дивиденды на акции ТНК-ВР Холдинга в первом квартале 2006 года после окончания

ТНК-ВР распродает производственные активы своей основной деятельности, которые показывают низкую рентабельность

консолидации активов. Теперь, когда консолидация компания в рамках ТНК-ВР Холдинга уже практически завершена, возможно, осталось совсем немного времени до того, как компания объявит о выплате первых дивидендов на акции. Поскольку чистая прибыль ТНК-ВР Холдинга по РСБУ за 9М2005 составила 62.8 млрд руб (\$2,2 млрд), его годовая чистая прибыль должна составить порядка 84 млрд руб (\$3,0). Учитывая акционерную структуру ТНК-ВР, ее дивидендную историю и прежние заявления руководства относительно дивидендной политики (при мировых ценах на нефть выше \$25 за баррель дивиденды могут составлять 40% годовой чистой прибыли), за текущий год компания может выплатить около \$0,08 на акцию.

В декабре прошлого года ТНК-ВР продала быстро растущей российской нефтегазовой компании Русснефть 82.41% акций Саратовнефтегаза (95.8% голосующих акций), 86.18% Орскнефтеоргсинтеза (96.2% голосующих акций), 85.08% Оренбургнефтепродукта (94.06% голосующих акций) и 47.39% Нефтемаслозавода (63.12% голосующих акций). Согласно компетентному источнику, процитированному агентствами новостей, сумма покупки составила \$1 млрд. Саратовнефтегаз с резко падающими темпами ежегодной добычи нефти и газа по слухам составил \$600 млн. от общей суммы продажи, или \$55 за баррель добычи и \$4 за баррель запасов. В данный момент ТНК-ВР рассматривает возможность продажи еще одной добычной компании Удмуртнефть с ежегодным объемом добычи нефти около 5.5 млн. тонн. Удмуртнефть работает на достаточно сильно истощенной ресурсной базе. Большинство месторождений компании имеют очень сложную геологическую структуру. До того, как компания ТНК-ВР была образована и взяла под свое управление «дочку» СИДАНКО Удмуртнефть, ежегодные объемы добычи нефти и газа последней снижались на протяжении 18 (!) лет подряд.

Таким образом, с этой точки зрения продажа производственных активов в ТНК-ВР отражает стремление компании сконцентрировать свои усилия на разработке относительно менее истощенных месторождений с низкими издержками на баррель добычи. Кроме того, компания продает свои «дочки», показывающие низкую рентабельность на пике нефтяных цен, что с нашей точки зрения является достаточно продуманной стратегией.

25 января Интерфакс, со ссылкой на руководителя Департамента налогового планирования и методологии ТНК-ВР Дмитрия Завгородняя, сообщил о том, что ТНК-ВР уже выплатила \$245 млн в порядке погашения налоговой задолженности за 2001 г., первоначально превышавшей \$1 млрд. Представитель ТНК-ВР особо отметил то обстоятельство, что компания не несет более никаких обязательств по оплате налогов за 2001 г. Кроме того, он указал, что в настоящее время компания ведет судебные процессы против российских налоговых инстанций, в ходе которых она стремится доказать, что выплаченная сумма налоговой задолженности - \$245 млн – является завышенной. Если компании удастся доказать свою правоту в апелляционном суде, российские налоговые органы обязаны будут возратить ей переплаченные суммы.

В декабре 2004 г ТНК-ВР получила первое требование о выплате налоговой задолженности за 2001 г. на сумму 4 млрд руб, связанное с предполагаемым неправомерным применением компанией налоговых льгот при производстве кинопродукции. Затем в апреле прошлого года компания опубликовала пресс-релиз, в котором говорилось, что ее обязательства по оплате налоговой задолженности за 2001 г. увеличены до 26 млрд руб. (около \$1 млрд), однако налоговые инстанции не дали публичного подтверждения этой суммы. Далее, в августе 2005 г. компания заявила, что она получила от Федеральной налоговой службы уведомление об уплате 7 млрд руб. в качестве налоговой задолженности

за 2001 г. ТНК-ВР немедленно выплатила эту сумму. Эти 7 млрд руб. точно соответствуют сумме в \$245 млн, о которой сообщил представитель ТНК-ВР.

Хотя любые претензии в отношении текущих активов ТНК-ВР, относящиеся к периодам ранее ее создания в 2003 г., не влияют на финансовые результаты компании, поскольку они должны оплачиваться ее российскими акционерами – Альфа-Групп/Аксесс-Ренова, мы все же рассматриваем новость о погашении компанией ее обязательств за 2001 г. как позитивную.

Недавно глава ВР лорд Джон Браун (John Browne) заявил, что ТНК-ВР могут быть предъявлены новые требования об оплате налоговой задолженности за период после 2002 г. Он не указал точную сумму возможных требований, отметив, что это является "вопросом переговоров" с российскими налоговыми органами.

Мы воспринимаем сообщение о возможности каких-то новых налоговых требований к компании с оптимизмом, полагая, что ее руководство и основные акционеры в состоянии минимизировать негативные последствия для компании в результате любых подобных исков.

**Башкирский Капитал
устраняет перекрестное
владение акциями в
своих дочерних
компаниях**

На основе недавно опубликованных башкирскими энергетическими компаниями квартальных финансовых отчетов по РСБУ можно предположить, что Башкирский Капитал полностью устранил в принадлежащих холдингу компаниях перекрестное владение акционерным капиталом друг друга. На 31 декабря прошлого года Башкирский Капитал увеличил свою долю в Башнефти (BANE, BANEP) на 12,10% до 55,04% (64,84% голосующих акций), Уфимском НПЗ (uprz, uprzp) на 1,26% до 53,67% (59,74%), Новойле (Новый Уфимский НПЗ – nupz, nupzp) на 3,52% до 60,30% (65,73%), Уфанефтехиме (UFNC, UFNCР) на 1,86% до 44,30% (52,62%), Уфаоргсинтезе (UFOS, UFOSP) на 0,12% до 50,35% (58,16%) и Башнефтепродукте (bapn, bapnp) на 13,69% до 53,85% (58,09%). В то же время башкирские энергетические компании продали свои доли друг в друге, тем самым совершенно устранив перекрестное владение.

Месяц назад глава АФК «Система» Владимир Евтушенко (АФК «Система» приобрела блокирующие пакеты башкирских энергетических компаний прошлым летом с целью создания на базе этих активов прозрачного вертикально интегрированного холдинга) объявил, что реорганизация башкирских активов откладывается до первого квартала этого года по просьбе Башкирского Капитала, который планировал завершить предварительную реструктуризацию этих компаний.

С нашей точки зрения, сообщение об устранении перекрестного владения в башкирских энергетических компаниях является чрезвычайно позитивным, поскольку это открывает дорогу полноценной реорганизации башкирского топливного комплекса, что послужит стимулом к дальнейшему росту цен на акции участвующих компаний. В данный момент акции Башнефти торгуются со значительной скидкой по сравнению с российскими компаниями той же отрасли с точки зрения коэффициентов EV/Добыча и EV/Запасы. С точки зрения установленных мощностей НПЗ региона намного более современно оснащены по сравнению со средним показателем в России, и мы продолжаем считать, что текущие рыночные котировки их акций сохраняют значительный потенциал роста.

Газпром

Figure 22. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	33 904	56 389	63 643	62 489
EBITDA, млн. \$	13 124	24 326	26 905	23 824
Чистая прибыль, млн. \$	7 139	13 540	15 557	13 300
P/E	25,2	13,3	11,5	13,5
EV/EBITDA	15,4	8,3	7,5	8,5
Капитализация, млн. \$	185 983			
EV, млн. \$	201 751			
Добыча, млрд. куб. см	3 464			
Запасы, млрд. куб. м	105 816			
Количество акций, млн.	23 674			

Sources: Company reports, Alfa Bank estimates

Илл. 23. 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. 24. Основные события

Январь 10

Подробности о сделке Газпрома и Нафтогаза

4 января 2006 года Газпром и Нафтогаз Украина официально объявили об урегулировании разногласий по газу между компаниями. Согласно пресс-релизу Газпрома, стороны сошлись на том, что Газпром будет поставлять российский газ торговому посреднику РосУкрЭнерго (50% принадлежит группе Газпром и консолидировано на счетах Газпрома, 50% принадлежит Райффайзен Банку) по цене \$230 за тысячу кубометров в ближайшие 5 лет. РосУкрЭнерго, становящаяся эксклюзивным поставщиком импортируемого газа в Украину, будет одновременно покупать газ из Туркменистана, Узбекистана и Казахстана и продавать его Нафтогазу. Цена импортируемого газа на украинской границе на 1 января 2006 г. составит \$95 за тысячу кубометров. Газпром будет выплачивать повышенный транзитный тариф за перевозку около 120 млн кубометров газа в год по территории Украины. Транзитный тариф будет повышен с \$1,09 до \$1,60 за 1000 кубометров за каждые 100 км и не будет изменяться в течение 5 лет. Все расчеты между сторонами будут производиться в денежной форме. Соглашение вызвало смешанную реакцию в России и на Украине. Газпром объявил о своем удовлетворении сделкой и заявил, что ни одна из сторон не отклонится от контракта в отношении цен и объемов в течение всего срока его действия. Однако, по словам бывшего премьер-министра Юлии Тимошенко, это соглашение противоречит интересам Украины и обязывает страну транспортировать российский газ в Европу по фиксированной цене в течение следующих 5 лет, в то время как другие положения соглашения не установлены так же жестко. Г-жа Тимошенко планирует обратиться в суд, чтобы аннулировать соглашение по газу. Кроме того, заместитель председателя правления Нафтогаза г-н Лопушанский заявил, что основная часть газа из Средней Азии будет использована для пополнения газового баланса Украины, в то время как более дорогой российский газ можно продавать в Европу. Чтобы распорядиться продажами газа на Украине и, как можно предположить, за ее пределами, РосУкрЭнерго и Нафтогаз создадут совместное предприятие. По нашим расчетам, эта сделка принесет Газпрому дополнительно \$7,9 млрд выручки, а также добавит около \$2,5 млрд к операционной прибыли за тот же период. В конечном счете DCF-стоимость Газпрома увеличивается на 6% при условии, что в течение следующих 5 лет не будет значительных отклонений от условий соглашения.

Январь 13

Соглашение с Украиной о поставках газа нарушаться не будет. По поступившим данным, Газпром подал заявку на размещение новых АДР

По сообщению Интерфакса, в ходе встречи с Владимиром Путиным президент Украины Виктор Ющенко обещал, что Украина не будет нарушать соглашения о поставках газа, достигнутые с Россией и Европой. С другой стороны, российский президент отметил, что, хотя в основе компромиссного соглашения лежат рыночные цены на российский и среднеазиатский газ, оно предусматривает среднюю цену, приемлемую для украинского рынка. По словам российского президента, стороны также договорились о совместной деятельности на рынках третьих стран и реэкспорте газа, в котором весьма заинтересована Украина. Мы рассматриваем это заявление как подтверждение действительности «газовой сделки», в рамках которой Газпром будет получать дополнительную выручку, а бремя более высоких цен на газ для Нафтогаза Украины будет компенсироваться возможностями реэкспорта среднеазиатского и российского газа. По информации газеты Ведомости, высокопоставленные чиновники Газпрома подтвердили, что соглашение о поставках газа будет действовать в течение пяти лет, однако объемы и цены могут пересматриваться. Конечная цена для Нафтогаза Украины будет определяться уровнем цен на газ, поставляемый из Средней Азии и России, а также соотношением объемов среднеазиатского и российского газа. Мы полагаем, что Газпром и его дочерние компании имеют очень выгодные позиции при согласовании цен на газ, поставляемый транзитом на Украину из Туркменистана и Узбекистана. Обе эти страны пользуются инфраструктурой Газпрома для экспорта своего газа и имеют ограниченные возможности повышения цен. В 2006 г. российский газ будет поставляться по цене \$230/тыс куб м, однако не следует исключать того, что цена уже достигла своего максимума и в последующие годы пойдет вниз. Соответственно, после 2006 г. средняя цена для Украины может колебаться, и даже подниматься выше уровня \$95/тыс куб м, но мы не ожидаем каких-то резких перепадов. В конечном счете цена газа, поставляемого Украине, будет корректироваться Газпромом, который имеет преимущество буквально по всем пунктам и может пользоваться им

для того, чтобы добиваться если не более свободного доступа к газовой инфраструктуре Украины, то по крайней мере больших возможностей выхода на внутренний украинский рынок газа. И еще одно сообщение по Газпрому. По данным Интерфакс, компания сообщила о подаче в Федеральную Службу по Финансовым Рынкам заявки на выпуск новых Американских депозитарных расписок (АДР). В конце декабря 2005 г. Газпром сообщил о намерении реализовать новую программу размещения АДР, соответствующую по объему не менее 40% акций компании, уже в 1кв06.

- Январь 16 **Пакет акций RosUkrEnergo может быть продан Нафтогазу Украины**
По сообщению Интерфакса, Газпром хотел бы, чтобы Нафтогаз Украины приобрел пакет акций RosUkrEnergo AG – компании, осуществляющей импорт газа на Украину. Генеральный директор Газпром Алексей Миллер обещал, что структура активов российско-украинского совместного предприятия RosUkrEnergo будет абсолютно прозрачной. Компания будет эксклюзивным импортером импортером российского и среднеазиатского газа на Украину. По данным агентства, Нафтогаз Украины направил Раффайзенбанку предложение о приобретении 50% акций RosUkrEnergo, принадлежащих дочерним компаниям банка, или какой-то доли этого участия. Ситуация вокруг газового посредника вызвала оживленные споры и множество вопросов со стороны депутатов российской Государственной Думы. Депутаты подали официальный парламентский запрос относительно фактических собственников капитала RosUkrEnergo. Мы полагаем, что структура собственности RosUkrEnergo может в близком будущем претерпеть определенные изменения, связанные с включением в состав ее собственников Нафтогаза Украины, что упростило бы всю ситуацию вокруг поставок газа Украине. Исход такой сделки мог бы также зависеть от дальнейшего хода переговоров между Газпром и Нафтогазом Украины, которые в настоящее время обсуждают детали контракта, подписанного 4 января 2006 г. По данным Интерфакса, Украина будет стремиться зафиксировать цену на природный газ, поставляемый RosUkrEnergo совместному предприятию, которое должно быть создано RosUkrEnergo и Нафтогазом Украины. По нашей оценке, договоренности примут свой окончательный вид в течение следующих 6 месяцев. До этого стороны будут работать на базе контракта, регулирующего цены и объемы поставок газа Украине и транзита газа через ее территорию, подписанного 4 января 2006 г.
- Январь 18 **Новая программа выпуска АДР будет ограничена 35% уставного фонда Газпрома**
Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) приняла новый порядок, в соответствии с которым объем ценных бумаг, которые могут предлагаться в форме производных инструментов за пределами России, ограничивается 35% уставного фонда. Ранее этот порог составлял 40%. Мы полагаем, что новые правила не повлияют на программы выпуска АДР, принятые крупнейшими российскими нефтяными компаниями ранее. Что касается Газпрома, компании придется скорректировать ее планы в отношении выпуска новых АДР, объем которого первоначально предполагалось довести до 40% ее уставного капитала. Ограничение объема новых программ АДР вряд ли повлияет на повышение веса компании в индексе MSCI, поскольку вес компаний в этом индексе рассчитывается исходя из количества их акций в свободном обращении внутри соответствующей страны. ФСФР также приняла положение о том, что доля акций, размещаемых в ходе IPO на международных рынках, не может превышать 70% от общего объема размещаемых акций. С другой стороны, значительно упрощена процедура проведения IPO на отечественных рынках. Мы полагаем, что новое постановление не окажет значительного влияния на предстоящее размещение акций Роснефти. Объем финансовых средств, имеющийся на отечественных рынках, может оказаться достаточным для приобретения выпускаемых бумаг в объеме примерно \$2-3 млрд (30% общего объема предполагаемого IPO).
- Январь 20 **Газпром увеличивает добычу газа и использует резервы для удовлетворения спроса на внутреннем рынке**
Между 16 и 18 января этого года Газпром поставил дополнительные 750 млн кубометров газа. Согласно пресс-релизу компании, она увеличила добычу на 130 млн кубометров и использовала 630 млн кубометров газа из резервов. Российский газовый монополист удовлетворял увеличившийся спрос, однако промышленные потребители медлили с переходом на альтернативное топливо, сократив потребление газа на 20 млн кубометров вместо необходимых 211 млн кубометров, сообщил Газпром. Несмотря на все усилия Газпрома, увеличение спроса со стороны российских потребителей продолжает отрицательно сказываться на поставках газа в Центральную Европу. Как сообщает венгерская газовая компания MOL, объем поставок в Венгрию на 20-25% ниже нормального уровня. Недостаток покрывается за счет использования запасов. Период холодов в России, скорее всего, еще несколько дней будет сказываться на поставках газа в Европу. Мы считаем, что Газпром имеет адекватные резервы, чтобы справиться с ситуацией, которая окажет незначительное влияние на финансовые показатели компании.
- Январь 24 **Газпром: в 2006 г. цены на поставляемый из Туркменистана газ вряд ли изменятся; спор с Нортгазом улажен**
На встрече президента Путина с президентом Туркменистана Ниязовым обсуждались вопросы в сфере ТЭКа. Подробного коммюнике о встрече не было, но судя по сообщениям в СМИ, изменений ни в объемах, ни в ценах на поставки туркменского газа в 2006 г. не произошло. В декабре 2005 г. Газпром подписал соглашение с Туркменистаном на закупку в 2006 г. 30 млрд куб м газа по цене \$65 за куб м, а Нафтогаз Украины – на 39 млрд куб м по цене \$50-\$60 за куб м. По информации газеты Ведомости, министр топлива и энергетики Украины Иван Плачков имел беседу с президентом Туркменистана накануне своей встречи с Путиным. Украинской стороне также удалось подтвердить ранее согласованные объемы и цены поставки газа из Туркменистана. Мы полагаем, что переговоры по объемам и ценам на поставки газа из Туркменистана, начиная с 2007 г., будут продолжаться. По условиям ныне действующего соглашения с Туркменистаном, которое твердо соблюдается после заключения контракта с Узбекистаном 20 января 2006 г., Газпром и Нафтогаз Украины могут 25 января 2006 г. подписать ранее оговоренное соглашение о поставках газа на Украину.
- Январь 27 **Переговоры с Украиной застопорились**
Поступают противоречивые сведения о судьбе совместного предприятия между РосУкрЭнерго и Нафтогазом Украины, которое должно было быть создано по условиям соглашения, подписанного 4 января 2006 г. Российская сторона ожидает, что сделка будет заключена до 1 февраля 2006 г., однако представители Украины не столь оптимистичны. 25 января украинский премьер-министр Юрий Ехануров подписал указ, разрешающий Нафтогазу образовать совместное газовое предприятие с уставным капиталом в УАН5 млн (\$0,9 млн) с выплатой в денежной форме. Однако, по последним сообщениям, Украина теперь выдвигает в качестве партнера РосУкрЭнерго компанию «Газ Украины», не обладающую существенными активами. Украинский премьер-министр также отверг предположения о том, что Украина может купить долю в РосУкрЭнерго. Очевидно, что украинской стороне все еще немного известно о структуре акционеров нового этого посредника по торговле газом. Мы считаем, что стороны продолжают переговоры по формализации соглашения, подписанного 4 января 2006 г., поскольку на первый взгляд альтернативы этой сделке не существует. Однако маловероятно, что стороны успеют к 1 февраля, а разногласия между Газпромом и Украиной могут опять оказаться в центре внимания общественности.

