

Март: Страны BRIC становятся Меккой для инвесторов?

9 Марта 2006

www.alfabank.com

Москва

Тема: Модификация стратегического типового портфеля

- Российский рынок акций продолжает обгонять другие развивающиеся рынки (+10,4% в феврале по сравнению с +0.5% по GEM), поскольку комбинация факторов, обеспечивших интенсивное ралли на протяжении большей части 2005 г., в основном остается в силе. Из этих факторов, а именно тех, которые можно разделить на пять широких подкатегорий: 1) потоки ликвидности, 2) выгодные цены на нефть, 3) стабильная деловая среда, 4) прогресс корпоративной и отраслевой реформы, и 5) относительная оценка, по-прежнему высокие поступления ликвидности особенно повлияли на уровень рынка, подняв его раньше, чем мы предсказывали. В настоящее время средний уровень торговли на рынке соответствует нашему среднему расчетному уровню на год, и мы ожидаем увидеть рекордный подъем до середины года. Произойдет ли увеличение нашего расчетного уровня или коррекция на вторую половину года, будет зависеть от развития событий в областях, которые мы считаем значимыми с точки зрения инвестиционных перспектив на 2006 г. и за которыми мы будем внимательно наблюдать в течение следующих нескольких месяцев. Тем временем, приток ликвидности, по-видимому, останется основным фактором роста рынка.
- Акции нефтегазовой отрасли вызвали подъем на рынке в 2005 г., но в этом году они продолжают терять свою значимость. Это вопрос отчасти текущей оценки, отчасти – опасений относительно снижения цен на нефть. Мы по-прежнему уверены, что боязнь сокращения поставок нефти будет поддерживать цены на нефть в 2006 г., и любое ослабление в секторе будет незначительным. Между тем, все большее число внутренних отраслей подвержено влиянию волны ликвидности, которая в прошлом месяце послужила мощным фактором роста цен на акции телекоммуникационных компаний фиксированной связи, а также энергокомпаний. Акции Ростелекома испытали 53%-ное ралли в феврале, тогда как акции РАО ЕЭС – одной из четырех компаний, пользующихся наибольшим спросом в 2006 г. – прибавили 42%. На контрасте с ними, ЛУКОЙл прибавил всего 4%, а акции Газпрома упали на 1% по сравнению со средним ростом по рынку в 10,4%. В конце предыдущего месяца инвесторы обратились к сектору мобильных телекоммуникаций, который в течение большей части прошлого года не пользовался вниманием. Низкие оценки и перспектива нового катализатора в форме будущих рублевых доходов обеспечили привлекательность сектора.
- Мы уверены, что устойчивое действие упомянутых выше основных факторов роста рынка обусловит не только текущие оценки, но и высокий рейтинг тех отраслей, которые имеют значительный потенциал роста, обусловленный экономическими факторами или повышением эффективности.

Портфельные рекомендации*

Последние публикации

Газпром – внутренние	В нейтральной зоне между объявлением о листинге на ММВБ и ожидаемой скупкой бумаг в мае. Рейтинг выигрывает также по крайней мере от одной из крупных энергетических сделок в период с текущего момента до лета. Потенциал роста в 22% к нашей расчетной цене.
Вымпелком	Сильно отстал в этом году из-за опасений, касающихся роста отрасли, а также корпоративных событий. Однако, имея потенциал роста в 29%, это одна из компаний, на которую следует обратить внимание инвесторам.
Вимм-Билль-Данн	Самая дешевая компания из грандов потребительского сектора, которая сейчас пользуется повышенной популярностью и сохранит ее в среднесрочной перспективе.
Система	Одна из компаний, пользующихся наибольшим спросом в 2006 г. Обеспечивает влияние в области как мобильной, так и фиксированной связи, плюс ожидаемый рост благодаря приобретениям в других секторах. Потенциал роста в 34% к нашей расчетной цене.
РАО ЕЭС	Еще одна из компаний, пользующихся наибольшим спросом в 2006 г. Основной способ доступа к энергетической отрасли, прогресс в которой сейчас ускоряется.
Новолипецк	Акции металлургического сектора в наилучших позициях.

Celtic: ПОКУПАТЬ на 54% дисконте к российским компаниям	Янв. 20
Белорусские НПЗ: лакомый кусок для российских нефтяных компаний	Янв. 20
Первое впечатление от Комстара: хорошая дорогая компания	Фев. 2
Чем обернется новое соотношение рубля к доллару?	Фев. 21
Амтел-Vredestein: План Развития Розничной Сети подтверждает нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ	Фев. 21
Ростелеком: стоит ли верить слухам?	Фев. 28

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:

Стратегия: Инвестиции в акции госкомпаний	3
Государство: из помехи в инициатор роста?	5
Рост государственного контроля.....	7
Инвестиции в акции госкомпаний («тема» инвестиций).....	7
Тема: Модификация стратегического типового портфеля	11
Типовой портфель в его нынешнем виде.....	12
Динамика и оценка акций	16
Календарь корпоративных событий	19
Графики.....	20
Макроэкономика	22
Нефть и Газ.....	24
Телекоммуникации	36
Энергетика	42
Металлургия.....	47
Пищевая промышленность и розничная торговля	54
Банковский сектор	59
Рынок облигаций	61
Индекс РТС: начало глубокой коррекции.....	63

Стратегия: Инвестиции в акции госкомпаний

Крис Уифер (7 495) 130-7322

Акции компаний, с растущей долей государства лидировали на рынке в 2005 г. и с начала 2006 г.

В 2005 г. и с начала 2006 г. среди самых «результативных» ценных бумаг были акции компаний, в которых государство имеет (или планирует получить) контрольные пакеты. Причина – в том, что само государство, разобравшись в своих имущественных правах и интересах, занялось разбором «завалов» на пути развития «стратегических отраслей» и/или созданием конкретных стимулов к ускорению уже наблюдаемого роста. Госкомпании имеют наилучшие шансы воспользоваться преимуществами, связанными с регулятивной ролью государства и «двойственным» характером собственности. Если учесть, что госкомпании сильно «опередили» рынок, и что для привлечения средств в эти (международные по своему профилю) предприятия государство активно выходит на рынки капитала (не говоря уже об обеспечении в целом благоприятного инвестиционного климата), то не удивительно, что государственная доля фондового рынка также увеличивается.

Теперь государство заинтересовано в активном рынке

Результатом стало появление одного из главных факторов, укрепляющих устойчиво привлекательный прогноз рынка в 2006 г. Среди прочих приоритетов, государство теперь само располагает значительными финансовыми стимулами, чтобы обеспечить благоприятных рыночный фон, который обещает сохраниться, по меньшей мере, до завершения IPO акций Роснефти и ВТБ, а также до полной выработки планов создания металлургического или машиностроительного холдинга.

Инвестиции в акции госкомпаний – «горячая» тема 2006 г.

Вот почему одной из главных «тем» 2006 г. стали «инвестиции в акции государственных компаний». Это значит, что в портфелях инвесторов увеличивается доля компаний из стратегических отраслей, в которых государство имеет контрольный пакет, и доля компаний, которые будут, вероятно, включены в государственный холдинг. Эта инвестиционная «тема» охватывает и те компании, которые имеют тесные связи с государством и/или с госкомпаниями, и – следовательно – могут рассчитывать на известные преференции.

Нельзя сказать, что повышенное участие государства в экономике и промышленности полезно, фактически история других стран с развивающейся экономикой говорит о его итоговом негативном влиянии на развитие. Однако если учесть, что многие из стратегических отраслей пребывали в забвении после распада СССР либо были неспособны привлечь средства инвесторов или государства, тот факт, что теперь государство берет на себя реструктуризацию или переориентацию этих отраслей, является позитивным с инвестиционной точки зрения, по крайней мере в переходный период.

Участие государства отражается на росте котировок

В 2005 г. Газпром был главным бенефициаром этого процесса, цены на его акции выросли почти на 145% по сравнению со средним ростом на рынке в 83%. В прошлом месяце понятие стратегической отрасли расширилось и включило такие отрасли, как автомобилестроение и ряд предприятий перерабатывающей промышленности. Кроме того, инвесторы продолжали покупать акции энергокомпаний ввиду более определенной роли государства в секторе. Иными словами, государство перестало тормозить прогресс отраслевых реформ и осваивается в новой роли собственника, поэтому возможно краткосрочное повышение цен на акции соответствующих компаний.

За прошлый месяц индекс РТС вырос на 10,3%. Среди акций, которым предсказывался успех благодаря государственной поддержке, следующие:

Илл. 1. Динамика цен на акции в феврале

Компания	Изм., %
Аэрофлот	+21%
АвтоВАЗ	+33%
Иркут	+21%
КамАЗ	+35%
Павловский автобус	+43%
Силовые машины	+19%

Источник: DataStream

Кроме того, большинство акций энергокомпаний намного обогнали рынок, что было обусловлено ростом РАО ЕЭС в 42%.

Государство: из помехи в инициатор роста?

Концентрируясь на контроле, государство тормозило рост

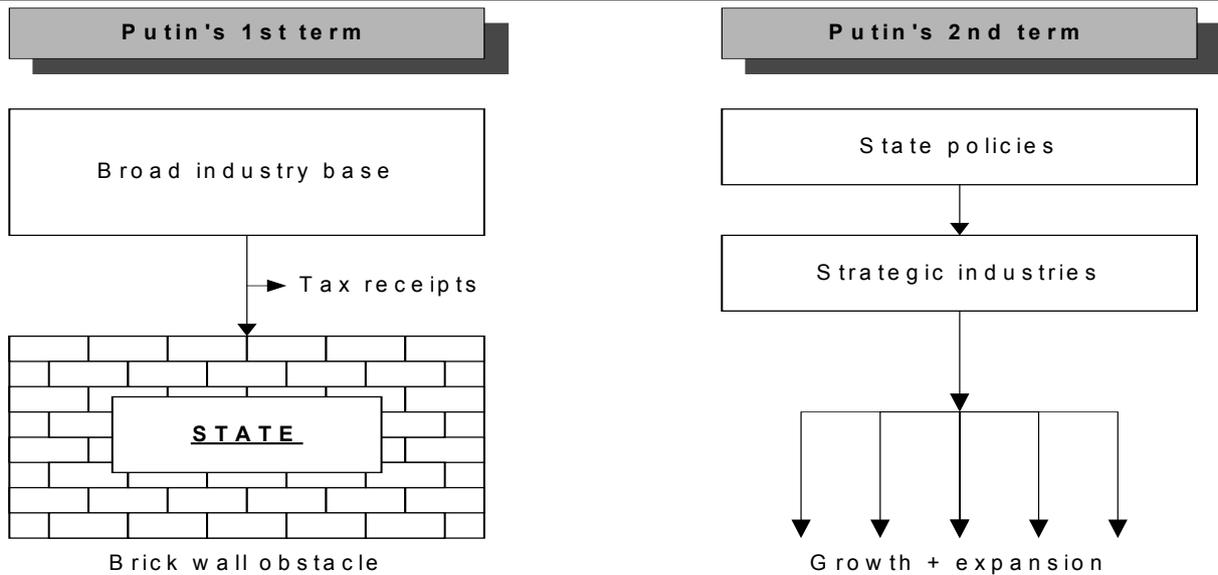
Теперь оно заинтересовано в интенсивном росте и намерено способствовать ему

Иллюстрация 2 показывает, как приоритеты государства повлияют на динамику роста в стратегических отраслях.

За последние пять лет основные цели Кремля были политическими. Президент Путин сделал очевидным намерение государства не поддерживать начинания в области роста стратегических отраслей до тех пор, пока оно не будет уверено в своем контроле. Фактически, из этого следовало, что государство не поддерживало инициативы роста в этих отраслях. Оно не было готово к этому.

Теперь, когда должным образом функционируют политические структуры и идет реорганизация стратегических отраслей (ЮКОС, Сибнефть, увеличение доли государства в Газпроме, Объединенная авиационная корпорация и т.д.) и больше нет препятствий для роста нефтяной, газовой и энергетической отраслей, можно ожидать, что государство начнет стимулировать рост этих "реструктуризированных" отраслей в своих интересах.

Илл. 2. Государство превращается из «помехи» в «инициатора» отраслевого роста



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Элементы новой отраслевой политики

После перехода государства на новые механизмы достижения объявленного роста ВВП в 7%+ в год, произошли следующие изменения:

Концентрация на избранных отраслях

- Первоначальный план состоял в поощрении уже наблюдаемого интенсивного роста некоторых отраслей (напр., добывающей), или отраслей, в которых Россия уже имела конкурентное преимущество (напр., связанных с оборонной промышленностью). Определение стратегической отрасли стало уже несколько размытым, поскольку теперь сюда входит, к примеру, автомобилестроительный сектор.