Январь 30

Газпром: прогноз показателей за 3Кв05 по МСФО

В ближайшие дни Газпром должен выпустить отчеты за 3Кв05 и 9 мес. 2005 г. по МСФО. По нашим оценкам, в отчетном периоде финансовые показатели компании были довольно хорошими: выросшие цены на газ должны были частично компенсировать потери от сезонного снижения объема продаж. По нашим оценкам, выручка составила \$9,9 млрд, или на 36% год-к-году, а EBITDA - \$3,9 млрд (+34% год-к-году). В этом отчете Газпрома должен быть показан разовый внереализационный доход от продажи государству 10,74% «казначейских» (июль 2005 г.). Мы полагаем, чистый доход Газпрома от этой сделки составил \$3,2 млрд (с учетом корректировки балансовой стоимости проданных акций и уплаченного налога). Чистую прибыль за 3Кв05 мы прогнозируем на уровне \$2,05 млрд.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 25. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	34 058	52 840	50 994	47 916
EBITDA, млн. \$	7 109	9 891	8 820	8 932
Чистая прибыль, млн. \$	4 248	6 035	5 206	5 291
P/E	15,6	11,0	12,7	12,5
EV/EBITDA	9,7	7,0	7,8	7,7
Капитализация, млн. \$	66 089			
EV, млн. \$	68 906			
Добыча, млн. бнэ	664			
Запасы, млн. бнэ	20 072			
Количество акций, млн.*	851			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 26. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 27. Основные события

Январь 16

ЛУКОЙЛ: результаты за 3Кв05 по US GAAP не разочаровали

ЛУКОЙЛ опубликовал свои финансовые результаты за третий квартал и девять месяцев 2005 г. по US GAAP, которые оказались лучше прогнозов. Компания оказалась в состоянии извлечь хорошую прибыль из благоприятных цен на нефть, несмотря на высокие налоги и ревальвацию рубля. Особо следует отметить успешные усилия по реорганизации структуры продаж, позволившей ЛУКОЙЛУ увеличить выручку. Компания сконцентрировала усилия на продаже нефтепродуктов на международном и внутреннем рынках, перенаправляя объемы от экспортных продаж сырой нефти в переработку нефти. В 3Кв05 она увеличила долю экспорта нефтепродуктов, которые предоставляют более высокую чистую выручку, в общем объеме продаж до 54% (с 46% в 3Кв04) и сократила долю экспорта сырой нефти до 29% (с 33% в 3Кв04). Еще одним успехом стало непрерывное снижение операционных расходов, за счет чего себестоимость добычи нефти уменьшилась на 1,3% в реальном рублевом выражении в третьем квартале. В долларах себестоимость добычи осталась на уровне 2Кв05 и составила \$2,77/баррель. В третьем квартале выручка компании увеличилась на 66% год-к-году и составила \$16,3 млрд за счет высоких цен на нефть на международном и внутреннем рынках и увеличения объемов поставок. Выручка на 5% превысила консенсус-прогноз, в основном за счет более высоких, чем ожидалось, объемов продаж нефти и нефтепродуктов, что в свою очередь было вызвано более высокими, чем ожидалось, ценами реализации. Как и ожидалось, в третьем квартале операционные расходы росли на 8% быстрее, чем выручка, что привело к медленному росту EBITDA - на 51% до \$3,4 млрд. Увеличение операционных расходов было вызвано в первую очередь увеличением расходов на приобретение сырой нефти и нефтепродуктов на 101% до \$6,1 млрд и увеличением налогов, помимо подоходного, и акцизных и экспортных пошлин на 82% до \$4,4 млрд. Фактическая ставка подоходного налога составила 26%, как и ожидалось. В результате всего вышеописанного, прибыль в 3 Кв увеличилась на 58% до \$2,2 млрд по сравнению с нашим прогнозом в \$2,0 млрд. Опять-таки в соответствии с прогнозами, чистый долг к концу 3Кв05 уменьшился на \$0,3 млрд до \$1,6 млрд. Однако это было скомпенсировано увеличением капвложений на 33% год-к-году до \$0,9 млрд. Ситуация с капвложениями была сложной – капвложения в единицу добываемой продукции увеличились на 48% год-к-году в 3Кв05 (будучи уже относительно высокими) до \$4,29/баррель после увеличения на 36% и 24% соответственно во 2Кв05 и 1Кв05. С другой стороны, капвложения в единицу перерабатываемой продукции уменьшились на 11% до \$3,02/баррель после уменьшения на 9% и 4% соответственно во 2Кв05 и 1Кв05. В целом, мы рассматриваем эти результаты как положительный итог усилий ЛУКОЙЛА в сфере операционной деятельности.

Январь 26

ЛУКОЙЛ: основные сюжеты лондонской презентации для инвесторов

ЛУКОЙЛ провел в Лондоне презентацию для инвесторов. Мы полагаем, что сделанные на ней сообщения в целом позитивны для

компании, хотя они не имеют немедленных последствий для операций компании. Мы отмечаем успех ЛУКойла в наращивании удельного веса его зарубежного бизнеса и связанные с этим планы. К 2010 г. ЛУКойл планирует довести суммарный объем углеводородного сырья, добываемого в рамках его международных проектов, до 19 млн тонн (383 тыс. баррелей в сутки), что будет соответствовать 17% общей добычи Группы. Основные моменты, которые мы отмечаем по итогам данной презентации, сводятся к следующему. Больше информации по новым месторождениям в дополнение к ранее выпущенным пресс-релизам Два новых месторождения, о которых шла речь в пресс-релизах ЛУКойла, выпущенных незадолго до презентации (нефтегазовое месторождение имени Филановского в Северном Каспии и Центрально-Астраханское газовое и газоконденсатное месторождение на юге России, принадлежащее Приморьнефтегазу) обещают значительный прирост общих вероятных и возможных запасов ЛУКойла и выглядят весьма перспективными с точки зрения потенциальных объемов добычи. Тем не менее, ЛУКойлу потребуется несколько лет на то, чтобы перевести эти запасы в категорию доказанных и начать на них добычу. ЛУКойл планирует начать эксплуатацию обоих месторождений около 2010-11 г.г., но их вывод на максимально-возможный уровень добычи потребует еще несколько лет. Вице-президент ЛУКойла Леонид Федун отметил, что компания могла бы отразить эти запасы в отчетности Группы за 2006 год (то есть не ранее 2007 года). Еще один вопрос касается предполагаемых объемов капиталовложений на этих месторождениях – порядка \$600-700 млн в год в течение предстоящих 5 лет. Это означает, что уже и без того высокие суммарные ежегодные капиталовложения ЛУКойла возрастут еще на 20%, при неуточненном профиле отдачи. Центрально-Астраханский проект также потенциально сопряжен с проблемой будущей реализации добытого газа. ЛУКойл планирует обрабатывать две трети от общего объема газа, добытого на месторождении, на своем новом газовом и нефтехимическом предприятии на юге России. Сооружение этого завода мощностью 14 млрд куб м потребует капиталовложений в размере около \$3 млрд. Максимально-возможный уровень добычи газа на месторождении в 20 млрд.куб.м на Центрально-Астраханском месторождении предполагает высокий 60-летний коэффициент резерв/добыча, что уменьшает ценность проекта.

Источники: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 28. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	9 250	13 664	13 022	12 438
ЕБИТДА, млн. \$	3 242	4 476	3 667	3 128
Чистая прибыль, млн. \$	2 046	3 186	2 275	1 837
P/E	10,2	6,5	9,2	11,4
EV/ЕБИТДА	6,5	4,7	5,8	6,8
Капитализация, млн. \$	20 862			
EV, млн. \$	21 170			
Добыча, млн. бнэ	260			
Запасы, млн. бнэ	4 827			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 29. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 30. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	12 853	20 601	20 093	19 395
ЕБИТДА, млн. \$	4 075	6 293	4 901	4 652
Чистая прибыль, млн. \$	2 515	4 149	3 052	2 715
P/E	20,1	13,2	18,0	20,2
EV/ЕБИТДА	6,8	4,4	5,6	5,9
Капитализация, млн. \$	57 188			
EV*, млн. \$	27 625			
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. 31. 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 Кинешк к 2008 г. (\$800 млн.)

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 32. Основные события

Январь 30 **Председатель правления СургутНГ Владимир Богданов проведет пресс-конференцию**
 Владимир Богданов, председатель правления СургутНГ, провел в Сургуте пресс-конференцию, посвященную операционным результатам компании за 2005 г. Компания опубликовала предварительные операционные показатели за 2005 г. 25 января 2006 г. Добыча компании увеличилась на 7,5% до 63,8 млн т нефти (465 млн баррелей), включая 0,258 млн т (1,9 млн баррелей) на Восточно-сибирском Талаканском месторождении. Добыча газа практически не изменилась и составила 14,3 млрд куб м. СургутНГ продолжил увеличивать количество новых скважин. В 2005 г. компания запустила в эксплуатацию 922 скважины, что является 6%-ным увеличением за год. Предварительные результаты соответствуют нашим прогнозам. Мы ожидаем, что пресс-конференция г-на Богданова даст нам более подробную информацию по операционным показателям прошлого года, а также о перспективах на 2006 г. Мы полагаем, что компания в 2006 г. может увеличить добычу на 7% и стабильно продолжить разработку в Восточной Сибири.

Источники: оценки Альфа-Банка

ЮКОС

Илл. 33. Основные события

Январь 19 **ЮКОСу предъявлены новые требования**
 После некоторого затишья ЮКОСу предъявлено еще одно требование по оплате налоговой задолженности – на этот раз на сумму 107 млрд руб. (около \$3,5 млрд). Указанная сумма включает налоги за 2004 г. в объеме 54 млрд руб., штрафы в размере 42 млрд руб. и пени в размере 11 млрд руб. и, по-видимому, относится к НДС, не уплаченному с экспорта сырой нефти. По информации ЮКОСа, требование было предъявлено 27 декабря. Новое требование по оплате налоговой задолженности вызывает определенное недоумение. Экспортные поставки, о которых идет речь, осуществлялись нефтяными трейдерами, которые покупали сырую нефть у ЮКОСа и перепродавали ее на международных рынках, однако налоговые требования предъявлены не трейдерам, а самому ЮКОСу, что не может считаться обоснованным по российскому законодательству. ЮКОС настаивает на том, что у него нет с трейдерами никаких корпоративных отношений. Кроме того, выручка от экспортных поставок вообще не подлежит обложению НДС, поскольку компания предоставляла документацию о стране назначения экспорта. Разумеется, ЮКОС намерен обжаловать данное требование. Новое требование повышает общий объем налоговых требований к компании до \$9,8 млрд (с \$6,3 млрд). Компания сообщила о своем намерении продать в этом году для оплаты непогашенной налоговой задолженности ряд непрофильных активов, в состав которых могут войти принадлежащие ей 20% акций Сибнефти, 53,7% акций литовского НПЗ Mazeikiu Nafta, 49% словацкой компании Transpetrol, а также 23% привилегированных акций ее бывшей добывающей дочерней компании Юганскнефтегаз. Мы полагаем, что новые налоговые требования повышают вероятность конкурсной реализации других активов ЮКОСа, в том числе, возможно, двух его остающихся добывающих дочерних компаний, Самаранефтегаз и Томскнефтегаз, а также расположенных в России предприятий нефтепереработки. Нас не удивит, если среди возможных покупателей принадлежащих ЮКОСу предприятий нефтепереработки окажется Роснефть, особенно учитывая то обстоятельство, что эта государственная нефтяная компания испытывает нехватку мощностей переработки после приобретения Юганскнефтегаза в декабре 2004 г.

ЮКОС: Слушания по делу "Менатеп против России" начнутся июне-июле 2006 г.

В то время как ЮКОСу предъявляются новые требования по оплате налоговой задолженности, его основной акционер Менатеп

пытается отстаивать свои права. В феврале прошлого года две дочерние компании Менатеп – Hulley Enterprises Limited (Кипр) и Yukos Limited Universal Limited (остров Мэн) – которые совместно владеют примерно 51% акций ЮКОСа, подали иск в голландский суд на российское правительство. Цель иска - получить возмещение потерь в стоимости инвестиций. Общая сумма претензий, включая претензии пенсионного фонда ЮКОСа Veteran Petroleum Ltd., составляет \$33,1 млрд. Как сообщил Интерфакс со ссылкой на Управляющего директора группы Менатеп Тима Осборна (Tim Osborne), слушания назначены на июнь-июль 2006 г. и будут проходить в Гааге. Иск был подан в рамках процедур Энергетической Хартии – межправительственного соглашения, предусматривающего организацию защиты в международных судебных процессах.

Между тем на рынке растет понимание того, что ЮКОС может оказаться вынужденным продавать свои активы для покрытия возросшей налоговой задолженности компании.

Январь 23

ЮКОС объявил планы модернизации нефтеперерабатывающих мощностей в 2006 г.

Юкос намерен затратить в 2006 г. не менее \$275 млн на модернизацию своих нефтеперерабатывающих мощностей. Подобные планы могут вызывать недоумение, учитывая огромные обязательства Юкоса по оплате налоговой задолженности. Тем не менее, согласно последним заявлениям, с которыми выступили официальные представители ЮКОСа, компания намерена аккумулировать свои финансовые ресурсы не в холдинговой структуре, которая несет обязательства по налоговой задолженности, а в дочерних компаниях. Основная цель программы модернизации нефтеперерабатывающих мощностей ЮКОСа – повышение их технического уровня и, соответственно, рентабельности за счет реализации продукции более дорогой номенклатуры. ЮКОС намерен потратить \$69 млн на модернизацию Куйбышевского НПЗ, \$29 млн - на модернизацию Новокуйбышевского НПЗ, \$52 - на модернизацию Сызранского НПЗ, \$58 млн - на модернизацию Ангарского НПЗ, \$40 млн - на модернизацию Ачинского НПЗ. Остальные средства пойдут на модернизацию других перерабатывающих активов ЮКОСа.

Источники: оценки Альфа-Банка

Телекоммуникации

Андрей Богданов (7 495) 795-3613; **Светлана Суханова** (7 495) 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.

Накануне IPO стоимость компании по сумме составляющих бизнесов оценивается в \$ 1,8 млрд

Чтобы обойти сложность «кросс-холдингов» внутри группы компаний Комстар-ОТС, мы оценили Комстар-ОТС по сумме составных частей ее трех основных направлений бизнеса:

- Комстар как альтернативный оператор (CLEC);
- МГТС;
- МТУ-Интел (бизнес широкополосной связи (ADSL)/платного ТВ).

Комстар как альтернативный оператор

Для оценки стоимости альтернативной сети Комстар мы прибегли к мультипликаторам

Учитывая скудость опубликованной информации, мы на данном этапе для построения модели DCF применили оценочный подход на базе мультипликаторов. В основу оценки Комстар лег взвешенный средний показатель (между ожидаемыми в 2006(П) коэффициентами EV/Выручка, EV/EBITDA и P/E). Для расчета EV/Выручка и EV/EBITDA мы взяли коэффициенты Голден Телеком за 2006(П) с премией 15%, учитывая синергию между Комстар и МГТС.

МГТС

Комстар-ОТС будет иметь 49,5% капитала (или 59% голосующих акций) МГТС. Мы оценили его долю в МГТС на базе справедливой стоимости акций МГТС (без принадлежащих МГТС 46% акций Комстар накануне IPO) в \$18 (на основе нашей модели DCF).

МТУ-Интел

И вновь, учитывая ограниченность доступных сведений, мы исчислили оптимальную модель выручки МТУ-Интел для 2005-2007 гг., используя мультипликатор 2007 EV/EBITDA = 6,9x (и подразумевая для 2007 г. оптимистичную норму EBITDA в 35%), среднее значение для аналогов бизнеса широкополосной связи/платного ТВ на развивающихся рынках.

Для построения модели выручки мы предположили рост проникновения широкополосной связи/ADSL в Москве (по числу счетов) с 8% в 2005 г. до 20% в 2007 г., при сокращении рыночной доли МТУ-Интел с 33% в 2005 г. до 30% в 2007 г. в условиях роста конкуренции

В результате мы определили стоимость Комстар-ОТС (до первичного размещения акций) в \$1,8 млрд.

Илл. 34. Комстар – ОТС: Суммарная оценка стоимости составляющих бизнесов

	Стоимость, млн \$	% собственности	Справедл. ст-ть, млн \$	Расчетн. EV/Выручка на 2006 г.	Расчетн. EV/EBITDA на 2006 г.	Расчетн. P/E на 2006 г.
АКТИВЫ						
Комстар - ОТС (альтернативный оператор связи)						
Стоимость Комстар - ОТС (альтернативный оператор связи) без учета МГТС и МТУ-Интел	650*			1,5	5,2	13,8
МГТС	854	49,5%	1724**			
МТУ-Интел	405				7,8	
<hr/>						
Консолидированная стоимость компании, млн \$	1 909					
Долг (оценка), млн \$	100					
Стоимость акционерного капитала, млн \$	1 809					
Число GDR, млн	278,94					
Стоимость одной GDR, \$	6,5					

Примечание: * Средневзвешенный показатель по мультипликаторам EV/Выручка, EV/EBITDA и PE

** Исходя из справедливой стоимости акции на уровне \$18 без учета стоимости доли МГТС в альтернативных операторах Комстар

Источник: оценка Альфа-Банка

Что может увеличить стоимостную оценку?

Наша справедливая стоимость Комстар-ОТС явно ниже предложенной оценки, что означает, на наш взгляд, весьма оптимистичный (хотя и возможный) ценовой сценарий. Мы полагаем, что более высокая оценка может иметь место при наличии следующих трех факторов

- а) Намного большая эффективность бизнеса широкополосной связи (ADSL)/платного ТВ при наличии синергии с МГТС и более быстрого, чем ожидалось, роста рынка;
- б) Более высокий, чем ожидалось, рост выручки МГТС на фоне ускоренного роста тарифов (в Москве чувствительность к цене гораздо ниже, чем в регионах, благодаря существенно более высоким располагаемым доходам жителей столицы);
- в) Покупка компанией Комстар региональных операторов, таких как Центр Телеком, хотя такие сделки крайне маловероятны без приватизации Связьинвеста (и успеха АФК Система в ходе его продажи).

Причины, по которым рынок заранее не учитывает в цене эти факторы, даны ниже.

Конкуренция

Конкуренция на московском рынке услуг широкополосной связи обостряется

Прежде всего, ADSL – не совсем широкополосная связь. Она основана не на оптическом волокне, а на медных проводах (скорость – меньше, надежность – ниже).

Конкуренция, существующая на московском рынке широкополосной связи, в дальнейшем будет только обостряться. Здесь как минимум три оператора вынашивают смелые планы - и уже строят сети

широкополосной связи и оказывают соответствующие услуги (или планируют вскоре начать их оказывать).

Корбина Телеком

Строит в Москве волоконно-оптическую сеть длиной 5000 км (из которых 1500 км уже построено) и планирует к 2008 г. подписать на свои услуги 500 000 абонентов. Сеть позволяет достичь скорость передачи данных в 100 мегабит/сек (что невозможно через ADSL) и подключения к форматам цифрового ТВ и HDTV. По данным на начало 2006 г., Корбина Телеком имела в Москве 30 000 абонентов и планирует до конца 2006 г. увеличить эту цифру до 180 000. Кроме того, компания создает по всему городу точки Wi-Fi услуг, которые для клиентов будут бесплатны. Вся стоимость проекта составит \$72 млн.

Центральный Телеграф

Центральный Телеграф – дочерняя компания Связьинвеста (который владеет 38,25% ее акций), когда-то известная как акционер Sonic Duo (московской «дочки» Мегафона), но позднее продавшая свою долю в компании. Сегодня Центральный Телеграф является альтернативным оператором в Москве и Московской области и уже обслуживает 39 000 пользователей услугами широкополосной связи. Компания строит сеть широкополосной связи стоимостью \$50 млн, с помощью которой можно будет обеспечить скоростной доступ в Интернет (под брендом Qwerty), а также подключать до 100 каналов ТВ.

Комкор

Комкор уже обслуживает в Москве волоконно-оптическую сеть длиной 11 000 км и имеет подсоединение к 25% жилищ в столице. Компания уже обслуживает здесь 6 000 корпоративных клиентов, а также имеет лицензию на телевизионное вещание.

Технологии Wi-Fi/Wi-max

На фоне быстрого (хотя и с низкой стартовой базы) роста доступности компьютеров/лэптопов ряд пользователей предпочитает выходить в Интернет через точки доступа Wi-Fi/Wi-max технологий.

Проблемы реализации

Участие Связьинвеста в МГТС подразумевает реализационные риски в отношении синергии с Комстар

Несмотря на возможность оптимальной синергии между традиционным (МГТС) и альтернативным (Комстар-ОТС) операторами, МГТС имеет в лице Связьинвеста акционера с блокирующим миноритарным пакетом акций. Государство все еще не решило, стоит ли продавать компании Комстар-ОТС свою долю в МГТС (23% обыкновенных акций).

Что касается роста МГТС, взятой в отдельности, то едва ли ее местные тарифы будут расти быстрее, чем в регионах (хотя можно утверждать, что экономически это обосновано), и к 2010 г. мы ожидаем их роста (в долларовом выражении) лишь на 50% (до \$9 в месяц). Мало того, если Комстар-ОТС получит право выкупить долю Связьинвеста в МГТС, то национальный оператор не будет финансово заинтересован в росте

эффективности МГТС (и не станет лоббировать повышение тарифов, как он обычно делает).

Новым источником органического роста являются регионы, так как московский рынок корпоративных услуг голосовой связи уже достиг насыщения

Остается вопрос: на что будут потрачены средства от IPO?

Голден Телеком, имея аналогичный профиль, будет торговаться с большим дисконтом к Комстар-ОТС

Региональная экспансия

Органический рост в Москве (на внутреннем рынке Комстар) ограничен: как мы ожидаем, рост выручки альтернативных операторов Комстар составит лишь 12% в год. В регионах компания - далеко позади своего главного конкурента Голден Телеком, и у нее нет возможностей для значимых корпоративных покупок (кроме, разве что, Гудзон Телеком, альтернативного оператора в Ростове-на-Дону, купить которого Голден Телеком, по-видимому, не смог).

Масштабные корпоративные приобретения (например, Центр Телеком) позволят Комстар-ОТС быстро расширить присутствие за пределами Москвы, однако возможность этого, на наш взгляд, целиком зависит от приватизации Связьинвеста и успеха АФК Система в ходе его продажи.

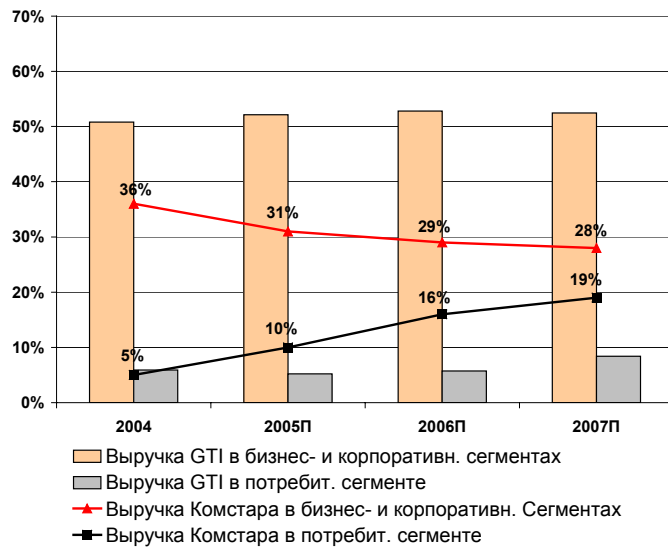
В этой связи возникает еще один вопрос: куда Комстар-ОТС употребит примерно \$1 млрд привлеченных средств, учитывая отсутствие целей для поглощения?

Хорошая возможность для покупки

В настоящее время на рынке частных инвестиций альтернативные операторы пользуются спросом, и недавние сделки по ним совершены при довольно высоких стоимостных оценках: Телекоминвест купил 71% Петерстар у Метромедиа при соотношении 3,8x 2004 EV/Выручка; Корбина недавно была продана группе частных инвесторов по 2,3x 2004 EV/Выручка

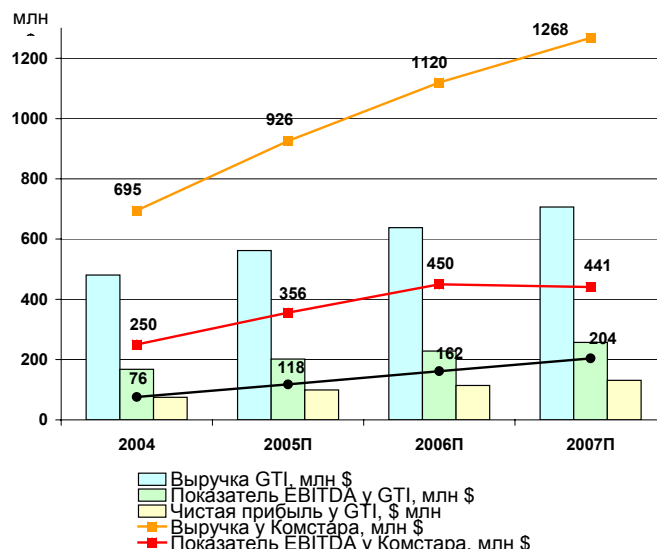
Мы полагаем, что в данных условиях рынок оценил Голден Телеком ошибочно. Компания имеет тот же профиль, что и альтернативная сеть Комстар (см. Илл. 3 на следующей странице), с единственной разницей – несколько большим упором на корпоративную клиентуру.

Илл. 35. Голден Телеком: бизнесы, структура выручки



Источник: отчеты компаний

Илл.36. Голден Телеком и КомстарОТС: Динамика финансовых показателей



Источник: отчеты компаний

Голден Телеком торгуется с существенным дисконтом к региональным телекомам и МГТС, что мы считаем необоснованным (см. Илл. 5), но даже нижний предел предложенного диапазона оценки Комстар-ОТС (\$6,5 за GDR или \$2,788 млрд стоимости компании после IPO) означает для Голден Телеком дисконт в 10% по 2006 EV/EBITDA (и 24% по 2006 EV/Выручка). На наш взгляд, это слишком много, даже с учетом преимуществ Комстар как фишки в игре на московском рынке услуг широкополосной связи, его синергии с МГТС и т.д.

Илл. 37. Голден Телеком: Оценка методом сравнения

	EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E			Выручка, CAGR, % 2005-07П	EBITDA, CAGR, % 2005-07П	Норма EBITDA		
	2005П	2006П	2007П	2005П	2006П	2007П	2005П	2006П	2007П			2005П	2006П	2007П
Голден Телеком	1,5	1,3	1,2	5,2	4,5	4,0	14	12	11	13	15	29	29	30
МГТС	3,2	2,8	2,6	9,0	7,9	7,0	17	14	13	12	13	36	36	36
Среднее по МРК	1,8	1,6	1,5	6,6	5,5	4,9	14	17	15	10	16	27	29	30
Ростелеком	1,1	1,1	1,1	3,3	3,3	3,4	8	8	9	2	(3)	34	33	31
Среднее по российским мобильным операторам	3,4	2,9	2,7	6,9	5,6	5,2	14	11	10	12	15	49	52	52
Versatel	0,6	0,5	0,5	3,7	2,7	2,1	отриц.	41	31	15	32	17	20	23
Hanaro Telecom	0,9	0,8	0,8	2,8	2,4	2,3	отриц.	отриц.	16	6	9	33	35	35
Netia	2,5	2,5	2,5	6,8	6,5	6,2	24	21	18	1	5	38	39	41
Среднее	1,4	1,3	1,3	4,4	3,9	3,5	23,9	31,1	21,7	10	20	29	31	33
Премия/Дисконт к МГТС	-53%	-54%	-54%	-42%	-43%	-44%	-15%	-16%	-16%					
Премия/Дисконт к МРК	-15%	-17%	-21%	-22%	-18%	-20%	0%	-27%	-29%					
Премия/Дисконт к Ростелекому	33%	21%	8%	59%	36%	15%	70%	43%	22%					
Премия/Дисконт к мобильным операторам	-55%	-54%	-56%	-24%	-19%	-24%	-1%	9%	2%					
Премия/Дисконт к зарубежным аналогам	10%	1%	-7%	18%	16%	12%	-41%	-61%	-52%					

Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Потенциал роста до текущей цены Голден Телеком составляет 8-48%, в зависимости от того, как разместится Комстар-ОТС

Ниже мы приводим модель расчета предполагаемой оценки акций Голден Телеком с использованием мультипликаторов Комстар-ОТС за 2006 г. Потенциал роста до текущей цены Голден Телеком в \$29 составляет 8-48%, в зависимости от того, как разместится Комстар-ОТС. При этом мы, чтобы обойти сложность «кросс-холдингов» в группе компаний Комстар-ОТС, не делали поправок на тот факт, что Комстар-ОТС не владеет всеми 100% акций МГТС (хотя компания на 100% консолидирована в финансовой отчетности Комстар-ОТС). В ином случае премия по акциям Голден Телеком была бы еще большей.

Илл. 38. Оценка Голден Телекома методом сравнения

	Стоимость компании, млн \$	Расчетн. EV/Выручка на 2006 г.	Расчетн. EV/EBITDA на 2006 г.	Расчетн. PE на 2006 г.	Премия/Дисконт к Голден Телекому, %
Комстар – ОТС					
- При цене \$6,5 за GDR	1 913	1,7	5,0	11,3	11-31%
- При цене \$9 за GDR	2 610	2,3	6,9	15,4	28-77%
Голден Телеком *	1 002	1,3	4,5	12,0	
**Расчетная стоимость акций, \$					
- При цене \$6,5 за GDR Комстар – ОТС	\$31,4				
- При цене \$9 за GDR Комстар – ОТС	\$42,8				

Примечание: *Фактические коэффициенты

** Исходя из средневзвешенных коэффициентов Комстар-ОТС на 2006 г.

Источник: оценка Альфа-Банка

Операторы мобильной связи

МТС

Илл. 39. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	3 887	5 107	5 996	6 269
EBITDA, млн. \$	2 095	2 627	3 196	3 383
Чистая прибыль, млн. \$	1 023	1 214	1 540	1 612
P/E	14,7	12,4	9,7	9,3
EV/EBITDA	8,4	6,7	5,5	5,2
Капитализация, млн. \$	15 014			
EV, млн. \$	17 579			
Число абонентов, '000	34			
Кол-во акций, млн.	399			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 40. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Введение Резерва универсального обслуживания

Источники: оценки Альфа-Банка

Вымпелком

Илл. 41. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	2 147	3 243	3 802	4 176
EBITDA, млн. \$	1 023	1 512	1 895	2 061
Чистая прибыль, млн. \$	350	580	766	829
P/E	27,6	16,6	12,6	11,7
EV/EBITDA	10,7	7,2	5,8	5,3
Капитализация, млн. \$	9 655			
EV, млн. \$	10 931			
Число абонентов, '000	27			
Кол-во акций, млн.	205			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 42. 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. 43. Основные события

Январь 10 **Вымпелком выходит на таджикский рынок с низким уровнем проникновения мобильной связи**
 Вымпелком приобрел 60%-ную долю в Тасот (сотовый оператор в Таджикистане) за \$12 млн. Тасот имеет общенациональные лицензии GSM-900/1800, UMTS, CDMA 450 и AMPS. По данным газеты Коммерсант, в конце 2005 г. компания обслуживала 10 тыс абонентов (6,3% всех мобильных абонентов в этой стране). Уровень проникновения сотовой связи в Таджикистане в настоящее время составляет только 4%. Кроме того, Вымпелком достиг договоренности с остальными акционерами Тасот, владеющими 40%-ной долей, о возможности увеличения его доли в компании до 100%. Цена исполнения опционов будет определяться по специальной формуле. Численность населения Таджикистана – 7 млн (уровень проникновения мобильной связи, как отмечалось выше, 4%). Эта страна с одним из самых низких в СНГ показателей ВВП на душу населения (немногом выше \$200, по данным за 2003 г.), но темп роста ее ВВП, наоборот, один из самых высоких (в 2004 г. - 10,5%). Приобретение таджикского оператора соответствует стратегии Вымпелкома по выходу на новые рынки, хотя по сравнению с масштабами бизнеса Вымпелкома данный актив очень небольшой.