Продолжение политики высоких налогов

Использовать доходы от налогов на рост в стратегических отраслях, кроме добывающей

Пакет реформ будет продвигаться очень медленно

Разработка отраслевой политики для каждой отрасли

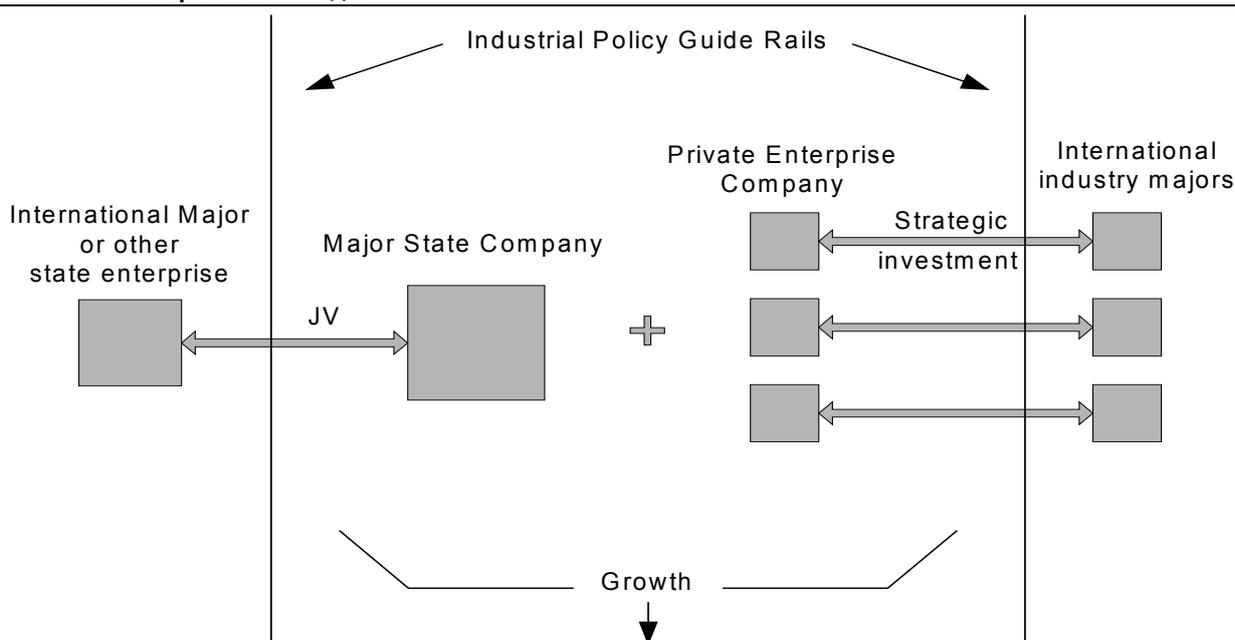
Создание госхолдинга в каждой отрасли

Направляемая инвестиционная политика и создание партнерств

Государственные партнерства с мировыми лидерами

- По-прежнему высокий процент прибыли, получаемой от добычи полезных ископаемых через бюджетные механизмы.
- Использование большей части этих средств на инициативы роста (напр., денежные стипендии или инвестиции). Это вложения либо в крупные госпредприятия, либо в те стратегические отрасли, в которых Россия имела некоторое конкурентное преимущество, однако медленно развивающиеся (напр., технологии).
- Продолжение развития ранее обозначенного широкого пакета реформ и поощрение роста с помощью административных, правовых и бюджетных механизмов, хотя это уже не является первоочередной задачей.
- Разработка для каждой из избранных стратегических отраслей рамочной отраслевой политики, чтобы направить рост (т.е. действовать на макро-уровне вместо микро-уровня) в соответствии с целями правительства.
- Внутри каждой из этих отраслей государство сосредотачивает прямой контроль через контрольный пакет акций в крупнейшем предприятии этой отрасли; ожидается, что другие частные предприятия будут сотрудничать или следовать общей стратегии роста этого предприятия, принадлежащего государству или контролируемого им.
- «Направление» инвестиций компаний, делающих правовые и административные шаги, ведущие к росту отрасли, а также поощрение участия частных компаний в стратегическом партнерстве с крупными международными промышленными компаниями, что позволит получить преимущество от перехода к новым технологиям и внедрения промышленных ноу-хау.
- Формирование госпредприятиями совместных предприятий, возможно на условиях, отдельно оговариваемых для каждого проекта.

Илл. 3. Новая отраслевая модель?



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Рост государственного контроля

Вариант централизованного планирования 2005 г.

Речь не идет о возвращении к централизованному планированию советских времен. В нескольких выступлениях президент Путин недвусмысленно дал понять, что, сожалея о распаде советской системы централизованного контроля, он не хочет возврата к госсобственности или управления экономикой на микро-уровне. Таким образом, мы снова наблюдаем противоречие в самом правительстве, которое с одной стороны рассматривает необходимость осуществления контроля на уровне макропоказателей, а с другой поощряет развитие частного предпринимательства.

Путин считает причиной доставшихся ему проблем потерю Кремлем контроля в 1990-е

Путин также заявил (в мае 2000 г.), что одной из причин кризиса 1998 г., по его мнению, было отсутствие координированного подхода к управлению экономикой. С укреплением в России политического контроля Кремля мы ожидаем усиление (как минимум) «влияния» на экономическую политику.

Это не прежнее советское планирование

При советском способе управления на микро-уровне все выглядело так, будто в понедельник каждый руководитель получал по телефону распоряжение из министерства, сколько изделий выпустить к пятнице, в какой цвет их покрасить и куда доставить.

Современная модель основана на макро-уровне

В современном варианте отрасли, которые попадают в категорию "стратегических", должны выигрывать от скоординированной административной, правовой и бюджетной поддержки их роста.

Поддержка инвестиций, но «направление» процесса

Практически это означает, что в то время как государство скорее всего будет оказывать значительную поддержку роста избранных стратегических отраслей, оно сначала должно будет определить параметры роста и инвестиций, затем учредить сильную прямую холдинговую структуру в каждой из отраслей, и, наконец, окончательно разработать для негосударственных компаний направления их развития в рамках концепции роста (в некоторых случаях совместно с компаниями, принадлежащими/контролируемыми государством).

Отрасли с еще не определенной «контролирующей структурой», имеют высокий инвестиционный риск

Отрасли, в которых у государства пока нет такого холдинга или операционной компании, – например, металлургический сектор, – характеризуются очевидно более высоким инвестиционным риском.

Вне этих отраслей вмешательства государства не предвидится

В отраслях, не входящих в категорию стратегических, направляющее влияние государства или блокирование продажи акций заметно снизится (как, впрочем, и поддержка государства).

Инвестиции в акции госкомпаний («тема» инвестиций)

Газпром (внутренние)

Помимо такого фактора, как увеличение «удельного веса» в индексе MSCI, Газпром получит преобладающую долю участия в крупных энергетических проектах, которую государство для него выделит (или выменяет в действующих проектах, например, Сахалинском и т.д.). Ожидается, что рейтинг акций Газпрома будет и дальше повышаться – в силу международного характера компании и прогнозируемого роста цен на газ (плюс будущая диверсификация бизнеса за счет проектов использования сжиженного природного газа).

Сбербанк

Хотя IPO акций ВТБ (и Росбанка) лишит Сбербанк исключительного положения на рынке, он (Сбербанк) остается доминирующим банком

и главным бенефициаром расширения экономики и увеличения в ней роли государства.

Сургутнефтегаз

Сургутнефтегаз – одна из дружественных государству компаний, которой в происходящей реструктуризации отрасли отведена некая роль. Благодаря крупным финансовым ресурсам Сургутнефтегаз отлично подходит на роль партнера по созданию СП с одной из госкомпаний. Существует еще фактор «силы примера» (со стороны аналогов рынка), который может привести к пересмотру структуры акционеров (напр., собственных акций - Treasury shares) компании, взятой отдельно, либо в рамках участия в реструктуризации отрасли.

РАО ЕЭС

Электроэнергетика – одна из приоритетных (с точки зрения реформ) отраслей, не только по причине ее устаревшей инфраструктуры, но и в силу ее уже значительного продвижения по пути реформирования.

Генерирующая энергетика

Ожидается, что перспективные компании, причастные к созданию генерирующих энергетических мощностей, будут «поощряться» к образованию СП (таких как «Siemens – Силовые Машины») в целях привлечения некоторого капитала, технологии и ноу-хау.

Силовые Машины

Стратегическая отрасль, где структура собственности уже почти сформирована. Следующая стадия – совершенствование бизнеса и извлечение выгоды из отраслевых реформ (например, в электроэнергетике).

АФК Система

Еще одна из дружественных государству компаний, имеющая прочную базу в секторе телекоммуникаций, но продолжающая диверсифицировать бизнес в направлении новых сфер роста (в частности, в отраслях, которым государство определило роль растущих, например, высокие технологии). Рынок полагает, что покупки акций башкирских НПЗ были сделаны Системой в интересах Роснефти, и – помимо хорошей прибыли в случае дальнейшей продажи – они в перспективе сулят повторение подобных сделок.

Башкирские НПЗ

Ожидается, что как только Система продаст свои пакеты «конечному пользователю», структура собственности компаний будет расширена и консолидирована.

Иркут

Иркут – главная часть планируемой (в форме государственного холдинга) Объединенной авиастроительной корпорации (ОАК), цель которой – оживить эту некогда сильную российскую отрасль. В рамках этого плана компания уже продала 10% акций фирме EADS.

ВСМПО

Есть основание предполагать, что государство, как минимум, изучает возможность выкупить доли двух основных акционеров (т.е. оно, как сообщают, сделало им предложение о выкупе, в общем, 60% акций) компании, чтобы и их включить в предполагаемый государственный отраслевой холдинг. Если выкуп доли главных акционеров состоится, то едва ли это будет сделано со скидкой, а в этом – залог хороших перспектив роста котировок (по крайней мере, на период действия предложения о выкупе).

АвтоВАЗ

Государство находится в процессе приобретения контрольного пакета. Для компании это должно быть весьма выгодным, с точки зрения перспектив роста, а также станет защитой от конкурентов.

КамАЗ/ГАЗ

Ситуация та же, что и с АвтоВАЗом.

Оборонные отрасли

Оборонные и технологические отрасли уже объявлены сферами приоритетного роста. Государство планирует повысить расходы на оборону и увеличить экспорт вооружений.

Акции второго эшелона

Еще один удачный месяц для акций второго эшелона

Февраль стал еще одним удачным месяцем для акций второго эшелона на российском рынке. Сектор обогнал голубые фишки, как видно из 12,1%-ного роста индекса РТС-2 по сравнению с 10,4%-ным ростом индекса РТС. Ниже показана динамика лидеров роста в феврале:

Илл. 4. Динамика акций второго эшелона в феврале

Компания	Тикер РТС	Изм. %	Последняя цена
Авиация/космос			
Иркут	IRKT	20,6	1,025
ВАСО	VASO	0,0	19,9
РКК Энергия	rkke	5,0	210,0
НПО Сатурн	satr	8,1	0,12
УМПО	UFMO	22,1	2,32
Атомная энергетика			
ПГХО	pgho	46,4	700,0
Машиностроительный завод	masz	19,7	425,0
НЗХК	nzhk	14,1	16,55
Трубная промышленность			
ЧТПЗ	CHEP	24,1	175,0
ПНТЗ	PNTZ	44,4	26,0
Машиностроение			
Силовые машины	SILM	18,5	0,128
ОМЗ	OMZZ	3,1	9,90
Химическая промышленность			
Сильвинит	SILV	12,5	225,0
Уралкалий	URKA	-3,1	154,0
Апатит	apat	13,6	125,0

Источник: РТС

Атомные «дочки» ТВЭЛ выделились среди наших лидеров

Дочерние компании ТВЭЛ особо выделились на фоне потока новостей о планах администрации к 2030 г. увеличить выработку атомной электроэнергии с 16% до 25% от суммарного объема выработки в России. Бывший премьер-министр Сергей Кириенко активно продвигает свою идею строительства в России 40 атомных реакторов стоимостью до \$60 млрд, не говоря о международном сотрудничестве между Россией и СНГ, с одной стороны, и Великобританией, США, Китаем и Индией, с другой. Реализация подобных амбициозных планов зависит от поставок урана, которые в России на 94% контролирует Приаргунское объединение (pgho). Акции этого предприятия, уже выросшие на 138% с начала года, прибавили более 46% в феврале. Еще две компании, которые мы выделили в сети ядерного топлива ТВЭЛ – Машиностроительный завод и Новосибирский завод – также выиграли от этого нового фокуса внимания инвесторов, в котором оказался сектор (плюс 19,7% и 14,1%, соответственно).

Компании аэрокосмического сектора также нашли покупателей

Акции компаний аэрокосмического сектора также продолжали продаваться. На волне энтузиазма, последовавший за подписанием В. Путиным указа о создании Объединенной авиационной корпорации, наибольшим вниманием пользовались Иркут (+20,6%) и УМПО (+22,1%). Мы ожидаем, что этот сектор наравне с атомной энергетикой останется популярной инвестиционной темой. Акции трубопрокатных компаний также показали отличный рост, так как инвесторы стремятся иметь акции одновременно и сталеплавильных и нефтяных компаний. Акции ЧТПЗ выросли в цене на 24,1%, а цены на акции ПНТЗ выросли больше, чем на 44%. Достоинно выступили производители удобрений, единственным

исключением стал Уралкалий (небольшая фиксация прибыли). Однако мы по-прежнему позитивно оцениваем перспективы этой отрасли в плане возможного выхода на экспортные рынки в результате создания БКК, которая объединит Уралкалий и Сильвинит с белорусским производителем (создается крупная компания-экспортер калийных удобрений).

Илл. 5. Лидеры роста РТС, февраль 2006 г.

Акции	Тикер РТС	Изм. %	Последняя цена, \$
Шахта Воргашорская префы	vorgp	101,4	280,0
Саратовский НПЗ префы	KRKNP	101,3	300,0
Мотовилихинские заводы	motz	90,9	0,21
Воронежсинтезкаучук	vzsk	70,0	425,0
Нижнекамскнефтехим префы	nkncp	69,1	0,82
УфаВИТ	ufvi	60,0	24,0
AMTEL-Vredestein	kirt	59,2	144,25
Синарский трубный	SNTZ	58,3	120,0
Черепецкий механический завод префы	cherp	56,5	90,0
Челябинский цинковый завод	chzn	54,2	185,0
Сахалинморнефтегаз	SKGZ	54,1	21,8
Дагэнерго	DGEN	53,9	0,020
Смоленскэнерго	smoe	51,4	0,28
Ростелеком	RTKM	50,2	3,38
Саратовский НПЗ	KRKN	50,0	300,0
Кемеровский Азот	azkm	48,4	47,5
Тульский машиностроительный	tuma	48,4	0,115
ПГХО	pgho	46,4	700,0
РАО ЕЭС префы	EESRP	45,2	0,585
ПГХО префы	pghop	43,9	475,0

Источник: РТС

Илл. 6. Лидеры падения РТС, февраль 2006 г.

Акции	Тикер РТС	Изм. %	Последняя цена, \$
Разрез Назаровский префы	mazp	-15,5	300,0
Кузбассразрезуголь	kzru	-13,7	0,60
Уфаоргсинтез	UFOS	-13,3	3,90
Разрез Бородинский префы	rborp	-10,6	1,100
Южный Кузбасс	ukuz	-9,7	46,5
Михайловский ГОК	mgok	-7,7	360,0
УАЗ	uaza	-6,3	0,090
Ашинский металлургический завод	amez	-5,0	0,495
Новороссийский морской торговый порт	nmtp	-3,9	0,0418
Уралкалий	URKA	-3,2	1,54
Серовский металлургический завод префы	metzp	-3,2	150,0
Ижевский машиностроительный завод префы	igmap	-3,0	0,0032
Аптечная сеть 36,6	APTK	-2,9	34,0
Славнефть	slav	-2,9	1,65
МГТС	MGTS	-2,4	20,0
Красноярские авиалинии	avka	-2,0	490,0
Балтика	PKBA	-1,4	36,5
Разрез Красногорский	rakr	-1,4	720,0
Стойленский ГОК	sgok	-1,3	370,0
Ярливо	yarp	-1,2	8,40

Источник: РТС

Тема: Модификация стратегического типового портфеля

Крис Уифер (7 495) 130-7322

С начала года наш типовой портфель вырос на 34,7%

С начала года наш типовой портфель вырос на 34,7%*, по сравнению с ростом Индекса ММВБ на 33,6%. Таблица соответствующих индексов дана на Илл. 9.