Январь 19 **Вымпелком вышел на рынок Узбекистана, фактически поделив его с МТС**

Вымпелком приобрел 100%-ную долю участия в Buztel (Bakrie Uzbekistan Telecom), занимающей четвертое место в списке самых крупных GSM-операторов в Узбекистане. Вымпелком подписал также соглашение с Germanos, Mr. Panos Germanos и EBRD о приобретении Unitel, занимающего в упомянутом выше списке второе место. Buztel приобретается по цене US\$60 млн (плюс долги на сумму около US\$2,4 млн), Unitel - US\$200 млн (плюс долги на сумму US\$13,4 млн, что соответствует коэффициенту EV/Число абонентов на уровне \$366 – это довольно низкий показатель). Обе узбекские компании - Unitel и Buztel – имеют национальные лицензии GSM-900 и 1800. В будущем Вымпелком планирует объединить Buztel с Unitel, выведя объединенную компанию на второе место в Узбекистане после Uzdurobita (принадлежит МТС). В настоящее время Unitel обслуживает около 364 тыс абонентов, что составляет 31% общего числа сотовых абонентов в Узбекистане. Кроме того, приобретение Buztel позволит Вымпелкому получить доступ к максимально возможному для любого узбекского оператора спектру GSM-частот. Завершение сделки по приобретению Unitel обусловлено выполнением ряда условий. В Вымпелкоме считают, что это произойдет в феврале 2006 г. Вымпелком планирует найти узбекского партнера, который мог бы выступить в качестве миноритарного акционера будущего объединенного оператора (Unitel+Buztel). Численность населения в Узбекистане – около 26 млн (в СНГ страна занимает по этому показателю третье место после России и Украины). По данным на конец 2005 г., степень проникновения мобильной связи составляла только 4,5%. После завершения указанных выше сделок рынок сотовой связи Узбекистана фактически окажется поделенным между двумя компаниями - МТС и Вымпелкомом. Мы считаем, что указанные выше сделки по приобретению сотовых операторов в Узбекистане позитивны с точки зрения реализации стратегии Вымпелкома: за последние два месяца компания вышла на рынки двух соседних стран - Украины и Узбекистана.

Январь 27 **Теленег подал в Московский арбитражный суд три иска против Вымпелкома**

Teleneg направила в Московский арбитражный суд три иска против Вымпелкома: с ходатайством признать недействительным решение вн Против Вымпелкома и пяти компаний, зарегистрированных на Британских Виргинских островах и на Кипре, а также одного физического лица, которых Teleneg считает продавцами URS. 3. С ходатайством признать недействительным решение о завершении сделки по URS, принятое генеральным директором Вымпелкома Александром Изосимовым. Вымпелком, со своей стороны, выпустил пресс-релиз, в котором заявил, что сожалеет о действиях, предпринятых Teleneg. Комментируя сообщение о поданных исках, председатель совета директоров Вымпелкома, David Haines, сказал: «Принимая во внимание, что за приобретение URS проголосовало 89% всех миноритарных акционеров, принимавших участие в голосовании, причем после проведения открытого обсуждения, участие в котором могли принять все акционеры, Teleneg теперь необходимо объяснить, как сочетается вовлеченность компании в эмоциональный конфликт на Украине с ее ответственностью перед всеми акционерами Вымпелкома, акции которого обращаются на NYSE.

Источники: оценки Альфа-Банка

Альтернативные операторы

Комстар ОТС

Илл. 44. Основные события

Январь 16 **Комстар – ОТС близок к выкупу пакета МГТС у Связьинвеста**

По информации, опубликованной в сегодняшнем номере Ведомостей, министр экономического развития и торговли Герман Греф внес в правительство директиву, по которой представители государства в Связьинвесте должны будут проголосовать за продажу компании Комстар – ОТС принадлежащего холдингу пакета акций МГТС (23,3% капитала, или 28% голосующих акций). Срок действия оферты Комстар – ОТС на приобретение акций МГТС истекает 18 января. Вопрос о продаже пакета акций МГТС внесен в повестку дня заседания совета директоров Связьинвеста, которое состоится завтра. Мы полагаем, что несмотря на то, что текущая рыночная цена акций МГТС (\$18) несколько выше цены выкупа, значащейся в оферте Комстара (490 руб), для акций МГТС новость о директиве правительства хорошая: в последние годы компания не получала в необходимом объеме инвестиции от своих двух основных акционеров (АФК «Система» и Связьинвест), и выход Связьинвеста из состава акционеров МГТС в случае продажи пакета мог бы стать удобным средством прекращения конфликта интересов.

Январь 24 **Неоднозначные результаты приобретения 3 млн акций МГТС компанией Комстар – ОТС**

Комстар – ОТС приобрел более 3 млн обыкновенных акций МГТС (3,83% от уставного капитала МГТС) за \$52,8 млн, в результате чего доля компании в уставном капитале МГТС увеличилась с 46,35% до 49,54%. Связьинвест, владелец 28% акций МГТС, в оферте участия не принял, что навряд ли положительно повлияет на готовящееся IPO Комстар - ОТС. Компания планирует разместить 139 млн своих акций в виде GDR на LSE и назначила ценовой диапазон \$6,5-8 за одну GDR. Конфликт между АФК «Система», владельцем 79,3% акций Комстар - ОТС, и Связьинвестом по поводу вывода МГТС на западные биржи еще раз напомнил о себе. Предложенная в оферте Комстар – ОТС цена \$17 за акцию МГТС – наиболее выгодное предложение, и даже если Связьинвест в конце концов и согласится продать свои 28% акций МГТС, цена навряд ли будет превышать заявленную Комстар - ОТС. Сложившаяся ситуация не вызывает у нас чувство уверенности в том, что в этом году приватизация Связьинвеста состоится. Мы полагаем, что у государства до сих пор нет четкой позиции в отношении будущего Связьинвеста и отрасли связи в целом. Ситуация с Комстар – ОТС – лишнее тому подтверждение.

Источники: оценки Альфа-Банка

Голден Телеком
Илл. 45. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	584	673	766	862
ЕБИТДА, млн. \$	171	194	224	255
Чистая прибыль, млн. \$	65	75	88	101
P/E	16,2	14,0	12,0	10,5
EV/ЕБИТДА	5,9	5,2	4,5	3,9
Капитализация, млн. \$	1 052			
EV, млн. \$	1 003			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 46. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 47. Основные события

Январь 17 **Сети Голден Телекома соответствуют требованиям, предъявляемым к владельцам лицензии на оказание услуг дальней связи**

Голден Телеком завершил строительство и адаптацию сети дальней связи в соответствии с требованиями, предъявляемыми Мининформсвязи к владельцам новых лицензий на предоставление услуг дальней связи. В число указанных выше требований строительство четырех международных транзитных узлов (в т.ч. два узла в европейской части России и два – за Уралом), семь межгородских транзитных узлов связи (по одному в каждом из федерального округе), а также 88 узлов доступа (по одному в каждом из территориальных округов России). В ближайшем будущем (возможно, уже в феврале) Голден Телеком как организация обеспечивающая услуги междугородней и международной связи планирует получить коды доступа оператора и выбора сети. Ранее Голден Телеком предоставлял услуги дальней связи исключительно клиентам и операторам, напрямую подключенным к принадлежащим компании цифровым сетям местной связи. Новая сеть позволяет Голден Телекому продолжить оказывать услуги дальней связи своим нынешним клиентам в соответствии с новыми нормами и правилами и в принципе получить доступ к 40 млн потенциальных клиентов по всей России. По данным консалтинговой фирмы ИКС, объем российского рынка дальней связи составляет приблизительно 8 млн бизнес-клиентов и 32 млн индивидуальных абонентов. В настоящее время только МТТ и Голден Телеком в полной мере соответствуют требованиям, установленным для владельцев лицензий на предоставление услуг дальней связи. А ближайшем будущем эти две компании начнут конкурировать с Ростелекомом (МТТ уже получила код выбора оператора дальней связи).

Источники: оценки Альфа-Банка

МГТС
Илл. 48. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	481	562	638	707
ЕБИТДА, млн. \$	168	202	229	257
Чистая прибыль, млн. \$	75	99	114	131
P/E	26,2	19,8	17,2	14,9
EV/ЕБИТДА	11,9	9,9	8,7	7,8
Капитализация, млн. \$	1 833			
EV, млн. \$	1 994			
Используется линий, '000	4 196			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 49. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Доступ к последней миле в Москве
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> 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

ЦентрТелеком

Илл. 50. Основные события

Январь 26 **Сергей Приданцев сменил Рубена Амаряна на посту президента ЦентрТелекома: нейтрально**
По сообщениям СМИ, Сергей Приданцев, занимавший ранее должность вице-президента и курировавший коммерческую деятельность ЦентрТелекома, сменил на посту президента компании Рубена Амаряна. Отдавая должное послужному списку Приданцева (опыт работы в HP и Lucent Technologies), мы, тем не менее, полагаем, что для самой компании и динамики ее акций эта новость нейтральна. Новый пр с начала года акции ЦентрТелекома выросли на 23%, опередив динамику как бумаг других МРК, так и индекса РТС без видимых на то причин..

Источники: оценки Альфа-Банка

Холдинги

АФК Система

Илл. 51. Основные события

Январь 25 **АФК «Система» укрепляет руководство «Системы Телеком»**
АФК «Система» произвела очередную замену в топ менеджменте группы: новым президентом Системы Телеком стал Сергей Шебетов, заменивший Владимира Лагутина, который пока не получил нового назначения, но остается членом совета директоров Системы Телеком. Мы полагаем, что АФК «Система» расставляет на ключевые должности в основных «дочках» менеджеров наступательного плана (днем раньше президентом АФК «Системы» был назначен Александр Гончарук). До своего нового назначения Шебетов был первым вице-президентом Системы Телеком и отвечал за консолидацию активов в Комстар – ОТС, а также подготовку к IPO. Акции АФК «Система» по-прежнему входят в число основных бумаг, которые мы рекомендуем для ПОКУПКИ в 2006 г. (расчетная цена на перспективу следующих 12 месяцев - \$34,40).

Источники: оценки Альфа-Банка

Связьинвест

Илл. 52. Основные события

Январь 12 **Совет директоров Связьинвеста готовится продать 28% МГТС Комстару**
Совет директоров Связьинвеста поручил правлению холдинга подготовить документы для последнего голосования по вопросу продажи Комстару 28%-ной доли холдинга в МГТС. Связьинвест (и все прочие миноритарные акционеры МГТС) получили от Комстара предложение о выкупе акций МГТС, в результате которого Связьинвест получит примерно \$380 млн. Правление должно будет принять решение о продаже на собрании 17 января. Однако есть и препятствия: позиция Фонда государственной собственности, который возражает против сделки, и тот факт, что текущая рыночная цена на акции МГТС уже на 5% превышает цену, предложенную Комстаром. Мы, тем не менее, считаем, что если Связьинвест примет решение о продаже своего пакета МГТС Комстар - ОТС, это будет позитивная новость для МГТС, поскольку тогда АФК «Система» сможет начать осуществлять капвложения в МГТС. До сих пор такие капвложения осуществлялись не в полном объеме, т.к. Системе при нынешней ситуации не выгодно делиться со Связьинвестом экономическим эффектом от инвестиций.

Источники: оценки Альфа-Банка

Энергетика**Александр Корнилов (7 495) 288-0334**

**Приватизация
генкомпаний: миф
становится
реальностью, но будут
ли довольны
инвесторы?**

В январе среди ключевых событий в энергетическом секторе следует отметить большой прогресс в одном из самых важных и противоречивых вопросов – приватизации генерирующих компаний, созданных в рамках реформы. РАО «ЕЭС» объявило о своих планах по организации дополнительной эмиссии акций некоторых генкомпаний в качестве альтернативного варианта их приватизации. РАО также заявило, что собирается обособить некоторые генкомпании от энергохолдинга уже в 2006 году и планирует организовать внеочередное общее собрание акционеров по этому вопросу в апреле или мае. Эта новость была ключевым событием для акций энергокомпаний и в особенности РАО – его акции обогнали рынок на фоне этой новости. Такая реакция неудивительна с учетом того, что вопрос приватизации генкомпаний оказывает значительное влияние на акции РАО «ЕЭС».

РАО ожидает провести дополнительную эмиссию акций для ОГК-5 и Мосэнерго (ТГК-3) в 4Кв06 или 1Кв07. В то же время, РАО подготавливает дополнительную эмиссию акций для ОГК-3, ТГК-5, ТГК-9 и ТГК-8. РАО планирует выставить на торги 25% акционерного капитала ОГК-5, т.е. выручить порядка \$300 млн на основании текущей рыночной капитализации компании. Акции дополнительной эмиссии, скорее всего, будут распределены между портфельными, а не стратегическими инвесторами, ввиду отсутствия интереса со стороны последних. Пакет РАО в ОГК-5 по завершении его консолидации снизится до 80%, по сравнению с его текущим пакетом, равным 90,25%. Чтобы легализовать дополнительную эмиссию акций, в качестве средства привлечения инвестиций РАО собирается включить эти планы в свою стратегию реформы “5+5” и намеревается сократить свои пакеты в ТГК до блокирующих. Эти поправки не затронут основных принципов стратегии реформы. Совет директоров РАО будет рассматривать первую поправку к стратегии 3 февраля. Поправка гласит, что средства, привлеченные посредством дополнительной эмиссии акций ТГК, должны быть направлены на инвестпроекты. Кроме того, поправка гласит, что пакеты РАО в ТГК должны быть не менее 25%+1, до тех пор пока холдинг РАО не будет ликвидирован. В конечном итоге правительство должно будет продать свои акции, после чего данная ТГК станет частной компанией. Однако следует иметь в виду, что правительство еще не выработало свою позицию по этому вопросу.

Мы видим только одно препятствие для планов РАО: правительство еще не определило свою позицию по отношению к генкомпаниям. Дополнительная эмиссия акций несомненно ограничит контроль над этими компаниями со стороны правительства. Тем не менее, ряд министров поддержали дополнительную эмиссию акций генкомпаний на заседании правительства в декабре 2005 года. По нашему мнению, отношение государства к реформе энергетических компаний резко изменилось по сравнению с 2004 годом, когда новый кабинет министров возглавляемый премьер-министром Михаилом Фрадковым, не показывал никакого желания принимать какие бы то ни было важные решения, стремясь избежать высокой политической ответственности. Мы считаем, что энергоавария в Москве в мае 2005 года, а также предупреждения главы РАО Анатолия Чубайса о грядущем дефиците энерго мощностей в некоторых регионах в результате растущего спроса на электроэнергию и

недавние ограничения подачи электроэнергии в Московской области по причине необычайно низких температур произвели сильное впечатление на правительство. Поэтому мы полагаем, что над данный момент правительство готово сократить свои пакеты в тепловых генкомпаниях.

Ожидается, что инвесторы проявят значительный интерес в дополнительной эмиссии акций ОГК-5, поскольку это пилотная генкомпания. Мы считаем, что данная допэмиссия будет более интересна портфельным, чем стратегическим инвесторам по причине низкой доли миноритариев в компании. И наоборот, что касается ТГК, основными покупателями новых выпусков скорее всего станут стратегические инвесторы; большинство ТГК уже имеют крупных миноритарных акционеров, которые вероятнее всего будут искать возможности увеличения своих пакетов.

Рынок с нетерпением ожидает назначенной на 8 февраля встречи председателя правления РАО «ЕЭС» Анатолия Чубайса и президента Владимира Путина, которые будут обсуждать дополнительную эмиссию акций генкомпаний как альтернативного способа их приватизации. Ожидается, что Путин одобрит эту идею, изначально предложенную Чубайсом в декабре прошлого года.

С учетом того, что дополнительная эмиссия акций генкомпаний близка к утверждению (комитет по стратегии и реформе совета директоров ЕЭС уже утвердил поправку к плану реформы компании "5+5", которая предусматривает возможность использования РАО «ЕЭС» дополнительной эмиссии акций для сокращения своих пакетов в территориальных генкомпаниях до 25%), мы приводим всесторонний сценарный анализ приватизации генкомпаний, который рассматривает все возможные преимущества и недостатки дополнительной эмиссии акций для различных групп инвесторов (мы предполагаем публичное, а не частное размещение этих акций, хотя окончательное решение об этом еще не принято). Для анализа инвесторы были разделены на четыре категории по двум параметрам: РАО «ЕЭС» и региональные энергокомпании, а также стратегические и портфельные инвесторы. Это разделение определяет будущие группы инвесторов в энергетическом секторе: стратегические и портфельные инвесторы РАО «ЕЭС» и стратегические и портфельные инвесторы региональных энергокомпаний.

Портфельные акционеры РАО «ЕЭС»

Плюсы:

- В случае целевого использования средств от дополнительной эмиссии акций (*т.е.* в целях привлечения инвестиций для увеличения мощности имеющегося оборудования и ввода новых генерирующих мощностей) акционеры РАО могут потенциально выиграть от притока новых инвестиций в генкомпанию.

Минусы:

- При условии публичного размещения выпусков дополнительных акций и возможного сокращения пакета РАО в территориальных генкомпаниях (ТГК) до 25%, этот принцип прямо нарушает права акционеров РАО из-за размывания пакетов материнской компании РАО «ЕЭС» в ее дочерних компаниях.
- По причине размывания пакета РАО в ТГК, из-за дополнительной эмиссии акций фундаментальная стоимость холдинга РАО может снизиться, несмотря на рост акционерного капитала ТГК.
- С учетом потери контрольного пакета в ТГК РАО вряд ли сможет контролировать целевое использование средств от допэмиссии внутри этих компаний.

- В результате сокращения пакета РАО до блокирующего оно теряет контроль над всеми сферами деятельности ТГК.

Стратегические акционеры РАО «ЕЭС»*Плюсы:*

- Возможность войти в акционерный капитал генкомпаний с помощью дополнительной эмиссии акций, особенно в отношении оптовых генкомпаний, в которых пакет РАО максимален.

Минусы:

- Большая часть стратегических акционеров РАО приобрели свои акции в расчете на возможность стать акционерами генкомпаний, в первую очередь оптовых, на пропорциональной основе или по результатам приватизационных аукционов, как было предложено РАО в мае 2003. Таким образом, дополнительная эмиссия акций генкомпаний подрывает принцип справедливого участия акционеров РАО в генкомпаниях.
- Чтобы приобрести пакеты в генкомпаниях посредством дополнительной эмиссии акций, акционерам РАО придется потратить дополнительные средства, в то время как обладание акциями РАО становится в этом случае бесполезным.

Портфельные акционеры региональных энергокомпаний*Плюсы:*

- Приток новых инвестиций в генкомпаниях, если средства, полученные от допэмиссии акций, будут использованы по назначению.
- Рост капитализации генкомпаний в результате больших капиталовложений и возросшей установленной мощности.

Минусы:

- Пакет портфельных инвесторов в генкомпаниях может быть размыт.
- Потеря контроля РАО над генкомпаниями может привести к корпоративным конфликтам между стратегическими и портфельными инвесторами генкомпаний, интересы которых часто противоположны, особенно если контрольный пакет достанется стратегическому инвестору.
- Чтобы избежать размывания, портфельные инвесторы должны приобрести пропорциональные доли в общем объеме акций, т.е. по сути должны сделать повторную покупку для сохранения необходимых долей в генкомпаниях.
- Весьма вероятно, что средства, полученные от дополнительной эмиссии акций, не будут использованы по назначению, как предполагается реформой, т.е. для стратегических акционеров, которые могут получить контрольные пакеты в генкомпаниях, существует соблазн вернуть свои деньги посредством выплаты дивидендов и т.п., вместо использования средств на капиталовложения генкомпаний. Мы считаем, что в случае потери РАО контрольных пакетов контролировать использование средств по назначению генкомпаниями будет очень трудно.

Стратегические акционеры региональных энергокомпаний*Плюсы:*

- Возможность увеличения пакетов в ТГК до контрольных посредством участия в дополнительной эмиссии акций. До настоящего времени у стратегических инвесторов российских

энергокомпаний было только два способа войти в ТГК: с помощью непосредственной покупки акций АО-энерго (как до, так и после их разделения по видам бизнеса) и покупки акций РАО в ожидании распределения акций генкомпаний на пропорциональной основе между акционерами РАО. В настоящий момент стратегические инвесторы владеют по крайней мере блокирующими пакетами почти во всех региональных генкомпаниях, подлежащих консолидации в ТГК, поэтому для входа в ТГК до предложения схемы дополнительной эмиссии акций у них оставалась только одна возможность войти в ТГК – покупать акции РАО. Однако с учетом новой схемы приватизации у стратегических инвесторов, желающих увеличить свои пакеты в ТГК, теперь есть другой путь – принять участие в дополнительной эмиссии акций.

Минусы:

- Риск размывания пакетов в генкомпаниях.
- Возможность появления акционеров, недружественных по отношению к существующим стратегическим акционерам.
- Чтобы сохранить свои пакеты, стратегическим инвесторам необходимо принять участие в дополнительной эмиссии акций, при том что цена акций новой эмиссии, выставленных на торги, будет гораздо выше той, которую они изначально платили за акции региональных энергокомпаний (в основном, в 2002–2003 гг).

С учетом приведенных выше соображений стратегические инвесторы региональных генкомпаний представляются нам единственной группой инвесторов, которая сможет извлечь выгоду из этой схемы. По нашему мнению, для прочих инвесторов чистый выигрыш будет, скорее всего, отрицательный.

Что касается акционеров РАО, как портфельных, так и стратегических, потенциальные потери от дополнительной эмиссии акций скорее всего превысят возможные выгоды. Таким образом, среди акционеров РАО ожидается негативная реакция на решение менеджмента РАО о сокращении пакетов холдинга в ТГК до 25%. Единственным способом привлечения инвестиций в генкомпаниях посредством дополнительной эмиссии акций нам видятся частные размещения, а не открытые. Такие размещения могли бы значительно сократить риски миноритарных акционеров РАО и предотвратило бы размывание пакетов РАО. Однако этот способ вряд ли будет интересен инвестсообществу, главным образом по причине того, что он не решает проблему приватизации генкомпаний.

Также хотелось бы отметить планы РАО по выделению некоторых генкомпаний путем пропорционального распределения их акций среди акционеров РАО. Мы расцениваем дополнительную эмиссию акций генкомпаний и их выделение из РАО как противоречащие друг другу планы. С одной стороны, РАО стремится обеспечить пропорциональное распределение активов генкомпаний среди своих акционеров на справедливой основе; с другой стороны, РАО при этом планирует сократить свой пакет в ТГК до 25% по сравнению с текущими 50% в среднем. Поэтому если первый фактор симулирует стратегических инвесторов покупать акции РАО, то второй наоборот стимулирует их продавать.

При наихудшем для акционеров РАО сценарии ожидается, что сначала произойдет эмиссия дополнительных акций, а потом РАО выделит соответствующие генкомпании на пропорциональной основе. По нашему мнению, выделение генкомпаний из РАО до приватизации государственных пакетов было бы наилучшим сценарием для акционеров РАО. В любом случае, ни правительство, ни РАО еще не достигли окончательного решения по этому вопросу, и сомнительно, что это прояснится до марта или апреля.

Мы расцениваем заявление РАО о выделении некоторых генкомпаний, что подразумевает распределение акций генкомпаний среди акционеров РАО на пропорциональной основе, как сильный катализатор для динамики акций РАО, при условии что выделение произойдет до дополнительной эмиссии акций генкомпаний. Это означает, что у стратегических акционеров РАО теперь появится возможность увеличить свои пакеты в генкомпаниях через участие в акционерном капитале РАО «ЕЭС». Таким образом, покупка акций РАО на рынке стала бы для стратегических акционеров логической возможностью получить пропорциональные пакеты в генкомпаниях. Эта возможность имеет, прежде всего, смысл для ОГК, в которых средний ожидаемый пакет РАО составляет более 90% (за исключением ОГК-3 с миноритарным пакетом, составляющим 42%).

Илл. 53. Структура акционеров РАО «ЕЭС»

Правительство	52,7%
Газпром	10,5%
СУЭК	6%
Интеррос	3,5%
ЕвразХолдинг	2–3%
Комплексные энергетические системы (КЭС)	2–3%
Базовый Элемент (О. Дерипаска)	1%
Энергетический Стандарт (К. Григоришин)	1%
АДР	15,3%
Free Float	15%

Источник: средства массовой информации, оценки Альфа-Банка

РАО «ЕЭС» отказалось приобретать ТЭЦ в Болгарии

В январе РАО отказалось от приобретения второй по величине болгарской теплоэлектростанции за 579 млн евро (\$699,5 млн). Неудавшаяся сделка является серьезным ударом для Болгарии, которая пыталась продать крупные предприятия энергетического сектора, чтобы получить столь необходимые ей инвестиции в свете своего вступления в Европейский Союз, запланированного на 2007 г. РАО РАО выиграло тендер на покупку электростанции в апреле, однако после подписания предварительного контракта в октябре началось ее противостояние с Софией по поводу нормативных и некоторых других вопросов. Ранее комитет по приватизации одобрил контракт продажи и пригласил РАО подписать его, сообщив, что отказ будет означать отмену сделки.

На наш взгляд, отказ РАО приобрести данную электростанцию выгоден для миноритарных акционеров РАО. Мы скептически относимся к экспансионистской политике расширения РАО за рубеж, проводимой им в последние годы. Такая политика явно продиктована геополитическими интересами российского правительства, владеющего контрольным пакетом акций РАО, а не интересами миноритарных акционеров РАО. Более того, в случае с Болгарией РАО явно планировала заплатить слишком много за угольную ТЭЦ в Варне - \$555/кВт установленной мощности. Мы считаем, что такое поведение РАО может отрицательно сказаться на перспективе возможного участия энергохолдинга в ряде

Региональные энерго-компании: реформа набирает обороты...

тендеров, подобных болгарскому и касающихся продажи генерирующих активов. Болгарский тендер - первый из выигранных РАО.

На региональном уровне произошли некоторые примечательные события, связанные с ТГК.

Крупнейшее угольное предприятие России СУЭК получило контроль над 46,3% пакетом в ТГК-14, генкомпании, основанной на базе активов Читаэнерго и Бурятэнерго. СУЭК приобрел 436 645 730 обыкновенных акций у ТГК по номинальной цене 1 436 645,73 руб. ТГК-14 была основана как 100% дочерняя компания РАО, но в конечном итоге РАО получило только 50%+1 пакет акций; остаток необходимо было продать миноритарным акционерам Читаэнерго и Бурятэнерго. ТГК-14 начала продажу этих акций в декабре и принимала заявки на покупку акций до 21 декабря. В течение этого периода акционеры Читаэнерго могли использовать каждую акцию в Читаэнерго (как обыкновенную, так и привилегированную) для покупки 0,91 обыкновенных акций ТГК-14 по номинальной цене 0,001 руб; акционеры Бурятэнерго могли использовать каждую акцию для покупки 4,37 обыкновенных акций в ТГК.

Подобным образом, по имеющимся сведениям ТГК-5 продала 37% своих обыкновенных акций стратегическим инвесторам. Акции были проданы по номинальной цене. В настоящий момент ТГК-5 имеет 17 акционеров, включая РАО, которое контролирует 63% пакет. На заседании от 30 сентября совет директоров компании принял решение продать 37% акций компании стратегическим инвесторам (за исключением РАО), владеющим пакетами в региональных генкомпаниях, составляющих ТГК. Продажа этих акций компанией соответствует схеме РАО по созданию ТГК. Согласно этому плану РАО удержит контрольный пакет акций в ТГК в момент их основания, в то время как оставшиеся акции будут проданы акционерам региональных генкомпаний, принадлежащих ТГК. По нашему мнению, основным покупателем акций ТГК-5 скорее всего были КЭС, поскольку компания владеет 15% пакетом в Марийской генкомпании, 26% пакетом в Кировской генкомпании и 22% пакетом в Удмуртской генкомпании (Чувашская генкомпания на 100% контролируется РАО).

Продажа акций ТГК миноритарным акционерам является предварительным шагом до перехода компании на единую акцию. Этот пакет распродается акционерам по номинальной, а не по рыночной цене, чтобы дать им возможность принять участие в управлении ТГК в момент их перехода на единую акцию. Затем ожидается, что все соответствующие региональные генкомпании присоединятся к ТГК в соответствии с утвержденными коэффициентами обмена акций, которые известны для ТГК-5, но еще не определены для ТГК-14. Мы считаем, что упомянутые стратегические пакеты в обеих ТГК могут рассматриваться как первые индикаторы возможных стратегических пакетов в ТГК.

Компания "Комплексные энергетические системы" (КЭС), принадлежащая холдингу «Ренова» Виктора Вексельберга, проголосовала против присоединения ряда региональных генерирующих компаний, выделенных из состава АО-энерго, к ТГК-6. РАО «ЕЭС» предложило два основных метода создания ТГК. Первый метод предполагает консолидацию всех соответствующих региональных генкомпаний с переходом на единую акцию, второй – создание ТГК как холдинговых структур, владеющих акциями региональных генкомпаний, с последующим обменом акций генкомпаний на акции ТГК. Акционеры трех ТГК уже утвердили переход этих ТГК на единую акцию, однако на внеочередных собраниях акционеров Нижегородской, Ивановской, Пензенской и Владимирской генерирующих компаний, состоявшихся 30 декабря 2005 г., КЭС, владеющая по крайней мере блокирующими пакетами акций этих компаний, проголосовала против присоединения

... но есть некоторые препятствия

этих генерирующих компаний к ТГК-6. В двух компаниях – Нижегородской и Ивановской – КЭС заблокировала решение о присоединении к ТГК-6. Представители КЭС объяснили свое решение несогласием с результатами оценки акций генкомпаний, прежде всего Нижегородской генкомпании. Мы считаем, что действия КЭС не представляют серьезной угрозы для создания ТГК-6, а также не думаем, что РАО пересмотрит результаты оценки, уже одобренные правлением. В противном случае эти действия могут привести к неблагоприятному для РАО прецеденту и таким образом стать серьезной угрозой для консолидационной части реорганизации энергетических компаний. Итак, мы ожидаем, что ТГК-6 будет создана как холдинговая компания, хотя, по нашему мнению, операционная компания в случае ее перевода на единую акцию была бы более привлекательной и прозрачной для инвесторов. Мы не исключаем, что в будущем акционеры холдинга ТГК-6 смогут организовать переход на единую акцию.

Данный спор КЭС с ТГК-6 является первым серьезным препятствием, возникшим в ходе консолидации региональных генерирующих компаний. Мы не исключаем возможности, что подобная ситуация может повториться при создании других ТГК.

РАО ЕЭС

Илл. 54. Основные события

Январь 10

РАО «ЕЭС» отказывается приобрести Варна ТЭЦ

По сообщению Рейтерс, болгарский комитет по приватизации заявил о том, что российская энергетическая компания РАО «ЕЭС» отказалась от приобретения второй по величине болгарской теплоэлектростанции за 579 млн евро (\$699,5 млн). Неудавшаяся сделка является серьезным ударом для Болгарии, которая пыталась продать крупные предприятия энергетического сектора, чтобы получить столь необходимые ей инвестиции в свете своего вступления в Европейский Союз, запланированного на 2007 г. РАО «ЕЭС» выиграло тендер на покупку электростанции в апреле, однако после подписания предварительного контракта в октябре началось ее противостояние с Софией по поводу нормативных и некоторых других вопросов. Ранее в понедельник комитет по приватизации одобрил контракт продажи и пригласил РАО «ЕЭС» подписать его, сообщив, что отказ будет означать отмену сделки. "В ответ на наше приглашение подписать контракт мы получили заявление от РАО «ЕЭС», в котором оно отказалась подписывать и участвовать в сделке," – заявила представитель комитета Венета Начева. Она также сообщила, что российская компания заявила комитету о своем неудовлетворении нормативными и экологическими пунктами контракта. "Теперь исполнительный совет комитета по приватизации должен собраться снова и решить, что делать с продажей электростанции в Варне," – заявила Начева. Связаться с представителями РАО «ЕЭС» для получения комментариев оказалось невозможным, так как в России понедельник был праздничным днем. На наш взгляд, отказ РАО «ЕЭС» приобрести данную электростанцию выгоден для миноритарных акционеров РАО «ЕЭС». Мы скептически относимся к экспансионистской политике расширения РАО «ЕЭС» за рубеж, проводимой им в последние годы. Такая политика явно продиктована геополитическими интересами российского правительства, владеющего контрольным пакетом акций РАО «ЕЭС», а не интересами миноритарных акционеров РАО. Более того, в случае с Болгарией РАО «ЕЭС» явно планировала заплатить слишком много за угольную ТЭЦ в Варне - \$555 за кВт установленной мощности. Мы считаем, что такое поведение РАО «ЕЭС» может отрицательно сказаться на перспективе возможного участия РАО в ряде тендеров, таких как болгарский, касающихся продажи генерирующих активов. Болгарский тендер - первый из выигранных РАО «ЕЭС».