В начале года крупные компании – те, что под контролем государства - возглавили рост, но сегодня притормозили

В первые две недели главный вклад в рост эффективности типового портфеля внесли акции Газпрома и Сбербанка. Однако затем бумаги вернулись к показателям ниже рынка – и за период с начала года отстают от обоих индексов – и ММВБ, и РТС. Акции мобильных телекомов – несмотря на краткий спурт прошлой недели – продолжают отставать от рынка, и в конце января нам пришлось заменить МТС на Новатек. Бумаги всех мобильных операторов имеют существенный потенциал роста до справедливой цены, но инвесторы пока не видят катализаторов, которые могли бы, наконец, подтолкнуть динамику акций. В какой-то момент мы надеемся вернуть МТС и Вымпелком в типовой портфель – но только не сегодня. Между тем АФК Система не только представила традиционное направление в нашем портфеле, но и придала ему дополнительное измерение, поскольку диверсифицирует свой бизнес в другие отрасли, включая технологии.

Примечание: С самого начала года мы не могли включить в наш портфель Новолипецкий меткомбинат и сделали это лишь в конце января.

Среди «голубых фишек» самыми эффективными (в нашем портфеле) оказались:

Илл. 7. Типовой портфель: «Голубые фишки» лидеры роста

	Динамика с начала года
ММВБ	33,6%
РАО ЕЭС	59,5%
Новатек	59,1%
Сургутнефтегаз	43,2%
Северсталь	37,5%
ЛУКОЙЛ	35,9%

Источник: ММВБ

Среди компаний с малой капитализацией наибольший вклад в рост портфеля внесла нефтянка 2-го эшелона

По отраслям наибольший вклад в рост портфеля внесла нефтянка 2-го эшелона – благодаря сюжету с башкирскими компаниями и перспективам реструктуризации Роснефти. В феврале резкий рост акций электрических компаний привел к увеличению эффективности сектора на 1,9% (не включая РАО ЕЭС из категории «голубых фишек»).

Илл. 8. Типовой портфель: Отрасли – лидеры роста

Отрасль	Доля в изменении портфеля
Нефтяные акции – «второй эшелон»	4,2%
Промышленность - производство	2,7%
Электроэнергетика	2,5%
Банки	2,2%
Потребительские товары	1,3%

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 9. Типовой портфель и основные рыночные индексы*

	На 1 января	На 3 февраля	Изменение
Стратегический портфель			34,7%
ММВБ	1 010,1	1 349,1	33,6%
Индекс РТС	1 125,6	1 487,1	32,1%
Индекс РТС-2	1 288,2	1 705,9	32,4%
MSCI Russia	829,8	1 075,2	29,6%

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка; * по ценам закрытия за 3 февраля 2006 г.

Самой эффективной «голубой фишкой» года была Татнефть, чьи акции мы рекомендуем сегодня ПРОДАВАТЬ

Главной «голубой фишкой», которую мы «пропустили», была Татнефть, чьи акции с начала года выросли в ММВБ на 76,5%. Сегодня наши специалисты по нефтяному сектору рекомендуют ПРОДАВАТЬ ее акции, поскольку при текущей цене они торгуются с премией 44% к расчетной цене. Другим значительным «пропуском» оказался Ростелеком. После того, как в январе он «провалился» гораздо ниже рынка, резкий спекулятивный подъем котировок на фоне возросших надежд на скорую приватизацию Связьинвеста привел к повышению курса акций Ростелекома, которые с начала года выросли на ММВБ на 42,2%. Наши аналитики опять-таки советуют ПРОДАВАТЬ эти акции, которые при текущей цене, по прикидкам, торгуются с премией 10% к расчетной цене.

Сильную динамику имели акции компаний, над которыми сегодня государство стремится установить контроль

Говоря о «пропущенных» отраслевых темах, отметим самую сильную: компании, включенные государством в программу «стратегических отраслей». Например, с начала года акции ОМЗ выросли на 87%, АвтоВАЗ - на 77%, Силовые машины - на 70%.

В рубрику «акции 2-го эшелона» внесены небольшие изменения

Типовой портфель в его нынешнем виде

Обычно до конца первого квартала мы не вносим изменений в типовой портфель. Однако если раздел «голубых фишек» мы оставили без перемен с удельным весом 60% от всего портфеля, то в рубрику «акции 2-го эшелона» были внесены небольшие изменения. Мы добавили одну «тему», т.е. акции компаний атомной энергетики, ибо очевидно, что по итогам года они продемонстрируют сильную динамику (поскольку в этой отрасли государство стремится консолидировать свою собственность). В результате этого «вес» каждой «темы» в портфеле уменьшен с 8,0% до 6,7%. В рамках отдельной «темы» доли индивидуальных акций остаются одинаковыми.

Кроме того, в рубрику «нефтяные акции 2-го эшелона» мы добавили три новых названия, а в рубрику «прочие» вошли акции Силовых машин.

Как обычно, более глубокий пересмотр типового портфеля произойдет в марте.

Илл. 10. Текущий типовой портфель

	Рын. капитализация	Цена	Расч. цена 12 мес.	Потенциал роста	Вес
	млн \$	\$ за акцию	\$ за акцию	%	%
«Голубые фишки»					
Газпром	193 414	8,16	9,47	16,1	6,7
Новатек	10 627	35,90	28,30	-21,2	6,7
ЛУКОЙЛ	68 190	83,00	70,96	-14,5	6,7
Сбербанк	28 997	1 526,00	1 732,00	13,5	6,7
Северсталь	7 422	13,45	пересмотр		6,7
АФК «Система»	13 000	26,95	34,40	27,6	6,7
Сургутнефтегаз	57 304	1,60	1,40	-12,7	6,7
РАО ЕЭС	28 400	0,69	пересмотр		6,7
НЛМК	13 155	2,20	2,10	-4,5	6,7
«Голубые фишки» всего					60,0
Потребительские товары					
Амтел	648	9,50	14,00	47,4	1,7
Балтика	4 686	40,00	40,74	1,9	1,7
Вимм-Билль-Данн	1 210	21,50	28,00	30,2	1,7
Седьмой Континент	1 661	25,75	30,84	19,8	1,7
Потребительские товары всего					6,7
Региональные банки					
Промстройбанк	1 803	1,43	1,54	7,7	2,2
Банк Москвы	3 290	28,00	21,20	-24,3	2,2
Возрождение	586	31,25	37,74	20,8	2,2
Региональные банки всего					6,7
Нефтяные акции «второго эшелона»					
Башнефть	2 975	17,50	20,54	17,4	1,1
Уфанефтехим	1 156	4,20	5,79	37,9	1,1
Новойл	1 192	1,50	1,91	27,3	1,1
Ярославнефтеоргсинтез	1 856	1,70			1,1
Нижегороднефтеоргсинтез	Н/Д	120,00			1,1
Казаньоргсинтез	1 097	0,59			1,1
Нефтяные акции «второго эшелона» всего					6,7
Электроэнергетика					
Волжская ГЭС	1 059	0,30	пересмотр		1,7
Воткинская ГЭС	375	0,56	пересмотр		1,7
Саяно-Шушенская ГЭС	1 909	0,88	пересмотр		1,7
Жигулевская ГЭС	1 007	0,21	пересмотр		1,7
Региональные энергокомпании всего					6,7
Атомная энергетика					
ПГХО		700,00			2,2
Машзавод		440,00			2,2
НЗХК		17,50			2,2
Атомная энергетика всего					6,7
Прочие отрасли					
ЧТПЗ	782	1,66	1,46	-11,8	1,3
Иркут	914	1,04	0,97	-6,7	1,3
УМПО		2,25			1,3
МГТС	1 597	20,00	22,40	12,0	1,3
Силовые Машины	953	0,13	пересмотр		1,3
Уралсвязьинформ	1 408	0,04	0,06	36,4	1,3
ВСМПО	2 453	210,70	190,00	-9,8	1,3
Прочие отрасли всего					6,7

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 11. Стратегический типовой портфель: динамика за январь

	1 января	31 января	Изменение	Вес	Доля в изменении портфеля
	Цена \$ за акцию	Цена \$ за акцию	%	%	%
«Голубые фишки»					
Газпром	6,76	7,79	15,2	7,5	1,1
МТС	35,30	37,48	6,2	7,5	0,5
ЛУКОЙЛ	59,40	76,65	29,0	7,5	2,2
Сбербанк	1 310,00	1 497,50	14,3	7,5	1,1
Северсталь	9,90	11,90	20,2	7,5	1,5
АФК «Система»	24,10	24,45	1,5	7,5	0,1
Сургутнефтегаз	1,09	1,37	25,8	7,5	1,9
РАО ЕЭС	0,42	0,49	16,4	7,5	1,2
«Голубые фишки» всего				60,0	9,6
Потребительские товары					
Амтел	10,80	10,50	-2,8	2,0	-0,1
Балтика	31,20	36,40	16,7	2,0	0,3
Калина	38,10	43,38	13,9	2,0	0,3
Седьмой Континент	23,20	25,68	10,7	2,0	0,2
Потребительские товары всего				8,0	0,8
Региональные банки					
Промстройбанк	1,10	1,32	20,0	2,7	0,5
Банк Москвы	18,88	23,25	23,1	2,7	0,6
Возрождение	28,55	29,75	4,2	2,6	0,1
Региональные банки всего				8,0	1,3
Акции нефтяных компаний «второго эшелона»					
Башнефть	11,20	15,38	37,3	2,0	0,7
Уфанефтехим	2,75	3,90	41,8	2,0	0,8
Новойл	0,98	1,45	48,0	2,0	1,0
Уфимский НПЗ	1,52	2,19	43,8	2,0	0,9
Акции нефтяных компаний «второго эшелона» всего				8,0	3,4
Электроэнергетика					
Волжская ГЭС	0,24	0,26	8,3	2,0	0,2
Воткинская ГЭС	0,39	0,42	7,2	2,0	0,1
Саяно-Шушенская ГЭС	0,64	0,71	10,9	2,0	0,2
Жигулевская ГЭС	0,16	0,17	5,6	2,0	0,1
Региональная электроэнергетика всего				8,0	0,6
Прочие отрасли					
ЧТПЗ	1,06	1,46	37,3	2,0	0,7
Иркут	0,74	0,84	13,5	2,0	0,3
МГТС	18,00	19,38	7,7	2,0	0,2
Уралсвязьинформ	0,04	0,04	2,8	2,0	0,1
Прочие отрасли всего				8,0	1,2
Итого по январю				100,0	17,0
ММВЕ	1 010,1	1 171,4			16,0
Индекс РТС	1 125,6	1 316,0			16,9
Индекс РТС-2	1 288,2	1 520,6			18,0
MSCI Russia	829,8	965,5			16,4

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 12. Стратегический типовой портфель: динамика за февраль

	1 февраля	28 февраля	Изменение	Вес	Доля в изменении
	Цена \$ за акцию	Цена \$ за акцию	%	%	портфеля
«Голубые фишки»					
Газпром	7,79	8,16	4,7	6,7	0,3
Новатек	28,99	35,90	23,8	6,7	1,6
ЛУКОЙЛ	76,65	83,00	8,3	6,7	0,6
Сбербанк	1 497,50	1 526,00	1,9	6,7	0,1
Северсталь	11,90	13,45	13,0	6,7	0,9
АФК «Система»	24,45	26,95	10,2	6,7	0,7
Сургутнефтегаз	1,37	1,60	17,0	6,7	1,1
РАО ЕЭС	0,49	0,69	41,5	6,7	2,8
НЛМК	1,80	2,20	22,2	6,7	1,5
«Голубые фишки» всего				60,0	9,5
Потребительские товары					
Амтел	10,50	9,50	-9,5	2,0	-0,2
Балтика	36,40	40,00	9,9	2,0	0,2
Калина	43,38	53,70	23,8	2,0	0,5
Седьмой Континент	25,68	25,75	0,3	2,0	0,0
Потребительские товары всего				8,0	0,5
Региональные банки					
Промстройбанк	1,32	1,43	8,3	2,7	0,2
Банк Москвы	23,25	28,00	20,4	2,7	0,6
Возрождение	29,75	31,25	5,0	2,6	0,1
Региональные банки всего				8,0	0,9
Акции нефтяных компаний «второго эшелона»					
Башнефть	15,38	17,50	13,8	2,0	0,3
Акции нефтяных компаний «второго эшелона»					
	3,90	4,20	7,7	2,0	0,2
Башнефть	1,45	1,50	3,4	2,0	0,1
Уфанефтехим	2,19	2,49	14,0	2,0	0,3
Новыйл					
Уфимский НПЗ				8,0	0,8
Акции нефтяных компаний «второго эшелона» всего					
	0,26	0,30	15,4	2,0	0,3
Электроэнергетика					
Волжская ГЭС	0,42	0,56	34,0	2,0	0,7
Воткинская ГЭС	0,71	0,88	23,2	2,0	0,5
Саяно-Шушенская ГЭС	0,17	0,21	21,3	2,0	0,4
Жигулевская ГЭС				8,0	1,9
Региональная электроэнергетика всего					
ЧТПЗ	1,46	1,66	13,7	1,6	0,2
Иркут	0,84	1,04	23,8	1,6	0,4
МГТС	19,38	20,00	3,2	1,6	0,1
Уралсвязьинформ	0,04	0,04	18,9	1,6	0,3
ВСМПО	156,30	210,70	34,8	1,6	0,6
Прочие отрасли всего				8,0	1,5
Итого по январю				100,0	15,1
ММВЕ	1 171,4	1 349,1			15,2
Индекс РТС	1 316,0	1 487,1			13,0
Индекс РТС-2	1 520,6	1 705,9			12,2
MSCI Russia	965,5	1 075,2			11,4