Источники: оценки Альфа-Банка

Металлургия**Владимир Жуков** (7 495) 788-0320; **Наталья Шевелева** (7 495) 795-3725

Цены на акции НЛМК, Мечел и Северстали поднялись в январе соответственно на 27%, 20% и 20%

Январь был удачным. Как в целом для российского рынка акций, так и для металлургического сектора. Главным образом на фоне роста котировок на российском рынке акций и возросшей активности в сфере слияний и поглощений мирового сталеплавильного сектора цены на акции НЛМК, Мечел и Северстали поднялись в январе соответственно на 27%, 20% и 20%, превысив индекс РТС (17%).

Примечательное событие на мировом рынке: компания Mittal объявила о намерении поглотить компанию Arcelor

НЛМК и Северсталь остаются лидерами наших рейтингов: мы повторяем нашу рекомендацию **ПОКУПАТЬ**. Среди акций металлургического сектора мы также рассматриваем акции НТМК (целевая цена \$2,4) как привлекательные для покупки, даже принимая во внимание их относительно низкую ликвидность.

Что касается активности в сфере слияний и поглощений, мировой рынок акций сталеплавильных компаний был удивлен необычной офертой: 27 января 2006 г. компания Mittal объявила о намерении поглотить компанию Arcelor. Предложение, цена которого составляет €28,21 за акцию, соответствует премии в 27% к цене на закрытие предыдущего дня торгов.

До объявления враждебного предложения о поглощении Arcelor была относительно недорогим активом (3,8x EV/EBITDA 2006 г.). Хотя это означает премию к текущей оценке Arcelor, это все еще ниже (дисконт - 16%) средней оценки сталеплавильных компаний промышленно развитых стран (5,6x EV/EBITDA 2006 г.).

Таким образом, предложение Mittal о покупке Arcelor более соответствует рыночным оценкам, в сравнении со значительными премиями за приобретение, которые были выплачены в других недавно заключенных сделках: Mittal/Криворожсталь 5,5x EV/EBITDA и Arcelor/Dofasco 6,7x EV/EBITDA 2006 г.

Наиболее активный «консолидатор» – Mittal Steel – временно уйдет с арены слияний и поглощений

Первым следствием данной сделки является временный уход с арены слияний и поглощений наиболее активного "консолидатора" - Mittal Steel, поскольку компании придется 1) вести "боевые действия" в связи с объявленным предложением, и 2) в случае успешного поглощения – заняться консолидацией и интеграцией двух международных компаний (что позволит ей, по ее оценкам, добиться к 2009 г. сокращения затрат до уплаты налогов и синергии в объеме \$1 млрд).

Второй ведущий "консолидатор", Arcelor, продемонстрировавший аппетит к приобретению активов в ходе недавней войны за поглощение компании Dofasco – также выйдет из игры.

В долгосрочном плане мы ожидаем усиления переговорных позиций сталеплавильных компаний и их способности диктовать цены

В долгосрочном плане мы ожидаем усиления переговорных позиций сталеплавильных компаний и их способности диктовать цены. Сталеплавильная промышленность – одна из наименее консолидированных, 30% производства стали приходится на 10 крупнейших производителей, что говорит о гораздо более низком уровне консолидации по сравнению с сектором добычи железной руды – одной из самых консолидированных отраслей промышленности (уровень консолидации – 97%).

В случае успешного завершения сделки Mittal сосредоточит под своим контролем примерно 10% мирового сталеплавильного производства, что, как мы ожидаем, будет иметь долгосрочные последствия в плане усиления способности сталеплавильных компаний влиять на цены на

рынке. Мы полагаем, что это может иметь последствия для мировой ценовой конъюнктуры и принести выгоду всем сталеплавильным компаниям.

Потенциальные последствия для оценки сталеплавильных компаний:

Премии, уплаченные в недавних сделках поглощения, поддержат рыночную оценку сталеплавильных компаний.

Мы определенно ожидаем, что премии, уплаченные в недавних сделках поглощения (относительно прежних уровней) окажут поддержку рыночной оценке сталеплавильных компаний.

Тем не менее, значительные суммы, уплаченные за компании Dofasco и Криворожсталь, были оправданы особым стратегическим положением этих компаний и не привели (по крайней мере, до сих пор) к завышенной оценке Arcelor.

Мы серьезно сомневаемся в возможности для российских сталеплавильных гигантов продать блокирующий пакет

Мы серьезно сомневаемся в существовании возможности для российских сталеплавильных гигантов (Евраз, Северсталь, НЛМК, Магнитка) продать блокирующий пакет – еще того менее, контрольный пакет – зарубежному покупателю без предварительного одобрения сделки Кремлем.

Поэтому, так как мы не ожидаем увидеть российские сталеплавильные компании в роли потенциальных целей враждебных поглощений (только участниками разрешенных правительством продаж), мы считаем значительные премии за покупку неоправданными для российских компаний.

Тем не менее, если будет создан прецедент, по которому крупной российской сталелитейной компании будет разрешено продать значительный пакет акций иностранному инвестору, он станет основным фактором для включения премий за покупку в оценку акций российских сталеплавильных компаний.

Если в российской сталеплавильной промышленности начнется консолидация, это произойдет скорее по инициативе российского правительства, которому понадобится создать национального лидера, а не по причине жестоких войн на поле приобретений.

Если этот процесс возглавит государственная компания (как например, Рособоронэкспорт), то сомнительно, что государство заплатит рыночные премии за покупку стальных предприятий России – контролирующие акционеры согласятся на продажу на условиях государства.

Если этот процесс возглавит частная компания (один из возможных кандидатов – компания Алишера Усманова «Газсталь»), тогда, по нашему мнению, оценки будут более политически зависимы в том смысле, что хозяев будут принуждать продать предприятия выбранному консолидатору.

Мы также хотим напомнить, что глобальные перспективы для стальной промышленности выглядят не оптимистично:

- Ожидается, что в 2006 г. цены на железную руду вырастут от 10% до 30%.
- Ожидается, что средняя цена на сталь снизится год-к-году.
- В перспективе – повышение затрат и дополнительное давление на показатели рентабельности производителей, не являющихся вертикально-интегрированными.

Евраз разместил дополнительные GDR с оценками на уровне российских сталеплавильных гигантов

Непосредственно перед объявлением предложения Mittal, которое привело к повышению акций российских, контролирующие акционеры группы Евраз объявили о дополнительном размещении GDR на LSE среди институциональных инвесторов. Продавцом акций выступил основной акционер группы Crosland Global. Весь пакет был оценен в \$388,5 млн. По нашим оценкам, компания оценена с расчетными на 2006 г. коэффициентами EV/Выручка и EV/EBITDA на уровне 1,1 и 3,7 (для

Доля акций Евраз в свободном обращении увеличилась с 8,3% до 14,2%

Другим значительным событием в секторе стало долгожданное начало торгов ГКМ Норильский никель без Полюса

ГМК Норильский никель и Rio Tinto подписали соглашение о создании совместного предприятия – мало информации, но важный катализатор

сравнения, средние коэффициенты по российским сталелитейным компаниям составляют 1,1 и 3,9, по аналогам на развивающихся рынках – 1,1 и 4,3, соответственно).

Доля акций группы в свободном обращении после дополнительного размещения увеличилась примерно с 8,3% до 14,2%, что является позитивным для GDR компании фактором. Однако предложение привело к понижающему давлению на цены акций компании, которые выросли лишь на 12% в январе (самый низкий рост среди наиболее ликвидных акций российских сталеплавильных компаний). Мы рекомендуем инвесторам ПОКУПАТЬ GDR компании по расчетной цене \$23 за акцию.

Другим значительным событием в металлургическом секторе стало долгожданное начало торгов в январе ГКМ Норильский никель без Полюса. На фоне растущих цен на металлы, а также роста котировок на российском рынке акций, инвесторы 10 января оценили акции Норильского никеля (без Полюса) в \$82,64 (на 7% ниже по сравнению с последней ценой закрытия включая Полюс). В настоящее время акции торгуются по \$88,2. При текущих уровнях цен мы не видим потенциала роста по отношению к предложенной нами расчетной цене (\$83) и рекомендуем инвесторам ДЕРЖАТЬ акции компании на этом уровне, ожидая возможных катализаторов.

Между тем в январе Министерство природных ресурсов РФ, ГКМ Норильский никель и компания Rio Tinto подписали соглашение о создании совместного предприятия для геологоразведки и разработки цветных и драгоценных металлов, а также железных руд в восточносибирском и дальневосточном регионах России. Информация была опубликована в ограниченном объеме, и мы рассматриваем более подробную информацию о совместных планах компаний как важный катализатор.

В январе РТС и ММВБ возобновили торговлю акциями ВСМПО-Ависмы после того, как Свердловский областной арбитражный суд снял арест с части акций компании (не принадлежащие участникам конфликта, инициированного Реновой). Очевидно, что возобновление торговли акциями компании является для нее положительным фактором. В первый день торгов после снятия ареста цена закрытия составила \$200 после того, как была заморожена на \$156,5 (+28%), хотя индекс РТС вырос за этот период еще больше (+34%).

Однако этот конфликт еще не разрешен. Слушание дела назначено на 13 февраля, а все предыдущие слушания откладывались, и Свердловский суд еще не рассматривал это дело.

Напомним, что по договору «русская рулетка» в мае прошлого года Ренова предложила свою долю (13,4%) руководителям ВСМПО-Ависмы Вячеславу Брешту и Владиславу Тетюхину за \$149 млн. Акции были куплены и сделка закрыта в августе. Однако в октябре Ренова заявила, что условия соглашения были нарушены, сославшись на пункт соглашения, запрещающий использование этой доли в качестве обеспечения. После выдачи судебного ордера 73,4% акций ВСМПО-Ависмы были арестованы, а Федеральная служба финансовых рынков приостановила торговлю акциями компании на РТС и ММВБ.

Мы все еще сомневаемся, что сделка будет аннулирована, однако рассматриваем продолжающийся судебный процесс как негативный для ВСМПО-Ависмы. Мы полагаем, что он может отложить долгожданное IPO компании.

Мы продолжим внимательно следить за ситуацией, а пока сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ на акции ВСМПО с расчетной ценой \$190.

ГМК Норильский Никель
Илл. 55. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	7 033	7 486	6 803	6 004
EBITDA, млн. \$	3 375	3 764	3 662	2 917
Чистая прибыль, млн. \$	1 832	2 359	2 376	1 796
P/E	9,1	7,1	7,1	9,9
EV/EBITDA	5,0	4,5	4,6	5,8
Капитализация, млн. \$	16 811			
EV, млн. \$	17 016			
Кол-во акций, млн.	190,6			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 56. 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. 57. Основные события

- Январь 25 **Норильский Никель: данные по производству за 2005 г. и планы на 2006 г. - нейтрально**
ГМК «Норильский Никель» объявил предварительные операционные данные по своим предприятиям, расположенным на Таймырском и Кольском полуостровах. Компания произвела 243 тыс т никеля и 452 тыс т меди, что в целом соответствует плану. План компании на 2006 г. по производству цветных металлов не сильно отличается от 2005 г. (мы прогнозируем, 245 тыс т и 443 тыс т по никелю и меди, соответственно). В 2005 г. компания произвела 3,133 млн унций палладия и 0,751 млн унций платины (без учета SWC). Ранее объявленные предварительные данные за 2005 г. по МПГ были немного ниже: 3,08 млн по палладию и 0,73 млн унций по платине. В 2006 г. компания планирует произвести 2,9-2,95 млн унций палладия и 0,69-0,7 млн унций платины (мы прогнозируем 3,08 млн унций и 0,73 млн унций, соответственно). В целом объявленные компанией фактические данные и планы по производству соответствуют нашим прогнозам. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ по акциям ГМК «Норильский никель» (расчетная цена через 12 месяцев - \$82,7).
- Январь 27 **Норильский никель создаст совместное предприятие с Rio Tinto в области геологоразведки**
По сообщению Министерства природных ресурсов РФ, вчера ГМК Норильский никель и компания Rio Tinto подписали соглашение о создании совместного предприятия для геологоразведки и разработки цветных и драгоценных металлов, а также железных руд в восточносибирском и дальневосточном регионах России. По неподтвержденным данным, распределение затрат между Норильским никелем и Rio Tinto составит 51/49. Мы ожидаем, что совместное предприятие направит свои основные ресурсы на разведку Быстринского месторождения меди в Читинской области с прогнозируемыми запасами меди, по информации из различных источников, 1-3,5 млн тонн, золота – 900 тыс. унций и серебра - 4,5 млн унций, а также титанового месторождения Большой Сэим в Амурской области. Мы считаем новость в целом позитивной для корпоративного имиджа Норильского никеля, выбранного в качестве партнера таким гигантом мировой горнодобывающей отрасли, как Rio Tinto. Вместе с тем, на данном этапе новость нейтральна для нашего рейтинга Норильского никеля. Мы также рассматриваем совместное предприятие как потенциальный плацдарм для участия в разработке более крупных неосвоенных месторождений в России, таких как Удоканское месторождение меди, включенное в перечень стратегических активов России. Тем не менее, до определения российским правительством точных правил и критериев участия компаний с иностранным участием в аукционах по продаже лицензий на разработку стратегических месторождений, вопрос о возможности участия в них данного совместного предприятия Норильского никеля будет оставаться открытым.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 58. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	6 648	7 725	7 511	7 266
ЕБИТДА, млн. \$	2 124	2 068	1 768	1 629
Чистая прибыль, млн. \$	1 401	1 210	1 003	885
P/E	4,8	5,5	6,8	7,7
EV/ЕБИТДА	3,4	3,5	4,1	4,5
Капитализация, млн. \$	6 788			
EV, млн. \$	7 267			
Кол-во акций, млн.	552			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 59. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма ЕБИТДА (МСБУ) в 2005Е г. - 32%
- 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 укрепит позиции на внешних рынках
- Проект по выпуску ТБД

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Евраз

Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	5 925	6 601	6 731	6 437
ЕБИТДА, млн. \$	2 004	1 958	1 994	1 765
Чистая прибыль, млн. \$	1 084	1 068	1 141	1 001
P/E	7,0	7,1	6,7	7,4
EV/ЕБИТДА	4,1	4,2	4,1	4,6
Капитализация, млн. \$	7 421			
EV, млн. \$	8 157			
Кол-во акций, млн.	350			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 61. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Компания контролирует 85% потребностей в руде и 100% - в угле
- Крупнейшая российская группа (21% от производства)

Слабые стороны

- Относительно неблагоприятное расположение
- Низкий технологический уровень

Возможности

- Программа инвестиционных вложений на 2004-2007 года оценивается в \$1.2 млрд
- Возможные приобретения активов

Угрозы

- Введение новых ограничений в США и Европе

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 62. Основные события

Январь 26	<p>Группа Евраз объявила результаты дополнительного размещения: доля акций в свободном обращении увеличивается до 14%</p> <p>Группа Евраз объявила результаты дополнительного размещения GDR на LSE среди институциональных инвесторов. Общее число размещенных GDR превысило ранее объявленное их число: вместо 17,53 млн GDR (5% капитала) компания разместила 21 млн GDR (6% капитала) по цене \$18,5 за GDR. Продавцом акций выступил основной акционер группы Crosland Global. Весь пакет был оценен в \$388,5 млн. По нашим оценкам, компания оценена с расчетными на 2006 г. коэффициентами EV/Выручка и EV/ЕБИТДА на уровне 1,1 и 3,7 (Для сравнения: средние коэффициенты по российским сталелитейным компаниям составляют 1,1 и 3,9, по аналогам на развивающихся рынках 1,1 и 4,3, соответственно). В июне 2005 г. группа Евраз разместила 29,1 млн GDR (8,3% акционерного капитала) по цене \$14,5 за GDR. Тогда было привлечено в общей сложности \$422 млн. По нашим оценкам, доля акций группы в свободном обращении после дополнительного размещения увеличится с примерно с 8,3% до 14,2% (до \$962 млн по текущим рыночным ценам), что является позитивным для GDR компании фактором.</p>
-----------	---

Источники: оценки Альфа-Банка

СГ Мечел
Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	3 636	3 759	3 821	3 810
EBITDA, млн. \$	908	755	633	657
Чистая прибыль, млн. \$	543	412	315	335
P/E	7,5	9,9	13,0	12,2
EV/EBITDA	4,0	5,5	6,6	6,3
Капитализация, млн. \$	4 093			
EV, млн. \$	4 168			
Кол-во акций, млн.	139			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 64. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Компания контролирует 90% потребностей в руде и 100% - в угле
- Диверсифицированный портфель продуктов

Слабые стороны

- Относительно низкая доходность (04 EBITDA - 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

Пищевая промышленность и розничная торговля
Светлана Суханова (7 495) 795-3742; Елена Бороденко (7 495) 795-3692
Акции Пятерочки были самыми волатильными в секторе

GDR Пятерочки были самыми волатильными в секторе торговли и потребительских товаров в последние два месяца. 9 декабря правление компании сократило свои прогнозы продаж с \$1,6 млрд до \$1,3–1,35 млрд, что привело к падению цен акций на 35% в течение одного торгового дня. Цена акции упала до \$15,4 по сравнению с нашим расчетом на это время \$15,5. До настоящего времени акции так и не смогли подняться до прежнего уровня. 18 января цена GDR Пятерочки достигла самого низкого за полгода уровня в \$12,7 за счет того, что Morgan Stanley разместил 2 млн GDR (1,3% всех акций) по цене \$12,25, что ниже цены IPO (\$13). С этого времени GDR были весьма неустойчивы.