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Динамика и оценка акций

Илл. 13. Динамика АДР, с начала месяца, на 3 марта 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	91,5	7,5	27,6	94,0	29,5
ЛУКОЙЛ	Уровень 1	4 в 1	31,0	83,3	9,6	42,3	87,2	26,5
Сибнефть	Уровень 1	5 в 1	4,0	24,2	4,8	29,1	24,3	14,9
Сургутнефтегаз	Уровень 1	50 в 1	19,0	79,4	16,5	48,4	80,7	32,8
Татнефть	Уровень 2	20 в 1	25,0	122,2	27,0	85,2	126,5	31,3
ЮКОС	Уровень 1	4 в 1	20,0	7,4	1,4	-8,6	9,2	0,0
Энергетика								
Иркутскэнерго	Уровень 1	50 в 1	н/д	29,6	22,1	55,0	29,6	9,5
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	н/д	н/д	н/д	54,2	36,1
Мосэнерго	Уровень 1	100 в 1	20,0	18,9	21,6	35,6	19,3	7,0
РАО ЕЭС	Уровень 1	100 в 1	22,0	68,5	38,1	64,1	74,8	27,4
Телекоммуникации								
Голден Телеком	Уровень 3	1 в 1	14,0	30,0	-0,9	15,2	32,0	25,1
МТС	Уровень 3	20 в 1	22,0	38,7	5,4	10,6	42,2	30,5
Система	Уровень 4	50 в 1	26,4	26,4	6,9	12,3	27,6	15,0
Вымпелком	Уровень 3	1 в 4	40,0	44,3	-4,7	0,1	51,0	31,7
МГТС	Уровень 1	1 в 1	н/д	18,7	-1,6	5,4	16,1	9,5
Волга Телеком	Уровень 1	2 в 1	8,5	8,2	3,8	2,6	7,8	4,3
Ростелеком	Уровень 2	6 в 1	19,7	19,3	39,0	41,0	22,7	11,7
Юж Телеком	Уровень 1	1 в 2	н/д	8,1	13,6	19,6	6,8	3,5
Уралсвязьинформ	Уровень 1	200 в 1	н/д	8,4	12,6	13,9	8,2	5,0
Другие сектора								
ГМК НорНикель	Уровень 1	1 в 1	17,0	94,0	3,7	0,0	104,3	53,5
ОМЗ	144A, REG S	1 в 1	16,6	10,0	-0,1	86,7	9,1	2,5
Wimm-Bill-Dann	Уровень 1	2 в 1	25,0	27,5	12,7	14,5	28,0	16,0

Примечание: н/д – нет данных
Источники: Reuters, Bloomberg

Илл. 14. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 3 марта 2006 г

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV \$ млн	МСар \$ млн	P/E 2005П 2006П	EV/EBITDA		Справедли- вая цена \$	12M TP \$	Потенциал роста %	Рекоменда- ция
	MTD	YTD	Макс	Мин	2005П	2006П									
	\$	%	\$	\$											
Нефть и Газ															
Газпром	8,5	7	21	8,9	2,6	5039,5	200 332	14,8	12,9	8,9	8,1	8,74	9,47	16,1	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙл	83,3	9	40	87,0	31,6	14,0	70 809	11,7	13,6	7,4	8,2	65,4	70,96	-14,5	ДЕРЖАТЬ
Сибнефть	4,7	-2	25	4,9	2,9	0,4	22 474	7,1	9,9	5,0	6,1	3,5	3,79	-20,0	ПРОДАВАТЬ
Сургутнефтегаз	1,6	19	48	1,6	0,7	1,8	57 590	13,9	18,9	8,0	10,3	1,26	1,4	-12,7	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	6,0	33	83	6,4	1,6	0,5	13 072	14,9	17,8	8,2	9,3	3,08	3,39	-43,5	ПРОДАВАТЬ
ЮКОС	1,9	1	-7	2,2	0,5	0,2	4 161	1,4	1,7	0,8	1,2	запрещено	запр	н/д	запрещено
Petrobras	48,7	4	10	49,4	25,6	8,7	50 883	7,2	5,8	4,0	3,2				
PetroChina	0,6	6	20	0,7	0,4	50,9	112 959	9,0	7,6	5,3	4,3				
Sinorec	0,4	-7	-13	0,5	0,4	42,8	34 031	7,0	6,4	4,3	4,2				
Среднее по сектору								9,7	10,5	5,8	6,1				
Энергетика															
Иркутскэнерго	0,6	25	56	0,6	0,2	0,1	1 287	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр
Ленэнерго	0,6	н/д	н/д	1,0	0,6	0,0	765	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр
Мосэнерго	0,2	24	34	0,2	0,1	0,0	2 473	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр
РАО ЕЭС	0,7	44	66	0,8	0,3	10,8	14 734	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр
CEZ	35,4	1	14	873,0	360,6	1160,4	2 031	н/д	н/д	н/д	н/д				
Sorrel	9,4	17	33	19,9	9,7	1,1	832	н/д	н/д	н/д	н/д				
Eletrobras	21,1	15	17	47,6	28,1	14,2	4 310	н/д	н/д	н/д	н/д				
Среднее по сектору															
Телекомы															
МГТС	15,5	-2	11	16,1	9,5	0,0	1 237	12,5	10,8	6,9	6,1	20,3	22,4	12,0	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	19,9	10	12	22,5	15,0	0,6	11 281	10,4	9,9	4,3	4,2				
Tele Norte Leste	26,3	9	2	27,4	19,7	5,1	8 394	15,8	12,2	6,2	5,9				
Среднее								12,9	11,0	5,8	5,4				
Ростелеком	3,3	43	39	3,8	2,0	1,2	2 390	12,1	12,3	5,6	5,7	2,63	2,97	-9,5	ПРОДАВАТЬ
Indosat	0,6	-9	-6	0,7	0,5	4,5	3 044	17,4	13,4	5,0	4,2				
Embratel	2,5	0	-11	3,6	1,9	0,0	1 879	нег	8,6	3,9	3,4				
Среднее								14,7	11,4	4,9	4,4				
Голден Телеком	30,0	-1	8	32,0	25,1	2,3	1 088	14,5	12,4	5,3	4,6	40,8	44,8	49,3	ПОКУПАТЬ
Netia	2,3	-8	-14	2,9	1,7	3,9	641	нег	19,5	5,4	5,1				
МТС	38,7	5	12	42,2	30,5	58,2	15 432	12,7	10,0	6,9	5,6	48,5	53	36,9	ПОКУПАТЬ
Система	26,5	7	9	27,6	15,0	11,4	12 786	19,2	17,1	4,3	3,9	31	34,4	29,8	ПОКУПАТЬ
Вымпелком	44,3	-5	5	51,0	31,7	31,9	9 083	15,7	11,9	6,8	5,5	52,8	57,2	29,2	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	90,5	6	2	96,0	53,6	4,4	17 250	7,3	7,2	4,6	4,8	75	82,7	-8,3	ДЕРЖАТЬ
Amplats	81,1	3	11	89,3	35,2	2135,5	17 717	13,7	18,9	11,6	23,1				
Inco	51,2	-2	15	52,4	37,2	85,7	9 833	33,7	-6,2	19,0	22,3				
Implats	163,3	-3	9	186,7	77,2	5719,3	10 965	14,5	14,8	11,7	13,3				
Среднее								17,3	8,7	11,7	15,9				
Северсталь	14,1	14	42	14,1	7,1	0,6	7 754	6,4	7,7	4,0	4,7	пересмотр	пересм	н/д	пересмотр
НЛМК	2,2	20	53	2,2	1,0	0,6	13 155	9,5	9,5	5,2	5,3	1,9	2,1	-4,3	ДЕРЖАТЬ
Мечел	28,2	-6	29	37,0	23,3	5,0	3 917	9,5	12,4	5,3	6,3	27	29,7	5,2	ДЕРЖАТЬ
Евраз	23,4	17	19	24,1	13,5	5,6	8 309	7,8	7,3	4,6	4,5	21	23,1	-1,3	ДЕРЖАТЬ
China Steel	0,9	-3	15	1,1	0,7	38,5	9 337	5,7	5,6	3,7	3,7				
POSCO	244,1	3	18	249,8	179,0	106,4	21 285	5,0	4,6	3,0	2,7				
Среднее по сектору								7,3	7,9	4,3	4,5				
Пищевая пром.															
Лебянский	74,3	4	18	75,8	37,2	0,1	1 515	19,0	15,5	12,3	10,2	71,2	78,86	6,2	ДЕРЖАТЬ
Wimm-Bill-Dann	24,0	15	25	24,0	15,8	0,0	1 056	36,7	16,1	10,1	7,0	22,5	27,95	20,7	ПОКУПАТЬ
Cadbury Schweppes (UK)	984,5	0,5	1,3	1066,3	844,0	0,0	11 505	17,2	15,3	11,2	11,2				
Coca Cola Company (USA)	41,2	-0,6	2,1	45,3	39,4	0,0	97 902	19,3	18,1	13,5	13,5				
Среднее								23,0	16,2	11,8	10,5				
Торговля															
Пятерочка	18,3	9	6	26,1	11,9	0,0	2 797	29,1	23,6	18,1	13,9	16,2	17,93	-1,8	ДЕРЖАТЬ
Седьмой Континент	25,9	2	-1	27,1	11,0	0,0	1 668	33,9	20,7	21,0	12,0	27,8	30,84	19,8	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	-8	597,6	519,8	2442,2	44 189	17,3	15,8	9,8	9,0				
Среднее по сектору								24,0	18,9	15,0	12,1				
Машиностроение															
ОМЗ	10,1	40	40	10,0	3,2	0,0	149	41,6	11,6	7,1	6,6	пересмотр	пересм	н/д	пересмотр
Hyundai Heavy	69,5	6	110	79,4	28,3	26,2	5278	44,7	нег	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. 15. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 3 марта 2006г.

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар \$ млн	P/E	EV/EBITDA		Справедли- вая цена		12M TP	Потенциал роста	Рекоменда- ция		
	\$	%	%	%	Макс \$	Мин \$				2005П		2006П					\$	%
										MTD	YTD	2005П	2006П					
Нефть и Газ																		
Мегионнефтегаз	59,00	37	39	46,95	18,50	90	5 869	9,9	н/д	7,1	н/д	52,40	58,16	-1	ДЕРЖАТЬ			
Башнефть	17,50	45	45	16,60	3,68	143	2 974	9,1	н/д	4,1	4,7	18,50	20,54	17	ПОКУПАТЬ			
РИТЕК	10,00	22	44	8,60	3,16	426	858	5,1	н/д	3,2	н/д	8,16	9,17	-8	ДЕРЖАТЬ			
Энергетика																		
Башкирэнерго	0,80	19	19	0,78	0,29	100	812	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр			
Красноярскэнерго	0,07	13	13	0,05	0,01	27	125	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр			
Кубаньэнерго	0,71	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	0,99	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	6,60	14	14	6,40	4,00	0	196	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр			
Самараэнерго	0,06	0	0	0,05	0,05	0	156	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр			
Свердловэнерго	0,19	0	0	0,13	0,10	33,410	396	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр			
Челябэнерго	0,55	5	5	0,43	0,40	0	217	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр			
Телекомы																		
Дальсвязь	3,50	18	32	3,55	0,89	31,441	334	13,1	7,7	5,9	4,4	2,23	2,47	-29	ПРОДАВАТЬ			
Волга Телеком	0,69	24	38	0,69	0,26	43,665	1 090	нег	39,3	7,1	5,8	0,48	0,54	-21	ПРОДАВАТЬ			
Сев-Зап Телеком	4,25	3	8	4,26	2,47	148,967	1 045	9,5	7,3	4,3	3,7	4,87	5,40	27	ПОКУПАТЬ			
Сибирь Телеком	1,21	12	24	1,21	0,44	77,854	1 066	17,2	13,6	6,3	5,3	0,80	0,88	-27	ПРОДАВАТЬ			
Уралсвязьинформ	0,08	10	18	0,08	0,04	127,673	978	9,8	8,6	5,0	4,4	0,08	0,08	-9	ДЕРЖАТЬ			
ЦентрТелеком	0,16	6	14	0,16	0,07	39,364	473	нег	473,0	6,9	5,8	0,10	0,11	-31	ПРОДАВАТЬ			
ЮжТелеком	0,04	3	20	0,04	0,03	369,764	1 408	9,7	7,6	5,2	4,5	0,05	0,06	37	ПОКУПАТЬ			
Другие сектора																		
АвтоВАЗ	65,00	35	75	65,00	22,10	0	1 767	9,5	3,7	2,6	1,9	32,60	36,51	-43	ПРОДАВАТЬ			
Челябинский трубный 3-д	1,66	45	56	1,66	0,51	230,126	722	34,6	12,3	10,4	8,6	1,30	1,46	-12	ДЕРЖАТЬ			
Выксунский МЗ	802,00	43	67	802,00	177,00	53,800	1 509	15	10,8	7,5	6,2	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр			
НТМК	2,20	13	27	2,20	0,60	104,772	2 882	4,6	6,2	2,6	3,2	2,15	2,41	9	ПОКУПАТЬ			
Сбербанк	1,53	15	17	1,55	369,50	1,922,649	28 997	н/д	н/д	н/д	н/д	1,570	1,732	13	ПОКУПАТЬ			
Иркут	1,01	23	40	1,07	0,49	44,475	914,1	8,9	7,0	7,1	6,6	0,87	0,97	-6	ДЕРЖАТЬ			
Калина	50,90	18	33	51,00	16,50	55,269	496,7	13,2	10,7	7,6	6,2	43,70	48,29	-5	ДЕРЖАТЬ			

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 16. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 3 марта 2006г.

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	Диск прив к обычн	Дивид 2005П	Дивид Доходность	Справедливая цена	12M TP	Потенциал роста	Рекоменда- ция	
	\$	%	%	%	Макс \$	Мин \$									
															MTD
Нефть и Газ															
Транснефть прив.	2 457	7	4	2 528	1 750			10,77		0,01	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр	
Сургутнефтегаз прив.	1,24	21	39	1,25	1,043			22	0,0203	0,03	1,01	1,12	-9	ДЕРЖАТЬ	
Татнефть прив.	3,65	32	70	3,66	2,04			36	0,0335	0,02	1,85	2,02	-44	ПРОДАВАТЬ	
Энергетика															
РАО ЕЭС прив.	0,6	14	61	0,6	0,22			10	0	2	пересмотр	н/р	н/р	пересмотр	
Телекомы															
Ростелеком прив.	2,25	5	32	2,29	1,31			24	0,1320	0,07	1,79	2,02	-10	ПРОДАВАТЬ	

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Календарь корпоративных событий

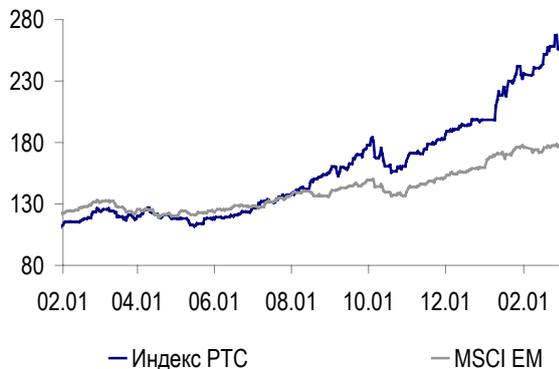
Илл. 17. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания	Событие
Март	Укртелеком	BCA, будет назначен новый наблюдательный совет
Март	Голден Телеком	Результаты за 2005 финансовый год
Март	МТС	Результаты за 2005 финансовый год
Март	ВымпелКом	Результаты за 2005 финансовый год
Март 3	Северный ГОК	Конец подписного периода на новые акции
Март 7	Балтика	BCA проголосует за консолидацию активов ВВН на основе обмена акций; также будет
Март 10	Укрнафта	утвержден вопрос о новых акциях Балтики
Март 15–20	Калина	BCA
Март 16	Балтика	Отчет по US GAAP за 2005 финансовый год (включая Dr. Scheller)
Март 17	ГРЭС-24	Отчет по US GAAP за 2005 финансовый год
Март 23–30	Калина	BCA по консолидации в ОГК-6
Март 27	Костромская генерирующая компания	Презентация руководства компании с представлением отчета за 2005 финансовый год
Март 27	Ярославльская генерирующая компания	BCA по консолидации в ТГК-2
Март 31	Алчевский коксохимический завод	BCA по консолидации в ТГК-2
1Кв06	ОрскНОС	Конец подписного периода на новые акции
1Кв06	Рязанский НПЗ	Предложения наличных/обмена для миноритариев
1Кв06	ВСМПО-Ависма	Предложения наличных/обмена для миноритариев
1Кв06	Банк Авал	IPO
1Кв06	АКБ Укрсоцбанк	Представление финансового отчета за 2005 г. в Национальный банк Украины
1Кв06	Севастопольэнерго	Представление финансового отчета за 2005 г. в Национальный банк Украины
		Строительство двух ЛЭП по 2,5 км каждая

Источники: Отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Графики

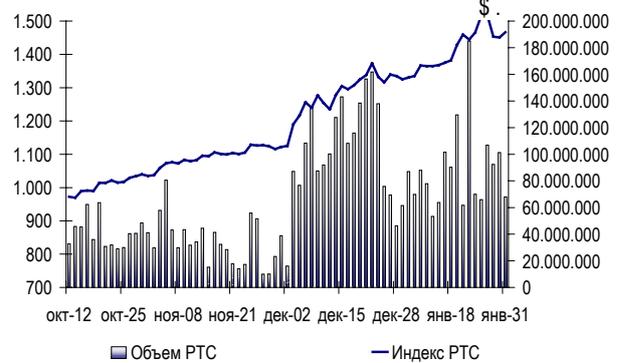
Илл. 18. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2005 года



Источники: РТС, Рейтер

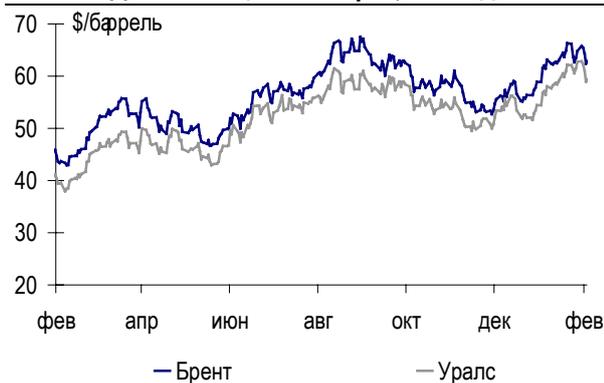
- РТС по-прежнему значительно опережал MSCI EM Index, +10.4% по сравнению с +0.5%
- Объемы торгов в РТС резко выросли, а индекс РТС достиг очередного исторического внутридневного максимума (1531.27)

Илл. 19. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

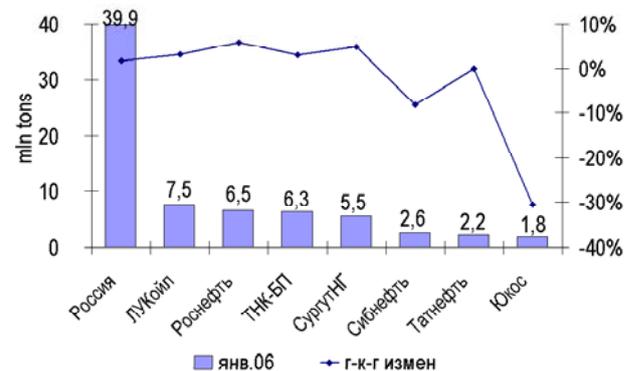
Илл. 20. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

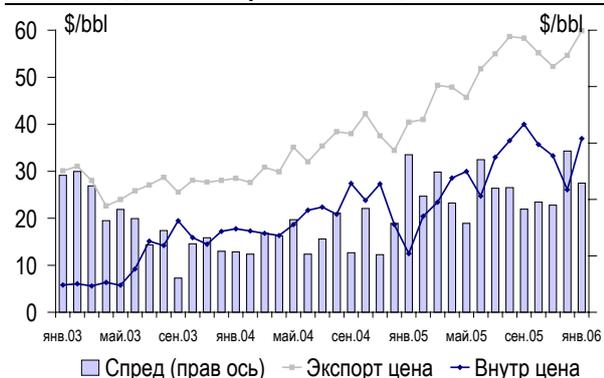
- Из-за сильных морозов темпы роста российской нефтедобычи в январе заметно замедлились – до 1,7% по сравнению с 2,9% в декабре

Илл. 21. Внутренние и экспортные цены на нефть



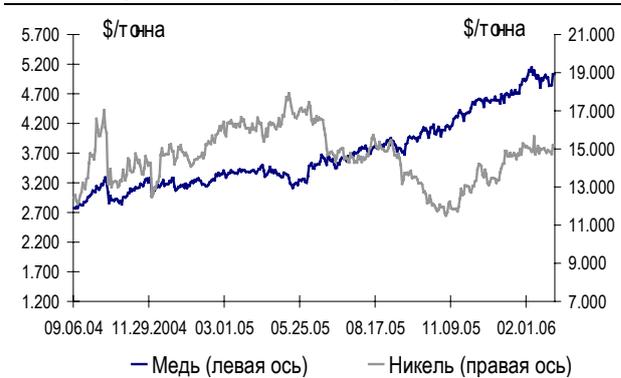
Источник: Министерство энергетики

Илл. 22. Добыча нефти за месяц, млн тонн



Источник: Министерство энергетики

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



Источник: Блумберг

- В январе нефть на мировом рынке подорожала на 9,5% из-за возможных перебоев в поставках из Ирана. После трех месяцев коррекции цены на внутреннем рынке подскочили на 41,7%. В результате дисконт сузился.
- Протестировав уровень \$15650/т и \$5139/т в начале февраля, цены на никель и медь достигли в конце месяца \$14831/т и \$4886/т

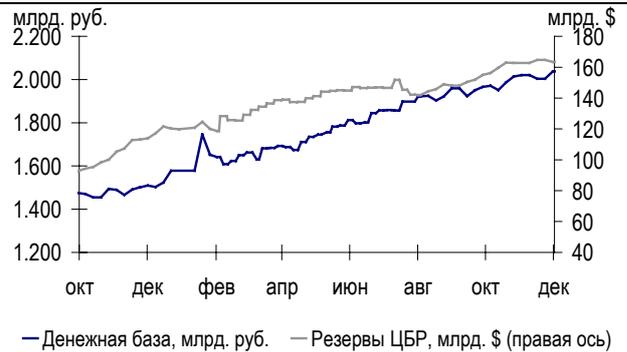
Илл. 24. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев



Источник: ЦБР

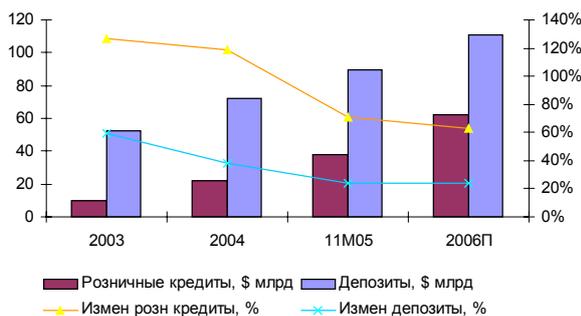
- Из-за притока экспортной выручки обменный курс, по-видимому, вернется к концу года на уровень 28,5/\$
- Резервы Центробанка достигли нового исторического максимума и теперь достаточны для финансирования импорта в течение 16 месяцев

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



Источник: ЦБР

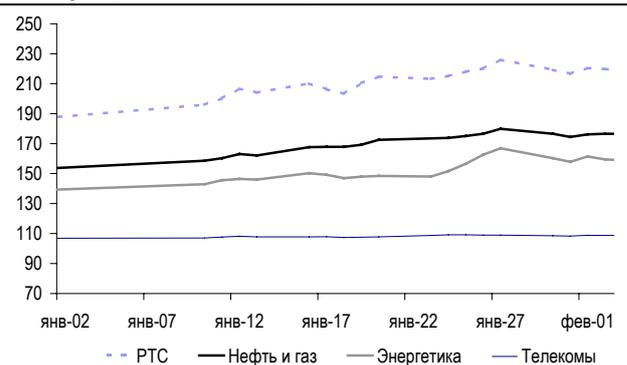
Илл. 26. Розничные кредиты и депозиты



Источник: ЦБР

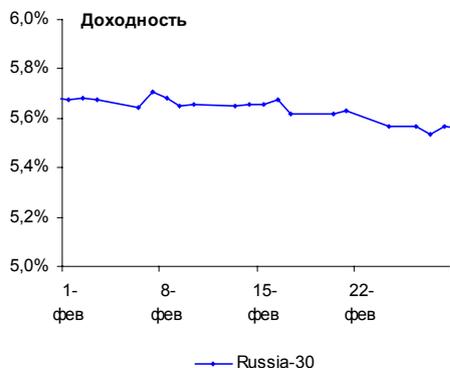
- Рост розничных депозитов в 2005 г. заметно превзошел прогнозы (71% по итогам января-ноября 2005 г. по сравнению с 44% в 2005 г.)
- Акции телекомов продолжали отставать, а в лидеры роста вышли акции энергокомпаний

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



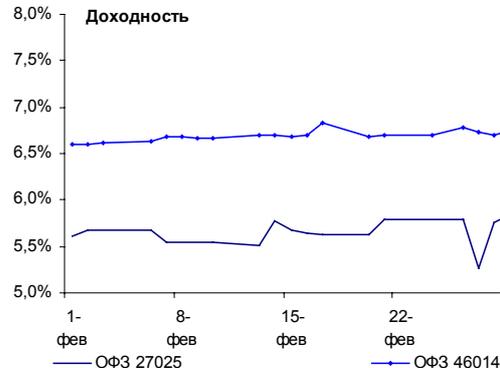
Источники: оценки Альфа-Банка

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



Источник: Рейтер

Илл. 29. Динамика ОФЗ 27025–46014



Источник: Рейтер

- На длинном конце кривой доходности четкого тренда не было: инвесторы предпочитали снижать дюрацию портфелей. Кратко- и среднесрочный рынки были более волатильными.

Макроэкономика

Наталья Орлова (7 495) 795-3677

Светлана Ковальская (7 495) 795 3676

Несмотря на положительные тенденции в промышленном секторе, общий прогноз для российской экономики не слишком благоприятный, так как инфляция продолжает обгонять намеченные правительством показатели, а рост инвестиций сильно отстает от роста потребления.

Объемы производства возросли благодаря низкой температуре...

По информации Росстата, объемы производства в январе выросли на 4,4% год-к-году. Этот результат в основном обусловлен чрезвычайным ростом выработки и реализации электроэнергии, газа и воды (+11,8% год-к-году). Несколько парадоксально, это означает, что хороший рост промышленного производства был в первую очередь обусловлен чрезвычайно низкими температурами, зарегистрированными этой зимой в стране. В самом деле, по данным РАО ЕЭС, объем выработки электроэнергии вырос в январе на 10,3% год-к-году, что подтверждает информацию Росстата.

Объем производства перерабатывающих отраслей показал умеренный рост в 4,1%, что выглядит позитивно на фоне 2,1% роста в январе 2005 г., в то время как рост добычи сырья продолжает оставаться на застойном уровне в 0,9%.

Илл. 30. Объем производства перерабатывающих отраслей

	Янв 2006	Янв 2005
Добыча сырья, изм. год-к-году	0,9	2,9
Перерабатывающее производство, изм. % год-к-году	4,1	2,1
Производство и реализация электроэнергии, газа и воды, изм. % год-к-году	11,8	-1,8
Суммарный объем производства, изм. % год-к-году	4,4	1,6

Источник: Росстат

в то время как инфляция достигла уровня 2005 г.

По сообщению Росстата, рост индекса потребительских цен (ИПЦ) в январе составил 2,4% против 2,6% в этом же месяце прошлого года. Уменьшение темпов инфляции вызвано замедленным ростом тарифов, который составил до 6,2% в январе против +8,8% в январе 2005 г. Однако январь нельзя считать показательным для годовой тенденции. Вероятно, скорее стоит оценить результаты за февраль. ИПЦ вырос на 0,8% в первые две недели, и по прогнозу вырастет на 1,3–1,5% за месяц, превысив 1,2% рост индекса в феврале 2005 г. Таким образом, значение индекса за период с начала этого года будет равно значению за аналогичный период прошлого года (3,9%).

Эта динамика говорит о том, что официальное задание по инфляции на 2006 г. в 8,5% вряд ли будет выполнено, и что инфляция в 2006 финансовом году окажется приблизительно в районе 10%. Одной из причин столь быстрого роста ИПЦ стал рост ИЦП, в два раза превысивший рост ИПЦ в 2004–2005 гг. Это означает, что потребительские цены все еще не догнали цены производителей. В дополнение к сказанному мы считаем, что заморозка цен на бензин в конце 2005 г. помогла правительству сдерживать годовую инфляцию на уровне ниже 11%, и мы сомневаемся, что эта мера будет повторно принята в этом году. Мы также продолжаем придерживаться той точки зрения, что жесткое регулирование роста тарифов накануне выборов в конце 2007 – начале 2008 гг. приведет к ускоренному росту цен в 2009 г.,

в особенности из-за того, что в настоящее время не ведется никаких серьезных реформ в областях коммунального хозяйства и транспорта.

Инфляционная среда стимулирует рост потребления, тогда как инвестиции по-прежнему отстают

Оказавшись в инфляционной среде, российские потребители предпочитают тратить, а не копить. Соответственно, уровень потребления сильно растет (на 11,7% в январе год-к-году), тогда как инвестиции увеличились всего на 1,5% в январе год-к-году. Это хуже, чем ожидалось, и значительно слабее по сравнению с 2005 г., когда рост инвестиций составил 5,4%. Эта динамика свидетельствует о том, что рост инвестиций в 2006 финансовом году может замедлиться до 7–8% (против 10,5% в 2005 финансовом году). Главным катализатором роста станут инвестиционные программы российских госкомпаний, вклад которых в суммарный рост инвестиций составляет около 40%.

Новости компаний и отраслей

Нефть и Газ

Надя Казакова, CFA (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.

В феврале цены Brent составили, в среднем, \$59,87/баррель,...