Предложенная оценка активов ВВН соответствует нашим прогнозам

18 января Балтика обнародовала подробности слияния с пивоваренными компаниями Пикра, Вена и Ярпиво, что подтвердило планы, содержащиеся в опубликованных Балтикой в прошлом сентябре руководящих принципах.

Намеченная консолидация должна завершиться к концу 2006 г. Если это одобряют акционеры Балтики, то на первом этапе акционеры Балтики, Пикры, Ярпиво и Вены смогут выбирать между получением акций новой укрупненной компании или же продажей своих акций Балтике за наличный расчет по эквивалентной стоимости.

На втором этапе Пикра, Вена и Ярпиво войдут в Балтику с согласия своих акционеров. Пивоваренный холдинг ВВН, владелец контрольного пакета акций Балтики, Пикры, Вены и Ярпиво, подтвердил, что он предпочтет наличным получение акций в расширенной Балтике в обмен на свои акции в Пикре, Вене и Ярпиве.

Балтика заказала компании Deloitte & Touche независимую оценку Балтики, Пикры, Вены и Ярпиво и определение справедливой рыночной стоимости всех четырех компаний. Также Балтика заказала независимому оценщику Citigroup контроль за справедливостью оценки.

На Илл. 65 внизу показана оценка компаний, которую предлагают акционерам. Для сравнения, мы также представляем таблицу с оценками сделок слияний и поглощений в российском пивном секторе. Из этих цифр видно, что Пикра оценена со значительным дисконтом (60–70%, по собственной оценке Балтики). Мы считаем, что это можно объяснить тем, что Балтике не удалось получить одобрение миноритарных акционеров приобретения 70,32% акций Пикры за \$67,5 млн (что повысило бы EV компании до \$96 млн) на внеочередном общем собрании акционеров в июне прошлого года. Тогда миноритарные акционеры Балтики заявили, что оценка Пикры была необоснованно высокой.

Илл. 65. Оценка компаний после слияния

Консолидация	EV \$ млн	Мощность, млн гл	Выработка, млн гл	EqV/Мощность	EqV/Выработка
Балтика	4 168	23,5	19,9	177	209
Пикра	87	1,5	1,07	58	81
Вена	774	5,5	3,1	141	250
Ярпиво	601	6	5,3	100	113

Источник: отчеты компаний

Илл. 66. Оценка компаний, участвующих в слияниях и поглощениях в пивном секторе

Слияния и поглощения	EV \$ млн	Мощность, млн гл	Выработка, млн гл	EV/Мощность	EV/выработка
Патра	60	1,0	0,7	60,0	83,3
Шихан+Волга	130	2,2	1,7	59,1	76,5
ПИТ	400	3,8	2,9	105,3	137,9
Браво	330	5,3	2,3	62,9	143,5
Тинькофф	201	2,3	1,7	87,4	118,2
В среднем				74,9	111,9

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Намеченное слияние должно генерировать \$60–80 млн за счет синергии в первый год после завершения слияния. Консолидация должна еще более усилить позиции Балтики на рынке благодаря экономии масштаба, а также объединенному портфелю продаж и дистрибуции. По нашим оценкам, это позволит Балтике повысить доход в 2010 г. до \$2,9 млрд (20% СТГР (CAGR) в 2005–2010 гг.), EBITDA до \$832 млн (17% СТГР (CAGR)) и чистый доход до \$541 млн (19% СТГР (CAGR)). По нашему мнению, пивной рынок в этот период принесет 9% СТГР (CAGR) (в стоимостных показателях). Мы оцениваем долю Балтики на рынке в 39,5% к 2010 г. по сравнению с нынешними 24,5%.

Правление директоров Балтики приняло решение созвать 7 марта внеочередное общее собрание акционеров для голосования по планируемому слиянию.

Так как компания следует намеченному плану, а оценка Вены, Ярпива и Пикры соответствуют нашим ожиданиям, мы считаем эти события положительными для Балтики и повторяем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ по расчетной цене \$36,9.

Efes приобрел Красный Восток с 50% дисконтом

Еще одной горячей новостью января в пивном секторе стало приобретение 92% Красного Востока компанией Efes Breweries International NV. Цена акций в \$360 млн, определяющая общую стоимость компании в \$390 млн, неожиданно низкая и отражает 50% дисконт по отношению к недавним сделкам слияния и поглощения на пивном рынке, основанным на EV/Мощность. Учитывая то, что Красный Восток является одним из двух крупнейших независимых пивоваренных заводов России, мы ожидали, что он будет продан со значительной премией. Прошлой осенью, согласно источникам в СМИ, Красный Восток вел переговоры о своем приобретении с SAB Miller за \$0.8–1 млрд, в то время как мы оценивали справедливую рыночную стоимость Красного Востока в \$700–750 млн.

Илл. 67. Оценка Красного Востока на основе слияний и поглощений в пивном секторе

	EV \$ млн	Мощность, млн гл	EV/Мощность
Патра	60	1,0	60,0
Шихан+Волга	130	2,2	59,1
ПИТ	400	3,8	105,3
Браво	330	5,3	62,9
Тинькофф	201	2,3	87,4
В среднем			74,9
Красный Восток	390	10,0	39

Премия/дисконт Красного Востока к средним коэффициентам по рынку слияний/поглощений

-48%

Источники: отчеты компаний, СМИ, исследования Альфа-Банка

Сделка выглядит очень привлекательной для Efes, так как она должна с малыми затратами повысить долю компании на российском рынке с 7% до 10%, делая Efes четвертым крупнейшим производителем пива в России.

Илл. 68. Пивной рынок России

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ВВН	33%	34%	38%	35%	33%	34%
Sun Interbrew	15%	13%	12%	14%	15%	16%
Heineken	0%	0%	5%	5%	9%	15%
SABMiller	4%	6%	5%	7%	8%	8%
EFES	5%	5%	6%	7%	7%	7%
Очаково	9%	7%	6%	6%	5%	5%
ПИТ	1%	2%	4%	5%	4%	4%
Красный Восток	3%	4%	5%	4%	3%	3%
Другие	30%	27%	19%	18%	17%	8%

Источники: отчеты компаний, СМИ, исследования Альфа-Банка

Вимм-Билль-Данн

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1 189	1 382	1 569	1 764
EBITDA, млн. \$	97	114	139	167
Чистая прибыль, млн. \$	23	23	30	41
P/E	35,5	15,5	16,1	14,1
EV/EBITDA	9,9	6,8	7,0	6,1
Капитализация, млн. \$	1 021			
EV, млн. \$	1 311			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 70. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Седьмой Континент

Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	496	791	1,285	1,598
EBITDA, млн. \$	44	78	126	151
Чистая прибыль, млн. \$	27	51	80	95
P/E	33,7	20,6	20,6	17,5
EV/EBITDA	20,8	12,0	13,3	11,1
Капитализация, млн. \$	1 658			
EV, млн. \$	1 677			
Кол-во акций, млн.	65			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 72. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Одна из крупнейших сетей супермаркетов в России
- Отличная репутация и узнаваемый бренд
- Разнообразные форматы магазинов

Слабые стороны

- Присутствие только на рынке Москвы
- Низкая рентабельность

Возможности

- Региональная экспансия
- Повышение рентабельности

Угрозы

- Рост арендных ставок
- Ужесточение конкуренции на рынке

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 73. Основные события

Январь 18 **Седьмой Континент: в 2005 г. чистая прибыль выросла по сравнению с 2004 г. на 56% - нейтрально**
 Основные показатели управленческой отчетности за 2005 г., опубликованные Седьмым Континентом: выручка выросла по сравнению с 2004 г. на 44% до \$714 млн (мы прогнозировали 50%-ный рост до \$744 млн). В течение 2005 г. компания открыла 34 новых магазина (мы ожидали - 33), доведя т.о. их общее число до 111. Чистая прибыль увеличилась по сравнению с 2004 г. на 56% до \$42 млн, что привело к небольшому повышению чистой рентабельности (+0,4 п.п. до 5,5%, тогда как мы ожидали, что этот показатель останется на уровне 1П05, т.е. 6,6%). В целом мы рассматриваем отчет за 2005 г. как нейтральный в долгосрочном плане и нейтрально-негативный – в краткосрочном и сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ (расчетная цена прежняя - \$27,8).

Источники: оценки Альфа-Банка

Балтика
Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	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	21,4	14,6	11,0	14,8
EV/EBITDA	13,0	9,4	10,7	9,1
Капитализация, млн. \$	4 858			
EV, \$ млн	4 900			
Производство, млн	22			
Кол-во акций, млн	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 75. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 76. Основные события

Январь 19 **Балтика объявила подробности слияния; позитивно**
 Балтика объявила подробности схемы ее слияния с пивоваренными компаниями Пикра, Вена и Ярливо, что подтверждает планы, о которых сообщалось в основных ориентирах, опубликованных компанией в сентябре прошлого года. Консолидацию предполагается завершить к концу 2006 г. На первом этапе, в случае получения согласия акционеров Балтики, акционеры Балтики, Пикры, Вены и Ярлива будут иметь право обменять свои акции на акции новой, расширенной компании, либо продать свои акции новой Балтике за соответствующие денежные суммы. На втором этапе Пикра, Вена и Ярливо войдут в состав Балтики при одобрении сделки их акционерами. Компания Baltic Beverages Holding, владеющая контрольными пакетами Балтики, Пикры, Вены и Ярлива, подтвердила, что она предпочитает получить в обмен за свои пакеты акций Пикры, Вены и Ярлива акции новой Балтики, а не денежные средства. Балтика поручила компании Deloitte провести независимую оценку Балтики, Пикры, Вены и Ярлива и определить справедливую рыночную стоимость всех четырех компаний. Балтика также привлекла Citigroup в качестве независимого оценщика для подтверждения объективности полученных оценок.

Источники: оценки Альфа-Банка

Пятерочка
Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1 106	1 616	2 364	3 063
EBITDA, млн. \$	111	191	267	320
Чистая прибыль, млн. \$	74	119	167	195
P/E	26,3	22,3	17,9	14,0
EV/EBITDA	16,5	12,6	11,4	8,8
Капитализация, млн. \$	2 145			
EV, млн. \$	2 266			
Кол-во акций, млн.	153			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 78. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Крупнейший российский продовольственный ритейлер
- Высокая рентабельность
- Большое количество магазинов и их выгодное месторасположение

Слабые стороны

- Компанию контролируют два физических лица (67%)

Возможности

- Дальнейшая географическая экспансия

Угрозы

- Рост конкуренции на рынке

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 79. Основные события

- Январь 24 **Пятерочка получила рейтинг BB- от S&P; позитивно**
Агентство S&P присвоило компании Pyaterochka Holding NV долгосрочный кредитный рейтинг на уровне BB- (прогноз стабильный). Агроторг, дочка Пятерочки, также получила долгосрочный корпоративный кредитный рейтинг BB- (и ruAA- по национальной шкале). Кроме того, агентство присвоило рейтинг ruAA- рублевым выпускам облигаций серий 1 и 2 компании «Пятерочка Финанс» на сумму 1,5 млрд руб и 3,0 млрд руб, соответственно. Это позитивная новость для Пятерочки, поскольку высокий кредитный рейтинг позволит привлечь более дешевое финансирование, что, в свою очередь, позволит снизить показатель средневзвешенной стоимости капитала.
- Январь 19 **Пятерочка намерена приобрести 26% акций своего Челябинского франчайзи; нейтрально**
Пятерочка объявила о приобретении 26% акций своего Челябинского франчайзи, компании Уралагроторг (УАТ), за \$1,5 млн. УАТ имеет в Челябинской области 29 магазинов с чистыми торговыми площадями 14,300 кв.м. и продажами за 2005 г. в объеме \$40 млн. Представляется, что данное приобретение весьма выгодно для Пятерочки, поскольку дисконт этих активов к собственной текущей оценке Пятерочки составляет 92-97%. Оно также весьма дешево относительно других сделок, заключенных Пятерочкой в 2005 г. (дисконты 75-95% относительно приобретений Копейки и СРТ).
- Январь 13 **Пятерочка увеличила продажи в 2005 г. на 23% год-к-году до \$1,359 млн; Нейтрально**
Пятерочка объявила, что валовой объем продаж (вместе с выручкой франшиз) увеличился на 31% год-к-году до \$2,084 млн. Чистые продажи компании выросли на 23% по сравнению с концом 2004 финансового года до \$1,359 млн, что немного превышает наш прогноз (\$1,350 млн). Напомним, что в декабре Пятерочка снизила прогнозируемый объем продаж за 2005 финансовый год с \$1,6 млрд до \$1,3-1,35 млрд, после чего цены на акции компании резко упали на 35% всего лишь за одну торговую сессию. Основной причиной снижения объема продаж стали худшие, чем ожидалось, результаты работы магазинов в Ст.-Петербурге. В 2005 г. выручка магазинов существующих более года в Ст.-Петербурге снизилась на 6%, а в Москве увеличилась на 5%. В 2005 г. Пятёрочка открыла 91 новый магазин (56 в Ст.-Петербурге и 35 в Москве) против нашего прогноза в 85 магазинов. По состоянию на 31 декабря 2005 г. Пятёрочка владеет 326 магазинами в ключевых регионах, включая 167 магазинов в Ст.-Петербурге и 159 магазинов в Москве. Магазины Петербурга приносят 52% чистых продаж Пятёрочки. 1 января 2006 г. Пятёрочка приобрела 21 магазин в Екатеринбургском регионе и, таким образом, сейчас она управляет 347 магазинами.

Источники: оценки Альфа-Банка

Аптеки 36,6
Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	211	333	476	619
ЕБИТДА, млн. \$	19	28	35	42
Чистая прибыль, млн. \$	1	3	6	11
P/E	285.8	67.7	32.3	18.4
EV/ЕБИТДА	15.5	12.4	8.9	6.8
Капитализация, млн. \$	280			
EV, млн. \$	274			
Кол-во акций, млн.	8			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 81. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Конкуренция снизит прибыльность
- Рост может быть сдержан недостаточным финансированием

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 82. Основные события

Январь 27 **Аптечная сеть 36,6 опубликовала предварительные итоги деятельности за 2005 г.; нейтрально**
 Аптечная сеть 36,6 объявила свои предварительные финансовые результаты за 2005 г., основанные на данных управленческой отчетности компании. Розничные продажи компании превысили \$200 млн (рост год-к-году - 50%). Эти данные имеют предварительный характер и могут расходиться с данными аудированной финансовой отчетности. В 2005 г. Аптечная сеть 36,6 приобрела 8 сетей сбыта аптечной продукции, включающих в общей сложности 65 аптек в различных регионах России. Поскольку большинство приобретений имело место во второй половине года, фактические итоги продаж, скорее всего, окажутся ниже наших прогнозов (\$235 млн).

Источники: оценки Альфа-Банка

Amtel-Vredestein
Илл. 83. Основные события

Январь 27 **Бывший главный финансовый директор Vredestein назначен на аналогичную должность в группе Amtel-Vredestein**
 Amtel-Vredestein объявила вчера о том, что главный финансовый директор компании Vredestein Antonius (Ton) Tholens назначен на аналогичную должность в Amtel-Vredestein (нынешний финансовый директор Виктор Некрасов уходит из компании в инвестиционный бэнкинг). Карен Топчиян, президент по производству, занимавший ранее также и пост начальника департамента внутреннего контроля в Амтелшинпроме, назначен на более высокую должность – главного финансового директора – в российской дочке Amtel-Vredestein. Сергей Боханов, нынешний начальник управления сбыта и маркетинга, займет пост президента и исполнительного директора. Боханов займет также место в совете директоров Amtel-Vredestein, освобождаясь с уходом Некрасова.

Источники: оценки Альфа-Банка

Банковский сектор
Наталья Орлова (7 495) 795-3677
Растет популярность IPO в банковском секторе

В январе основные новости в российском банковском секторе были связаны с готовящимися первичными размещениями акций. Эта идея становится все более популярной не только среди крупных, но также среди средних и мелких российских банков. В январе Международный банк Санкт-Петербурга (69-й по величине банк России) и Юниаструм-Банк (находящийся на 90-м месте) объявили о своих планах провести IPO в ближайшие два года. Внешторгбанк, в свою очередь, раскрыл некоторые детали своего будущего размещения.