В феврале цены Brent и Urals колебались с амплитудой в \$8/баррель, составив, в среднем, \$59,87/баррель и \$56,87/баррель, соответственно. Дифференциал цены Urals достиг \$2,99/баррель, или 5% средней цены марки Brent.

...тогда как цена нефти на внутреннем рынке достигла \$37/баррель

В течение этого месяца внутренний рынок нефти оставался стабильным. Западносибирская рыночная цена нефти по сделкам спот (включая НДС) достигла 7500-7800 руб/тонн (\$36,5-37,6/баррель), рост на 25% (месяц-к-месяцу). Из-за динамики цен и высоких экспортных пошлин на нефть (\$160,8/т, \$21,9/баррель) нетто-выручка от экспортных операций была на \$2-3/баррель ниже выручки от продаж на внутреннем рынке. Начиная с апреля экспортные продажи пострадают от роста вывозных пошлин, которые могут достичь рекордного уровня в \$186,5/т (\$25,4/баррель).

В январе из-за холодов добыча нефти упала до 9,44 млн баррелей в сутки, что означало снижение на 1,7%, месяц-к-месяцу

Опубликованные в начале февраля данные о добыче нефти отобразили воздействие холодов, обрушившихся на Россию в январе-феврале. В январе добыча нефти в России составила 9,44 млн баррелей в сутки, что означало снижение на 1,7%, по сравнению с декабрем 2005 г. (но рост на 1,9%, по сравнению с январем 2005 г.).

Среди нефтяных компаний аутсайдером была Сибнефть, чья добыча упала до 0,615 млн баррелей в сутки (снижение на 5% месяц-к-месяцу). ЛУКОЙЛ и Сургутнефтегаз сумели сохранить добычу на уровне 1,78 млн и 1,29 млн баррелей в сутки, соответственно, что означало небольшое снижение на 0,4% (месяц-к-месяцу). У Роснефти добыча сократилась на 3,5% месяц-к-месяцу (до 1,53 млн баррелей в сутки), тогда как ТНК-ВР добывала 1,48 млн баррелей в сутки, или на 2,6% меньше, чем в декабре 2005 г. Татнефть удивила ростом добычи на 2,5% месяц-к-месяцу (до 0,511 млн баррелей в сутки). Мы ожидаем, что в ближайший месяц все компании постараются увеличить производство, чтобы компенсировать обусловленное плохой погодой январское сокращение добычи.

Проект документа о введении «налоговых каникул» для новых месторождений и о дифференциации единого налога на добычу (ЕНД) будет готов в апреле 2006 г.

Из хороших новостей отметим, что МЭРТ подготовило проект документа о введении «налоговых каникул» для компаний, осваивающих новые месторождения, а также дифференцированную схему единого налога на добычу (ЕНД) для сильно истощенных нефтяных полей. Мы ожидаем, что с реализацией этого предложения компании смогут уменьшать ЕНД, применяя корректирующий налоговый коэффициент (до 0,7) для полей с истощенностью до 100%. Новый налоговый режим пойдет на пользу всем российским НК, но максимально от него выиграют добывающие компании

В течение ближайших пяти лет ставка экспортной пошлины будет привязана к цене Urals, но уже не увеличится

в регионе Волга-Урал, такие как Татнефть и Башнефть. По нашим расчетам, предложенные меры вступят в силу не ранее 2007 г.

Заместитель министра финансов С. Шаталов заявил, что правительство не планирует повышения ставок экспортных пошлин на нефтепродукты (с целью снизить на них внутренние цены, значительно выросшие вслед за динамикой мировых рынков). Шаталов заявил, что для удержания цен на отечественные нефтепродукты на разумном уровне достаточно будет заморозить акцизные сборы, и повторил уверения правительства в том, что законопроект о дифференциации ЕНД может быть готов к апрелю. В течение ближайших пяти лет налог останется привязанным к цене Urals. Мы расцениваем эту налоговую инициативу как в целом позитивную для российских НК. Впрочем, в 2006 г. суммарная налоговая нагрузка на сектор существенно не изменится.

В январе благоприятная конъюнктура рынка нефтепродуктов обусловила рост нефтепереработки на 4,8% до 18,2 млн т (4,29 млн баррелей в сутки). У ЛУКойла они увеличились до 0,79 млн баррелей в сутки (44% добычи), рост на 12,3% год-к-году. Компания продолжила расширять свою долю в отечественном секторе нефтепереработки (с 17% в январе 2005 г. до 18% в 2006 г.). С другой стороны, доля перерабатывающего бизнеса ТНК-ВР значительно сократилась (до 0,40 млн баррелей в сутки, снижение на 13,9% год-к-году). В январе ее рыночная доля уменьшилась до 9,3% (против 11,3% в январе 2005 г.), главным образом, из-за уступки Орского НПЗ в пользу Русснефти. Подробнее см. таблицу ниже.

Илл. 31. Рынок нефтепродуктов

	январь.05	январь.06	Изменение	январь.05	январь.06
	<i>mbpd</i>	<i>mbpd</i>	<i>%, г-к-г</i>	<i>% от всего</i>	<i>% от всего</i>
ЛУКойл	0,70	0,79	12,3%	17,0%	18,3%
Юкос	0,61	0,66	7,9%	15,0%	15,4%
СургутНГ	0,42	0,42	0,8%	10,2%	9,8%
Сибнефть	0,27	0,30	9,4%	6,6%	6,9%
Славнефть	0,26	0,27	0,3%	6,4%	6,2%
ТНК-БП *	0,46	0,40	-13,9%	11,3%	9,3%
Роснефть	0,20	0,22	7,8%	4,9%	5,1%
Руснефть	0,00	0,07	n.m.	0,0%	1,7%
Уфа Нефтехим	0,12	0,14	13,9%	3,0%	3,3%
Уфимский НПЗ	0,13	0,11	-19,2%	3,3%	2,5%
Новыйл	0,12	0,13	9,7%	3,0%	3,1%
Россия всего	4,11	4,30	4,8%	100%	100%

Источник: Данные компаний

Либерализация цен внутреннего газового рынка может быть ускорена ...

... что предоставит независимым газовым производителям шанс на увеличение добычи и новые возможности для экспорта

Что касается газового сектора, лидеры ЕС призвали Россию продолжить либерализацию внутреннего газового рынка – в обмен на долгосрочные контракты на поставку газа и на помощь в финансировании проектов инфраструктуры. Россию все настойчивей призывают ратифицировать Энергетическую хартию ЕС (EU Energy Charter Treaty), которая была ею подписана в декабре 1994 г., но не ратифицирована ее Парламентом по сей день. На наш взгляд, ратификация хартии, а также обязательства России в связи со вступлением в ВТО ускорят становление независимого газового сектора в стране, создадут условия для дополнительного роста добычи и - в потенциале – новые возможности для экспорта. Кроме того, будет ускорена и либерализация цен внутреннего газового рынка, что пойдет на пользу Газпрому, который сегодня продает газ отечественным потребителям по регулируемой цене около \$40/тыс куб м (т.е. впятеро дешевле расчетных контрактных цен за газ в Европе).

В последнее время наблюдаются подвижки в планах Транснефти по привлечению средств (\$2 млрд) на финансирование строительства первой очереди Восточно-Сибирского нефтепровода. Несмотря на спор с государственной экологической экспертизой, отклонившей проект в его нынешнем виде, компания объявила о возможном привлечении кредитов в ходе тендера, намеченного на апрель. Строительство первой очереди нефтепровода (0,6 млн баррелей в сутки) обойдется, по расчетам, в \$6,6-7,9 млрд. Мы полагаем, что правительство и Транснефть приступят к реализации проекта, получившего высшую приоритетность, как только будут решены все вопросы регулятивного и экологического характера.

Repsol покупает 10% акций West Siberian Resources, уплачивая \$3,66 за баррель запасов

Еще одна международная НК решила инвестировать в российскую добычу и разведку нефти. Стоящая на пятом месте в Европе, компания Repsol объявила о планах покупки 10% акций West Siberian Resources, независимой нефтегазовой компании, примерно за \$90 млн. Эта сделка позволяет оценить West Siberian Resources по EV/Добыча (2005 г.) = \$187/баррель и EV/Запасы (2005 г.) = \$3,66, т.е. с премией к расчетной средней для российских НК («голубых фишек») в \$3,22/баррель. Сделка свидетельствует о том, что зарубежные нефтяные гранды сохраняют заинтересованность в получении доступа к российским запасам нефти, несмотря на карательный налоговый режим и все еще неопределенный инвестиционный климат. Для них вход в Россию остается сравнительно дешевым, а политические риски кажутся меньшими, чем где бы то ни было на развивающихся рынках.

Газпром изучает возможность покупок как внутри страны, так и за рубежом...

В начале февраля Газпром оставался главным источником новостей. В ходе телеконференции заместитель гендиректора Газэкспорта заявил, что Газпром изучает возможность ряда покупок – как внутри страны, так и за рубежом. Это заявление вызвало 15%-ный рост цен акций Centrica – доминирующей на рынке Великобритании газораспределительной и электрической компании, которой принадлежит и British Gas. Позднее Газпром отредактировал заявление в более умеренном духе, но мало кто усомнился в том, что российская компания всерьез настроена на крупные покупки в газовом секторе Европы.

... для чего он может прибегнуть к займам порядка \$7-10 млрд в 2006 г.

Газпром обнародовал впечатляющие итоги 9M05 и дал предварительные расчеты консолидированной EBITDA – как самой газовой компании, так и Сибнефти. По оценкам руководства Газпрома, за 2005 г. операционная выручка двух компаний до уплаты процентов и налогов может достичь \$26 млрд. По нашим расчетам, в 2005 г. у Газпрома мера использования кредитных рычагов останется на уровне примерно 35%, что позволит ему прибегнуть к дополнительным заимствованиям порядка \$7-10 млрд. Учитывая производственные результаты газовой компании и уровень ее менеджмента, мы повысили нашу 12-месячную расчетную цену Газпрома с \$8,65 за внутреннюю акцию (\$86,50/АДА) до \$9,47 за внутреннюю акцию (\$94,70/АДА).

Мы повысили нашу расчетную цену с \$8,65 до \$9,47 за внутреннюю акцию Газпрома

Мы также пересмотрели (в сторону повышения) наш годовой прогноз по Газпрому с учетом pro forma консолидированной отчетности (на базе данных за полный год Сибнефть включена в расчет на 2005 г. и 2006 г.). Наш прогноз EBITDA повышен до \$25,6 млрд и \$28,3 млрд на 2005 г. и на 2006 г., соответственно (рост на 5%), тогда как расчет чистой прибыли увеличен до \$14,3 млрд и \$16,6 млрд за 2005 г. и 2006 г., соответственно (рост на 8%).

В январе Газпром увеличил добычу до 50,5 млрд куб м (рост на 5% год-к-году и превышение среднеотраслевого показателя, равного 3,6%). Доля

компании в российской газодобыче выросла до 88,7% (против 85% в 2005 г.). Одновременно Газпром сообщил, что вышел на «плато» добычи в 20 млрд куб м газа в год на двух небольших сопутствующих полях в своей основной газоносной провинции (Ноябрьск). По нашим прогнозам, в 2006 г. компания практически не сможет увеличить добычу, но имеет ряд неиспользованных мощностей, которые можно задействовать для удовлетворения сезонных колебаний спроса на газ.

Совет директоров Газпрома одобрил инвестиционный бюджет на 2006 г. (в сумме \$9,8 млрд) ...

...который позволит затратить еще \$1,12 млрд на скупку активов и долгосрочные инвестиции

Совсем недавно Совет директоров Газпрома одобрил ряд сделок, в том числе покупку 50% РосУкрЭнерго у Газпромбанка за номинальную сумму €2,3 млн. Руководство газового гиганта обнародовало предварительную неконсолидированную прибыль за 2005 г. и бюджет компании на 2006 г. Ее чистая прибыль оценена в 177,9 млрд руб (\$6,2 млрд), рост на 11% год-к-году. По нашим прогнозам, консолидированная чистая прибыль Газпрома, взятого отдельно, может достичь \$11,9 млрд за весь год (без финансовых показателей Сибнефти). Руководство Газпрома планирует также увеличить капложения на 18% - до 278,4 млрд руб (\$9,8 млрд) в 2006 г. - и затратить еще 31,68 млрд руб (\$1,12 млрд) на приобретения и долгосрочные инвестиции. Мы ожидаем, что в 2006 г. генерируемый Газпромом операционный денежный поток составит \$14 млрд, что будет достаточно для покрытия капитальных и инвестиционных нужд компании.

В 2006 г. Сибнефть прогнозирует падение добычи на 3%; от нее мы ожидаем выкупа доли миноритариев

Александр Рязанов, не так давно назначенный президентом Сибнефти, объявил, что чистая прибыль компании составит около \$3 млрд в 2005 г. и \$2,3 млрд в 2006 г. (как мы и рассчитывали). Менее приятно то, что в 2006 г. руководство Сибнефти прогнозирует сокращение добычи на 3% до 32 млн т (0,642 млн баррелей в сутки), хотя в 2006 г. объем ежегодных капложений увеличится до \$1,76 млрд (рост на 73%, год-к-году). Кроме того, в 2006 г. компания, возможно, выплатит дивиденды в сумме \$1-1,2 млрд. На наш взгляд, бюджет Сибнефти сравнительно консервативен - и компания могла бы дать больше, чем обещает. Гораздо важнее вопрос о том, какова долгосрочная перспектива Сибнефти. Мы полагаем, что Газпром, в конце концов, установит полный контроль над нефтяной компанией путем выкупа доли миноритариев и изъятия ее ценных бумаг из оборота на фондовой бирже. Мы сохраняем наш совет: ПРОДАВАТЬ акции компании при расчетной цене в \$3,79.

ЛУКОЙл остается сторонником курса на диверсификацию бизнеса

ЛУКОЙл всегда готов поделиться новыми планами рыночной экспансии. На встрече с В. В. Путиным 14 февраля глава ЛУКОЙла Вагит Алекперов подчеркнул намерение компании продолжить приобретение крупных НПЗ в США и Европе для получения доступа к конечному потребителю своих нефтепродуктов. Очевидно, компания заинтересована в покупке НПЗ, что соответствует ее стратегии, направленной на диверсификацию бизнеса, и повышает стоимость ее активов стратегически, если компания сможет совершить покупку по разумной цене. Последнее будет, на наш взгляд, нелегко, так как в условиях высоких цен на нефть активы недешевы.

Новатэк опубликовала предварительные данные за 2005 г., которые совпали с нашими прогнозами

Еще 1 февраля Новатэк опубликовала предварительные операционные данные за 2005 г., которые в основном совпали с нашими прогнозами. Как и ожидалось, в соответствии с ранее опубликованными данными за 11 месяцев (в расчете на год) компания зафиксировала снижение темпов роста добычи в 4Кв.05.

Нетто газодобыча (скорректированная с учетом отводимых при добыче объемов) выросла на 63% (до 25,2 млрд куб м). По оценкам руководства компании, в этом году ожидается рост добычи газа еще на 6-8% .

Добыча жидких углеводородов (таких как нефть и газовый конденсат), скорректированная с учетом отводимых при добыче объемов, выросла на 22% (до 2254 метрических тонн). По прогнозам руководства компании, в этом году ожидается рост добычи жидких углеводородов на 15-17%.

Рост нетто добычи был достигнут благодаря выводу на первый уровень проектной мощности двух месторождений (Юрхаровское и Ханчейское), а также благодаря завершению консолидации активов в конце 2004 г.

Вексельберг заявил, что холдинг ТНК-ВР намерен выплачивать - в виде дивидендов - минимум 40% чистой прибыли за год

ТНК-ВР обнародовала итоги аудита запасов, который в 2005 г. провели инженеры-нефтяники (DeGoyler и MacNaughton). На 31 декабря 2005 г. совокупные нефтяные запасы ТНК-ВР составляли 8,23 млрд баррелей по методике SEC и 9,23 млрд баррелей по критериям SPE. Итоги аудита были скорректированы с учетом выхода компании из ряда активов, но не включили ее 50%-ую долю в запасах Славнефти. Согласно пресс-релизу компании, в 2005 г. объем ее добычи вырос на 6,4% до 77 млн т (1,58 млн баррелей в сутки). По нашим расчетам, ТНК-ВР Holding торгуется сегодня по EV/Добыча = \$89,6 за баррель добычи и EV/Запасы = \$5,8 за баррель запасов.

Комментируя цифры финансового отчета ВР за 2005 г. (UK GAAP), по которым чистая прибыль ТНК-ВР за 2005 г. достигла \$5,2 млрд, Виктор Вексельберг (исполнительный директор газового бизнеса в руководстве ТНК-ВР) подчеркнул, что зарегистрированная в России нефтегазовая структура холдинга ТНК-ВР по-прежнему намерена выплачивать - в виде дивидендов - минимум 40% чистой прибыли за год. Какая именно цифра чистой прибыли будет взята за точку отчета при начислении дивидендов, осталось, впрочем, неясным.

Мы полагаем, что на долю миноритарных акционеров ТНК-ВР Holding остается мало дивидендов за 2005 г.

Сегодня ТНК-ВР напоминает русскую матрешку. Большая матрешка – ТНК-ВР Ltd., 100% частная компания, зарегистрированная на британских Виргинских островах. Ей принадлежат все активы ТНК-ВР и причитается чистая прибыль в размере \$5,2 млрд. Внутри матрешки – следующая: ТНК-ВР International, 100%-ная дочка ТНК-ВР Ltd., которая не включает (принадлежащие ТНК-ВР) компании Русиа Петролиум (Rusia Petroleum), Верхнечонскнефтегаз и брендированные (ВР) АЗС в регионе Москвы. В сердцевине матрешки - ТНК-ВР Holding, год назад зарегистрированная в Тюменской обл., котируемая в РТС. Единственное различие между ТНК-ВР International и ТНК-ВР Holding – в том, что последний не включает 50%-ную долю в Славнефти.

Если учесть, что большая часть дивидендов за 2005 г. уже выплачена акционерам ТНК-ВР Ltd. (ВР и Альфа Групп/Аксесс-Ренова), то на долю миноритарных акционеров ТНК-ВР Holding остается не так уж много. На данный момент представляется, что минимальный коэффициент выплат (40%) акционерам ТНК-ВР Holding следует отнести к цифрам чистой прибыли холдинга за 2005 г. по РСБУ.

Мы ожидаем за 2005 г. дивидендов в \$0,113 на обыкновенные и \$0,125 на привилегированные акции

Три российские нефтегазовые компании (Русснефть, Сибнефть, Северо-Западная нефтяная группа) объявили о планах покупки Удмуртнефти, одного из главных добывающих подразделений холдинга ТНК-ВР. Пока что основным претендентом на победу в аукционе остается Русснефть. Тем не менее, ссылаясь на анонимный источник, близкий к руководству Русснефти, Интерфакс недавно сообщил, что компания не собирается покупать Удмуртнефть. Из сообщения следует, что причина ее отказа от участия в аукционе – в том, что ТНК-ВР Holding поднял цену за

Удмуртнефть почти до \$3 млрд, тогда как Русснефть не хочет платить больше \$2-2,5 млрд. Учитывая наш расчет запасов Удмуртнефти (по классификации ABC1) в 280 млн т, уплата \$2 млрд за Удмуртнефть означала бы оценку в \$50 за ее баррель добычи и в \$1,5 за баррель ее достоверных запасов. В настоящее время средние по России цифры приближаются к \$50 за баррель добычи и \$2-2,5 за баррель запасов.

Т. о., учитывая истощенность резервной базы Удмуртнефти, мы все еще полагаем, что сумма сделки едва ли значительно превысит \$2 млрд, т.е., в общем и целом, совпадет со средними по России коэффициентами EV/Добыча и EV/Запасы. Мы считаем нежелание Русснефти участвовать в тендере за Удмуртнефть частью сложного процесса переговоров между сторонами по вопросу приемлемой цены активов. Мы ожидаем, что Русснефть останется первым претендентом на победу в тендере. Ей уже принадлежат несколько нефтедобывающих структур в Удмуртии, и покупка Удмуртнефти может привести к общему росту прибыльности укрупнившегося бизнеса Русснефти в регионе. Следует напомнить, что в прошлом году, говоря о будущих планах компании, глава Русснефти М. Гучериев выразил уверенность в том, что в 2006 г. ее добыча нефти вырастет примерно до 25 млн т. В прошлом году добыча Русснефти была на уровне 17 млн т, так что без покупки Удмуртнефти компания едва ли сможет в 2006 г. довести годовой объем добычи до 25 млн т.

**AGM Татнефти
состоится 30 июня;
дата регистрации
акционеров - 15 мая**

По сообщениям прессы, годовое собрание акционеров (AGM) Татнефти состоится 30 июня. Датой регистрации акционеров объявлено 15 мая – день, ставший также – насколько мы можем судить – датой «исключая дивиденд» для обыкновенных и привилегированных акций компании.

Вероятно, одной из самых интригующих тем на AGM станет обсуждение перемен в дивидендной политике. Месяц назад глава Татнефти Рустам Минниханов объявил, что региональное правительство рекомендует акционерам Татнефти увеличить коэффициент дивидендных выплат компании до 20% чистой прибыли за год (в последние годы компания платит по привилегированным акциям дивиденды в неизменном объеме = 100% номинальной стоимости, т. е. 1 руб; дивиденды на обыкновенные акции пока не подлежат какому-либо регулированию).

Мы полагаем, что компания может выплатить до 20% чистой прибыли (по РСБУ). По прогнозам, Татнефть поднимет сумму дивидендной прибыли за 2005 г. (РСБУ) на 24% год-к-году, до 50,22 млрд руб (\$1,79 млрд), тогда как чистая прибыль достигнет 37 млрд руб (\$1,32 млрд). По нашим оценкам, компания выплатит \$0,113 на обыкновенную акцию и \$0,125 на привилегированную акцию, что означает дивидендную доходность в 1,9% и 3,7%, соответственно.

**Ввод в строй нового
перерабатывающего
комплекса Нефтекамск
откладывается на год**

Отдельной строкой: Татнефть объявляет о том, что завершение и ввод в эксплуатацию нового нефтеперерабатывающего комплекса (Нефтекамск) откладывается на год – до июня 2009 г. Руководство компании решило включить в первый этап строительства монтаж оборудования для гидрокрекинга, что потребует \$1,3 млрд инвестиций и затрат времени до 2009 г. На втором этапе строительства потребуются еще \$1,3-1,9 млрд; работы завершатся к 2010 г. Недавно Татнефть передала 5% акций, оцениваемых в \$650 млн, в International Petrochemical Growth Fund Ltd., инвестиционный фонд, созданный для финансирования строительного проекта стоимостью \$3,2 млрд. Мы полагаем, что государственная поддержка проекту может быть оказана как путем вливания средств, так и введения «налоговых каникул». Отсрочка завершения строительства

НПЗ не повлекла за собой прямых последствий для нашей оценки акций компании, которые мы все еще советуем ПРОДАВАТЬ при 12-месячной расчетной цене \$3,39.

АФК Система может, в конце концов, уже сейчас выйти из активов башкирских энергетических компаний,...

В прошлом месяце Интерфакс цитировал главу АФК «Система» Вл. Евтушенкова, который заявил, что его компания еще не решила, следует ли ей стремиться установить операционный контроль над добывающими, перерабатывающими и сбытовыми активами Башкирии – или лучше их продать третьей стороне. Впрочем, он напомнил, что Система может, в конце концов, пойти на увеличение своих пакетов в башкирских активах и принять участие в реструктуризации этих компаний – и что решение об этом будет принято за несколько месяцев. По словам Евтушенкова, выбор времени для решения вопроса не является для Системы важным. Учитывая текущие цены акций, Система утроила свои первоначальные инвестиции в башкирские энергетические компании. На данной стадии выход из этих активов представляется для Системы привлекательным.

...но это не повлияет негативно на оценку их стоимости, так как они остаются кандидатами на консолидацию

Возможная скорая продажа Системой ее активов заставляет задуматься о потенциальном покупателе. Мы давно считаем, что им, скорее всего, станет государство или дружественная ему нефтегазовая компания, нуждающаяся в перерабатывающих мощностях (например, Роснефть, чьи НПЗ загружены на 100%). Мы полагаем, что сегодня безразлично, какая именно структура владеет блокирующими пакетами в башкирских компаниях. Важнее то, что они остаются кандидатами на консолидацию.

Газпром

Илл. 32. 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	23,0	15,1	20,5	23,1
EV/ЕБИТДА	7,8	5,0	6,5	6,8
Капитализация, млн. \$	64 298			
EV, млн. \$	31 730			
Добыча, млрд. куб. см	522			
Запасы, млрд. куб. м	8 750			
Количество акций, млн.	43 428			

Источники: данные компании, оценки Альфа-Банка

Илл. 33. 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. 34. Основные события

Февраль 2	<p>Совет директоров Газпрома назначил дату общего собрания акционеров и утвердил список кандидатов в Совет</p> <p>Совет директоров Газпрома назначил 30 июня 2006 г. датой общего собрания акционеров. Реестр акционеров закроется 12 мая 2006 г., сообщается в пресс-релизе компании. Совет также утвердил список из 26 кандидатов на 11 мест в Совете. В настоящее время одиннадцать членов Совета назначены государством, четыре места принадлежат администрации компании и два члена Совета независимы. По сообщениям в российской прессе, в новом Совете может появиться еще один независимый кандидат, который заменит одного из членов администрации Газпрома в Совете. Александр Шохин, Президент Российского Союза промышленников и предпринимателей, имеет хороший шанс стать новым независимым директором российской газовой монополии. Чтобы получить листинг на РТС, Газпрому необходимо иметь трех независимых членов Совета. Получение листинга могло бы повысить ликвидность акций, по нашему мнению. В настоящий момент акции компании торгуются внесписочно как на РТС, так и на ММВБ. Другим пунктом в повестке дня Совета директоров была роль независимых газодобывающих компаний в поставках на внутренний рынок и в пополнении экспортного портфеля Газпрома. Газпром опубликовал производственные показатели независимой газодобычи в России. Газпром закупил 8,1 млрд куб м газа у независимых добывающих компаний в 2005 г., по сравнению с планами 2004 г. увеличить покупку до 12,1 млрд куб м в 2006 г. Количество независимых газодобывающих компаний, имеющих доступ к трубопроводу, увеличилось с 6 в 2004 г. до 36 в 2005г. Тогда как объемы газа, поставляемые независимыми компаниями, все еще незначительны по сравнению с собственными объемами Газпрома, они могут в дальнейшем увеличить добычу, если получат поддержку. Независимые компании подключились с дополнительным объемом во время холодов в январе 2006 г., когда Газпром испытывал сложности с доставкой необходимых объемов на внутренний и внешний рынки. Сотрудничество Газпрома с компаниями, такими как Новатек, возрастет и перейдет из конкуренции в сотрудничество, по нашему мнению.</p>
Февраль 3	<p>Газпром: повышены расчетная цена внутренней акции и АДР</p> <p>С учетом хороших финансовых показателей за 9М05 мы скорректировали прогноз по итогам года и повысили расчетную цену с \$8,65 до \$9,47 за внутреннюю акцию и с \$86,50 до \$94,74 за АДР. Исходя из используемой нами методологии присвоения рекомендаций, мы повысили рекомендацию по внутренним акциям Газпрома до ПОКУПАТЬ. По АДР рекомендация остается прежней - ДЕРЖАТЬ.</p>
Февраль 9	<p>Газпром: ЕС попросит Россию либерализовать рынки газа</p> <p>Лидеры самых крупных государств Европейского Союза попросят Россию либерализовать газовую промышленность в обмен на долгосрочные контракты и помощь в организации финансирования от Мирового банка и других международных организаций на строительство дополнительных газопроводов, по данным Financial Times. Вопрос безопасности поставляемых энергоресурсов будет обсуждаться на встрече министров финансов большой восьмерки в конце этой недели. Франция выдвинет предложения для России ратифицировать Договор к Энергетической хартии ЕС (ДЭХ), который страна подписала в декабре 1994 года; договор должен быть ратифицирован Парламентом для создания правовой основы. К числу основных принципов ДЭХ относятся недискриминационный доступ к транспортировочной инфраструктуре, свободные рыночные цены и правовая защита компаний, работающих с энергоресурсами, по вопросам инвестиций, транзита и процедурам урегулирования споров. По нашему мнению, ратификация Договора к Энергетической хартии может стать значительным событием для нефтегазовой промышленности России. Это откроет новые возможности роста и экспорта для независимых производителей России, а также, в конечном итоге, приведет к либерализации внутреннего рынка газа, что будет положительным фактором для промышленности в целом.</p>

Февраль 21

На совете директоров Газпрома обсуждались вопросы РосУкрЭнерго, Ямала и собственных акций компании

Газпром сообщил, что заседание Совета директоров компании состоится 26 февраля. В повестку дня в числе прочих войдут вопросы разработки месторождений на полуострове Ямал, покупки 50% РосУкрЭнерго у Газпромбанка, стратегии относительно собственных акций компании, участия Газпрома в North European Pipeline Company, а также газификации российских регионов. Мы считаем, что ключевыми пунктами повестки дня станут разработка полуострова Ямал и приобретение РосУкрЭнерго у Газпромбанка. Запасы Ямальского региона категорий ABC1 составляют 10,4 трлн куб м природного газа, 228,3 млн тонн газового конденсата и 291,8 млн тонн нефти, причем большая часть запасов сконцентрирована в трех крупнейших месторождениях региона, Бованенковском, Харасавейском газоконденсатных и Новопортовском нефтяном месторождении. Правительство закончило ревизию инвестиций в Бованенковское месторождение, и теперь Газпром сможет определиться с конкретными датами начала инвестиционной фазы проекта, подготовки инфраструктуры, а также с динамикой добычи природного газа на месторождении. Объем добычи газа на месторождениях Ямала мог бы достигнуть 250 млрд куб м после 2010 г., но объем инвестиций может ограничиться \$70 млрд. А наш взгляд, обсуждение руководством компании начальной стадии инвестирования в Ямальский регион поможет более точно определить будущий объем добычи и инвестиционный профиль газовой компании. Совет директоров обсудит также приобретение 50% РосУкрЭнерго у Газпромбанка. Сделка была одобрена советом директоров Газпромбанка 18 января. На наш взгляд, передача акций состоится скорее всего по цене 7,231 руб, записанной в бухгалтерских книгах, а не по рыночной цене компании, которая определила выручку 83,4 млрд руб (\$2,9 млрд) и чистую прибыль 14,3 млрд руб (\$510 млн). Кроме этих вопросов Газпром обсудит стратегию относительно собственных акций компании. Российская газовая монополия прямо и косвенно владеет приблизительно 4,5% своих акций. Мы считаем, что компания может использовать свои акции в качестве валюты приобретения, и мы ожидаем сообщений о взглядах руководства на этот вопрос.