Илл. 84. Предстоящие IPO российских банков

Банк	Срок IPO	Ожидаемое св. обращение после IPO	Суммарные активы, \$ млн	Капитал, \$ млн	Потенциальная рыночная кап., \$ млн
Внешторгбанк	4 кв. 06 – 1Q07	25%	27 500	4 600	16 000
Газпромбанк	2007	до 25%	18 623	1 524	4 500
Росбанк	2Q06	15–25%	7 000	850	2 700
Международный банк С-Пб.	Дек. 2006 – 2007	10–25%	625	73	220
Юниаструм-Банк	2007	до 25%	500	39	117

Источники: Интерфакс, Рейтерс, отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

ВТБ устанавливает временные рамки для IPO: конец 2006–начало 2007 г.: позитивно для ПСБ

Второй по величине российский банк, 99,9% акций которого контролируются государством, разместит 25% своих акций на Лондонской и Московской биржах в ноябре 2006 г. или, самое позднее, в 1Кв07. По нашему мнению, Внешторгбанк не торопится с размещением акций, так как ему в первую очередь необходимо закончить консолидацию своих новых активов: Гутабанка, Промстройбанка-СПб. и иностранных дочерних банков ЦБ РФ. Точные сроки IPO и его параметры будут зависеть от результатов процесса консолидации, который мы считаем главным катализатором для Внешторгбанка. Тем не менее, сам факт того, что установлен конкретный предельный срок для IPO – хорошая новость для ПСБ, так как скорое IPO Внешторгбанка повышает вероятность, что акции ПСБ будут рассматриваться как ориентир для сделки.

Мелкие банки не столь интересны

Что касается других событий, то мы довольно скептически оцениваем шансы банков вроде Международного банка СПб. или Юниаструма вызвать интерес инвесторов, если только они не повысят капитализацию, не увеличат прозрачность и не разработают четкую и разумно агрессивную стратегию действий. Сегодня перспективы их бизнеса выглядят довольно туманными.

Сбербанк
Илл. 85. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Активы, млн. \$	50 170	67 453	75 983	84 870
Чистая прибыль, млн. \$	473	767	824	929
P/E	60,7	37,4	34,8	30,9
Капитализация, млн. \$	29 403			
Кол-во об. акций, млн	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 86. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Рынок облигаций

Екатерина Леонова (7 495) 785-9678

Марина Власенко (7 495) 783-5029

Дата	События, Комментарии
Дек.-1	Европейский центральный банк впервые за 5 лет принял решение о повышении ключевой ставки. С 6 декабря ставка рефинансирования в 12 странах Евросоюза установлена на уровне 2,25% вместо 2%. Причиной повышения ставки послужила нарастающая угроза инфляции. Ставка оставалась неизменной с июля 2003 г., когда она была понижена на 50 б.п. Все это время ЕЦБ удавалось держать инфляцию под контролем.
Дек.-6	Fitch изменило прогноз рейтинга Турции с позитивного на стабильный. Долгосрочные рейтинги иностранной и местной валюты были подтверждены на уровне ВВ-, краткосрочный рейтинг – на уровне В. Изменение прогноза вызвано повышением кредитоспособности страны, подкреплено здоровым экономическим ростом, сокращающимся дефицитом государственного бюджета и долговой нагрузки, а также достижением общей политической и стратегической стабильности.
Дек.-7–8	Министерство финансов США провело аукцион 5- и 10-летних казначейских облигаций. Результаты аукциона оказались несколько разочаровывающими, но это компенсировалось высоким спросом со стороны косвенных участников торгов, включая иностранные центральные банки. Инвесторы неохотно покупали облигации в преддверии заседания Комитета по операциям на открытом рынке Федеральной резервной системы, назначенного на 31 января.
Дек.-13	Банк Бразилии объявил о досрочном погашении долга перед МВФ. Объявление о погашении последней части внешнего долга на сумму \$15,5 млрд до конца года, повлекло за собой снижение прогноза спреда к доходности КО США ниже 300 бп. Министр финансов Антонио Палочи заявил, что досрочное погашение позволит Бразилии избежать расходов по обслуживанию долга на сумму \$900 млн. Участники рынка расценили действия правительства как очередной шаг к получению инвестиционного рейтинга.
Дек.-13	ФРС 13-й раз подряд повысила ключевую ставку на 25 бп, до уровня 4,25% годовых. В этот раз из заявления ФРС была исключена типовая формулировка о соответствии умеренного повышения ставки текущим рыночным условиям. Бывший глава ФРС США Алан Гринспен, покидая свой пост, заявил, что определение нейтральности процентной ставки очень нечетко, и его слишком сложно измерить, чтобы дать точные указания разработчикам денежно-кредитной политики. Размытая формулировка породила у участников рынка неуверенность и ожидание возможной паузы в повышении ставок.
Дек.-14	Аргентина объявила о досрочном погашении долга перед МВФ. Это решение было принято после того, как президент назначил Фелизу Мицели на пост министра экономики вместо Роберто Лаваньи, который должен был подписать договор о новом займе у МВФ. Решение выплатить долги Фонду было поддержано его исполнительным директором. Положение Аргентины на мировом рынке считается достаточно прочным, чтобы произвести досрочное погашение. Решение, принятое всего через два дня после заявления Бразилии о досрочном погашении долга, предусматривало выплату \$9,8 млрд к концу 2005 года.
Дек.-20	ВВП США за 3 квартал 2005 года неожиданно снизился с 4,1% до 4,3%. Индекс личных потребительских расходов, который принимается во внимание при расчете инфляции, вырос в этом периоде с 1,2% до 1,4%.
Дек.-23	ЦБ РФ понизил ставку рефинансирования на 100 бп в 13% до 12% годовых. Экономический эффект этого события является неоднозначным, так как влияние ставки на рынок находится под вопросом, однако снижение ориентировочной ставки может дать банку повод для переоценки стоимости денег.
Янв.-4	Филиппины выпустили еврооблигации на сумму \$2,1 млрд в долларах и евро. Новый выпуск размещался двумя траншами, которые в общем объеме привлекли инвестиционный спрос более чем на \$14 млрд. Сделка вошла в десятку крупнейших привлечений развивающимися странами с рейтингами ниже инвестиционных.
Янв.-12	Европейский центральный банк сохранил ключевую ставку неизменной на уровне 2,25% в год. После повышения ставки впервые за 5 лет на декабрьской встрече ЕЦБ оставил ставку неизменной. Это решение не было неожиданным, учитывая то, что неуверенный экономический рост в еврозоне нельзя считать достаточно стабильным для дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики.
Янв.-18	Банк Бразилии понизил ключевую ставку SELIC на 50 бп. Низкая инфляция и устойчивая позиция реала позволили Центробанку Бразилии вновь понизить ставку. Смягчение денежно-кредитной политики способствует экономическому росту и привлекает интерес иностранных инвесторов на фоне высокой инфляции и повышения ставок в развитых странах.
Янв.-31	ФРС повысила ключевую ставку на 25 бп до 4,5% в год; Бен Бернарке утвержден на пост главы ФРС. Комитет по операциям на открытом рынке ФРС был крайне нечеток в своих заявлениях о будущем валютной политики США. Соответственно, ожидается, что наследник Гринспана на посту главы ФРС Бен Бернарке начнет свой срок с чистого листа. Первое совещание ФРС без участия Гринспена пройдет 28 марта.

Источники: календари Reuters и Bloomberg, C-Bonds, Альфа-Банк

Российские еврооблигации – вновь в центре внимания

Игроки международного долгового рынка в начале 2006 г вновь обратили свое внимание на еврооблигации России. После глубокой коррекции осенью 2005 г. консервативные инвесторы отвернулись от российского внешнедолгового рынка, посчитав его чересчур зависимым от цен на нефть. После новогоднего ралли на развивающихся рынках Россия продемонстрировала не лучшие результаты по сравнению с Турцией и Бразилией, которые в конце 2005-начале 2006 г вышли в лидеры роста.

Причинами возобновления интереса инвесторов к российскому рынку послужили:

- Стабильные фундаментальные показатели и снижающийся государственный внешний долг;
- Ожидание роста курса рубля к доллару;
- Инвестиционный рейтинг от трех ведущих агентств наряду с темпами роста, характерными для развивающихся стран;
- Ожидаемый рост цен на топливно-энергетические товары, который будет способствовать активизации спроса на ценные бумаги основных экспортеров нефти.

ЦБ РФ занимается поддержанием курса рубля в соответствии со структурой бивалютной корзины, состоящей из доллара США и евро. В ожидании снижения курса доллара, игроки предпочитают открывать длинные позиции в рублевых активах, что способствует сохранению стойкого спроса.

КО США: время Бернанке

Учитывая контролируемый уровень инфляции и снижение темпов экономического роста, инвесторы ожидают, что ФРС США сделает паузу в кампании ужесточения денежно-кредитной политики в ближайшем будущем. Тем не менее, на последнем совещании ФРС 31 января ведущая ставка была вновь повышена на 25 б.п. и тон заявления оказался абсолютно нейтральным. Очевидно, члены ФРС решили дать большую свободу действий вступающему в должность Бену Бернанке.

Члены ФРС и Сената вместе с правительством выразили уважение и доверие пятидесятидвухлетнему Бернанке. Он был рекомендован президентом как профессиональный банкир и специалист по таргетированию инфляции. Бернанке начнет свою карьеру главы ФРС в очень непростое время. Ему придется искать баланс между инфляционным давлением со стороны высоких цен на сырьевых рынках, провальным торговым балансом, высоким бюджетным дефицитом и замедляющимся экономическим ростом.

Непоколебимый авторитет Гринспена производил успокоительный эффект на рынок, и после его ухода могут произойти значительные перемены. Сейчас Бернанке должен тщательно взвешивать каждое свое слово. Важным событием этого месяца будет его выступление с полугодовым докладом в Конгрессе. Рынок попытается оценить, продолжит ли Бернанке повышать ставки, что более соответствует его взглядам на валютную политику, или будет голосовать за понижение с целью стимулирования роста экономики и сокращения двойного дефицита. В любом случае, очевидно, что рынок не пересмотрит уровень доходностей по ценным бумагам, пока не будет дано четкое указание на паузу в повышении ставок.

Индекс РТС: возобновление роста возможно от уровня 1 066 – 1 185

Владимир Кравчук, к.ф.-м. н. (7 495) 795-3743

Илл. 87. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1 - 31 января			
		Краткосрочный	Долгосрочный	R4	R3	S1	S2	OP	HI	LO	CL
РТС	ЗАКРЫВАТЬ	Восходящий	Восходящий	1555.53	1500.00	1257.75	1185.36	1128.20	1376.43	1128.20	1315.96
	ЛОНГИ	Замедляется									
	БРАТЬ			1400.00	1376.43	1066.26	1048.91				
	ПРИБЫЛЬ					Максимум 30.01.06					

Источник: оценка Альфа-Банка

Основные выводы

- Индекс РТС превысил нашу предыдущую техническую цель 1 295, что делает актуальным нашу следующую техническую цель 1 555.
- В то же время, краткосрочный тренд на РТС приближается к своей вершине и сильно замедляется, что указывает на большую вероятность распространения технической коррекции вплоть до диапазона 1 066-1 185.
- Мы полагаем, что ожидаемая глубокая техническая коррекция создаст еще лучшие возможности для долговременных покупок акций российских компаний.
- Мы поэтому рекомендуем **ВРЕМЕННО ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** на индекс РТС и **ФИКСИРОВАТЬ ПРИБЫЛЬ** во избежание значительных потерь.

Илл 88. Индекс РТС - Месячные технические характеристики по состоянию на 6 февраля 2006 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

Классический технический анализ

Долгосрочный тренд на РТС по-прежнему остается восходящим, что предполагает достаточно большой остаточный потенциал роста на более

Наша следующая долгосрочная техническая цель равна 1 555, а коррекция создаст хорошие возможности для покупок

продолжительном временном горизонте. С позиции классического технического «прорыв» выше нашей предыдущей долгосрочной технической цели 1295 расчистил путь для дальнейшего движения вверх к нашей новой долгосрочной технической цели 1555. В то же время, краткосрочный тренд на РТС приближается к своей вершине и замедляется, что указывает на большую вероятность распространения технической коррекции вплоть до диапазона 1066-1185. Мы полагаем, что ожидаемая глубокая техническая коррекция создаст еще лучшие возможности для долгосрочных покупок акций российских компаний.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 89. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 6 февраля 2006 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Краткосрочный тренд на РТС пока остается восходящим

Медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 89 продолжает свой рост, находясь выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Это значит, что краткосрочный тренд на РТС пока остается восходящим. В то же время, быстрая адаптивная линия тренда (АТЛ) сформировала новую вершину и недавно пересекла сверху вниз одновременно медленную АТЛ и быструю адаптивную скользящую среднюю (АМА), что следует рассматривать как достаточно сильный медвежий знак.

Медленный момент указывает на замедление тренда

Индикатор медленного момента в средней части Илл. 89 формирует глобальный максимум, что указывает на замедление краткосрочной восходящей тенденции на рынке. В то же время, индикатор быстрого

Краткосрочный составной цикл CWC сформировал «двойную вершину» и возобновил падение

момента уже достиг отрицательной положительной территории. Это – тоже медвежий сигнал.

Краткосрочный составной волновой цикла (CWC) в нижней части Илл. 90 сформировал второй «гребень» в сильно перекупленной области выше уровня плюс «два сигма» и возобновил фазу падения. В настоящее время краткосрочный цикл продолжает падать на отрицательной территории.

Долгосрочный тренд и циклы

Илл. 90. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 6 февраля 2006 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Долгосрочный тренд на РТС по-прежнему восходящий

Медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 90 продолжила свой рост в декабре-январе. Это указывает на то, что на РТС сохраняется долгосрочная тенденция к повышению. Тем временем, быстрая адаптивная линия тренда (АТЛ) формирует свою вершину, что сигнализирует о приближении глубокой коррекции в сторону понижения.

Быстрый индикатор момента выглядят весьма тревожно

Индикатор медленного момента в середине Илл. 90 продолжает расти в области больших положительных значений, что подтверждает факт присутствия долгосрочной тенденции к повышению на российском рынке акций. Что касается быстрого момента, то он уже сформировал свой новый локальный максимум две недели назад и в настоящее время падает. Такая комбинация быстрого и медленного индикаторов момента может привести к достаточно понижению индекса РТС в рамках среднесрочной технической коррекции на предшествующий рост.

Долгосрочный цикл находится в фазе падения

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) сформировал свой новый локальный «гребень» в сильно перекупленной области, расположенной выше отметки «плюс два сигма» и возобновил фазу падения. Это – дополнительный надежный «медвежий» знак. Волатильность (переменная амплитуда) этого цикла остается на высоком уровне (выше среднего нормального), что увеличивает коррекционный потенциал на РТС.

Уровни поддержки и сопротивления

Сильный уровень поддержки расположен вблизи 1185

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл. 87 и 88. Сильный уровень поддержки сейчас расположен вблизи 1185. Основная поддержка равна 1066.

Потенциал роста и падения индекса РТС

С учетом вышеприведенных факторов мы делаем следующие выводы:

1. Индекс РТС превысил нашу предыдущую техническую цель 1 295, что делает актуальным нашу следующую техническую цель 1 555.
2. В то же время, краткосрочный тренд на РТС приближается к своей вершине и замедляется, что указывает большую вероятность распространения технической коррекции вплоть до диапазона 1066-1185.
3. Мы полагаем, что ожидаемая глубокая техническая коррекция создаст еще лучшие возможности для долговременных покупок акций российских компаний.

В среднесрочном плане на РТС появятся еще лучшие возможности для долговременных покупок в диапазоне 1066-1185

Мы поэтому рекомендуем **ВРЕМЕННО ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** на индекс РТС и **ФИКСИРОВАТЬ ПРИБЫЛЬ** во избежание значительных потерь нереализованной прибыли.

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
(7 495) 795-3649/(7 495) 745-7897

Аналитический отдел

Телефон/Факс
Начальник аналитического отдела,
Телекоммуникации
Главный стратег
Нефтяная и газовая промышленность

(7 495) 795-3676/(7 495) 745-7897
Андрей Богданов

Макроэкономика, банковский сектор
Телекоммуникации/Интернет
Металлургия, машиностроение
Потребительские товары
Энергетика
Государственные ценные бумаги

Кристофер Уифер
Надежда Казакова CFA, Аниса Редман,
Константин Батунин
Наталья Орлова, Светлана Ковальская
Андрей Богданов, Светлана Суханова
Владимир Жуков, Наталья Шевелёва
Светлана Суханова, Елена Бороденко
Александр Корнилов
Екатерина Леонова, Марина Власенко;
Денис Пряничников
Владимир Кравчук, к.ф.-м. н.
Ангелика Генкель, к.э.н.

Технический анализ
Аналитическая поддержка российских
клиентов
Группа переводчиков
Подготовка продуктов

Ринат Гайнуллин
Брэндан Франич, Дмитрий Таскин,
Элина Кулиева

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам

(7 495) 795-3672, (7 495) 795-3673
Кирилл Суриков, Михаил Шипицин, Шани Коган
Олег Мартыненко, Александр Насонов
Константин Шапшаров, Дмитрий Садовый
Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

Адрес

Alfa Capital Markets (Лондон)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

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

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

(212) 421-8563/1-866-999-ALFA/(212) 421-7500
Гарольд Уоррен
Сабрина Риччи, Роман Коган
540 Madison Avenue, 30th Floor
New York, NY 10022

© Альфа-Банк, 2006 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, 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.