Февраль 27

Совет директоров Газпрома одобрил сделку по РосУкрЭнерго

Согласно пресс-релизу компании, Совет директоров Газпрома одобрил несколько сделок по РосУкрЭнерго на своем вчерашнем заседании. Как и ожидалось, Газпром купит 50% акций РосУкрЭнерго у Газпромбанка по балансовой стоимости, которая оценивается в €2,3 млн. Независимо от этой информации поступило сообщение о вероятном участии РосУкрЭнерго в разработке оффшорных запасов нефти и газа Украины. Этот газовый трейдер рассматривает возможность своего участия в аукционе тендеров 24 марта на оффшорное Прикерченское месторождение в Черном море. Согласно Интерфаксу, несколько международных грандов уже выразили интерес к украинским запасам, среди них Shell, ExxonMobil, Chevron и Petobras. Запасы Прикерченского месторождения оцениваются в 257 млн тонн (1 884 млн баррелей) нефти и газа. На наш взгляд, результатом того, что РосУкрЭнерго проявляет интерес к разведыванию и добыче, может стать более значимая роль компании в украинском нефтегазовом секторе. Участие компании в проектах по добыче может означать ре-инвестиции некоторых фондов компании из торговли обратно в экономику Украины, а также перепрофилирование компании в интегрированную нефте-газодобывающую компанию с доступом к газовым запасам и возможностью обслуживания конечных потребителей. Мы считаем, что РосУкрЭнерго потенциально может стать значимым самостоятельным игроком на рынке нефти и газа в регионе, что косвенно улучшит позиции Газпрома, владеющего 50% акций компании.

Февраль 28

Газпром объявляет неконсолидированную чистую прибыль за 2005 год и обрисовывает планы на 2006 год

Совет директоров Газпрома утвердил операционный и финансовый бюджеты, а также программу сокращения издержек на 2006 год. Газпром планирует произвести 548 млрд куб м газа, по сравнению с 547 млрд куб м в 2005 г. Ожидается, что экспорт составит 195,6 млрд куб м по сравнению с 198,5 млрд куб м в 2005 г., т. е. на 1,5% меньше. Прогнозируется, что объем поставок в дальнее зарубежье возрастет с 147 млрд куб м в 2005 году до 151 млрд куб м в 2006 г., т. е. на 2,7%. Отметим, что экспортные показатели даются на неконсолидированном уровне и, как правило, неоднократно пересматриваются руководством на протяжении всего года. Компания планирует потратить 278,42 млрд руб (\$9,8 млрд) на капитальные вложения в 2006 г., на 18% больше по сравнению с 2005 г. По заявлению компании, около 60% от этой суммы будет направлено на транспортные капитальные вложения. В 2006 г. Газпром также планирует инвестировать 31,68 млрд руб (\$1,12 млрд) в долгосрочные финансовые инструменты и взять кредит на 90 млрд руб (\$3,18 млрд). При этом, по оценке компании, у Газпрома останется 0,153 млрд руб (\$5,4 млн) в свободном обращении. Тем не менее, эти значения даны на неконсолидированной основе и не принимают в расчет Сибнефть. Ранее Газпром объявил, что на стабилизацию производства Сибнефти в 2006 г. потребуется не менее \$1,76 млрд, но окончательные требования по капвложениям еще предстоит определить. На данный момент, по нашей оценке, общая предварительная сумма консолидированных капвложений находится на уровне \$11,5 млрд, которые Газпром может без труда покрыть из \$14 млрд операционного денежного потока 2006 года.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ
Илл. 35. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	34 058	52 840	50 994	47 916
ЕБИТДА, млн. \$	7 109	9 891	8 820	8 932
Чистая прибыль, млн. \$	4 248	6 035	5 206	5 291
P/E	16,6	11,7	13,6	13,3
EV/ЕБИТДА	10,3	7,4	8,3	8,2
Капитализация, млн. \$	70 597			
EV, млн. \$	73 414			
Добыча, млн. бнэ	664			
Запасы, млн. бнэ	20 072			
Количество акций, млн.*	851			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 36. 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. 37. Основные события

Февраль 2	<p>Еврокомиссия одобрила сделку по приобретению компанией ConocoPhillips нефтеперерабатывающего завода в Wilhelmshaven</p> <p>СМИ распространили сообщение о том, что Еврокомиссия одобрила сделку по приобретению компанией ConocoPhillips нефтеперерабатывающего завода в Wilhelmshaven (северная часть Германии, мощность 275 тыс баррелей в сутки). О заключении сделки было объявлено 2 месяца назад. В результате приобретения этого НПЗ перерабатывающие мощности Conoco в Европе увеличиваются почти на 75% до 647 тыс баррелей в сутки. Мы полагаем, что это хорошая новость для ЛУКОЙЛА, имеющего соглашение о стратегическом партнерстве с Conoco. Несмотря на то, что формально сделка по покупке НПЗ в Германии не предусматривает каких-то конкретных соглашений с партнерами по его загрузке, стратегическое партнерство между Conoco и ЛУКОЙЛОМ предполагает сотрудничество по нефтепереработке в Европе. Т.о., мы полагаем, есть вероятность, что ЛУКОЙЛ будет перерабатывать часть своей нефти на этом НПЗ. В своей нынешней стратегии ЛУКОЙЛ делает особый акцент на развитии нефтепереработки в Европе, поскольку рентабельность этого сегмента там выше.</p>
Февраль 14	<p>ЛУКОЙЛ планирует приобретения крупных нефтеперерабатывающих активов в США и Европе</p> <p>ЛУКОЙЛ продолжает делиться с рынком планами дальнейшего развития компании. На вчерашней встрече с Владимиром Путиным президент ЛУКОЙЛА Вагит Алекперов рассказывал о планах компании по приобретению нефтеперерабатывающих активов в США и Европе, сообщает Интерфакс. Алекперов подчеркнул, что ЛУКОЙЛ ставит перед собой задачу получить доступ к конечным потребителям своей продукции и получить дополнительную выгоду за счет более высокой рентабельности операций на розничном рынке. Алекперов не назвал ни компании, о которых идет речь, ни возможную сумму сделок. Мы полагаем, что в целом стремление компании к росту заслуживает позитивной оценки, но на данный момент эта новость скорее нейтральна, т.к. конкретных данных пока нет.</p>

Источники: оценки Альфа-Банка

Сибнефть
Илл. 38. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	9 250	13 664	13 022	12 438
EBITDA, млн. \$	3 242	4 476	3 667	3 128
Чистая прибыль, млн. \$	2 046	3 186	2 275	1 837
P/E	11,0	7,1	9,9	12,2
EV/EBITDA	7,0	5,1	6,2	7,3
Капитализация, млн. \$	22 474			
EV, млн. \$	22 782			
Добыча, млн. бнэ	260			
Запасы, млн. бнэ	4 827			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 39. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 40. Основные события

- Февраль 10 **Сибнефть объявила, что из расчета \$45 за баррель нефти Urals компания получит в 2005 г. \$3 млрд, а в 2006 г. – \$2,3 млрд**
Сибнефть объявила, что из расчета \$45 за баррель нефти Urals компания получит в 2005 г. \$3 млрд, а в 2006 г. – \$2,3 млрд. Эти предположения соответствуют нашему собственному прогнозу (основанному на цене Urals в \$47 за баррель). В настоящее время консенсус-оценка равна \$2,9 млрд на 2005 г. и \$2,9 млрд на 2006 г. На наш взгляд, бизнес-план Сибнефти на 2006 г. относительно прогноза добычи относительно занижен, и компания может показать лучшие результаты, чем обязуется сегодня. Однако более важным является вопрос о долгосрочной перспективе для Сибнефти как самостоятельной компании. Сибнефть заключила контракт с Citigroup и McKenzie на оценку своей операционной производительности. Ожидается, что консультанты представят свою оценку в апреле-мае 2006 г., когда будет принято стратегическое решение относительно Сибнефти. Мы убеждены, что Сибнефть может полностью войти в Газпром, особенно если газовому монополисту удастся приобрести дополнительный 20%-ный пакет в этой нефтяной компании, в настоящее время принадлежащий ЮКОСу. Затем Газпром может выкупить миноритарные доли, заплатив за акции в обращении среднюю цену за 6 месяцев. В настоящее время средняя цена за 6 месяцев составляет \$3,66 (не включая \$0,25–0,30 за акцию в качестве возможных дивидендов за 2005 г.). Мы оставляем рекомендацию ПРОДАВАТЬ со справедливой стоимостью \$3,50 и расчетной ценой \$3,79).
- Февраль 15 **Сибнефть будет разрабатывать нефтяные месторождения Газпрома; возможен выкуп долей миноритариев**
Президент Сибнефти (доля Газпрома в капитале 75%) Александр Рязанов заявил, что компания может сделать миноритариям предложение о выкупе их долей. Такое решение, возможно, будет принято на основе рекомендаций консультантов Citigroup и McKinsey (ориентировочно апрель-май 2006 г.). В интервью Ведомостям Рязанов сказал, что Сибнефть, возможно, будет развиваться как самостоятельный бизнес, которому будут переданы нефтяные активы Газпрома, в т.ч. Приразломное, а также Удмуртнефтегаз, возможно, Славнефть и ряд других. В этом случае, сказал Рязанов, компания, возможно, уже в ближайшем будущем примет решение о выкупе долей миноритариев, после чего не исключено повторное превращение укрупненной Сибнефти в публичную компанию через IPO. Ранее Рязанов уже называл такой сценарий наиболее оптимальным для Сибнефти. Рязанов прокомментировал также планы компании направить на выплату дивидендов за 2006 г. \$1-1,3 млрд (чистую прибыль компания прогнозирует на уровне \$2,3 млрд). При этом президент Сибнефти отметил, что окончательное решение по этому вопросу будет за Газпромом, который, возможно, примет иное решение, например о направлении прибыли на финансирование разработки нефтяных месторождений Сибнефти. Мы полагаем, что наиболее вероятный сценарий – выкуп Газпромом долей миноритариев в соответствии с новыми положениями Закона об акционерных обществах. Закон предусматривает, что oferta миноритарным акционерам делается исходя из средней рыночной цены за 6 предыдущих месяцев (в случае Сибнефти она ниже текущей рыночной). Мы сохраняем рекомендацию ПРОДАВАТЬ акции Сибнефти и расчетную цену \$3,79.

Источники: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 41. Основные события

- Февраль 1 **Татнефть может повысить норму выплаты дивидендов до 20% годовой чистой прибыли**
Интерфакс, со ссылкой на заявление премьер-министра Татарстана и председателя Совета директоров Татнефти Рустама Минниханова, сообщил о том, что правительство Татарстана намерено рекомендовать акционерам Татнефти увеличить норму выплаты дивидендов до 20% годовой чистой прибыли компании. Р. Минниханов не уточнил при этом, какая именно "чистая прибыль" имеется в виду: согласно отчетности по US GAAP или согласно неконсолидированной отчетности по РСБУ. Однако, поскольку компания еще не публиковала финансовые результаты по US GAAP за 2004 г., а отчетность по US GAAP за 2003 г. была выпущена только летом прошлого года, маловероятно, чтобы компания успела опубликовать результаты своей деятельности по US GAAP за 2005 г. ранее годового собрания акционеров текущего года, которое состоится, по-видимому, в середине лета. Соответственно, в данный момент расчет предлагаемого повышения нормы выплаты дивидендов компании будет, скорее всего, основан на годовой чистой прибыли по РСБУ. Татнефть рассчитывает увеличить свою прибыль по РСБУ за 2005 г. до уплаты налогов на 24% год-к-году, до 50,22 млрд руб (\$1,79 млрд по текущему обменному курсу). Наша оценка чистой прибыли компании по РСБУ за 2005 г. составляет порядка 37 млрд руб (\$1,32 млрд). С 2000 г. Татнефть выплачивала фиксированные дивиденды в размере 1 руб на привилегированную акцию, что строго соответствовало уставу компании, предусматривающему право привилегированных акционеров Татнефти на получение в качестве годового дивиденда не менее 100% номинальной стоимости их акций (1 руб). Устав Татнефти не содержит никаких данных относительно политики компании в части выплаты дивидендов по обыкновенным акциям, и лишь указывает, что дивиденды по обыкновенным акциям не могут превышать дивиденды по привилегированным акциям. В прошлом году Татнефть увеличила выплачиваемые ею дивиденды по обыкновенным акциям в 3 раза и в 9 раз по сравнению, соответственно, с 2003 г. и 2002 г. Соответственно, дивиденды в размере 0,9 руб на обыкновенную акцию, выплаченные в прошлом году, были практически равны дивидендам по привилегированным акциям. Применяя тот же дисконт (10%) к дивидендам по обыкновенным акциям относительно префов, мы получаем прогноз дивидендов на 2005 г. в размере \$0,113 на обыкновенную и \$0,125 на привилегированную акцию, что соответствует, при текущей рыночной цене акций, дивидендной доходности в 2,58% и 4,5%, соответственно. В прошлом году годовое собрание акционеров Татнефти состоялось 30 июня, дата закрытия реестра была установлена 12 мая.
- Февраль 3 **Татнефть создает оффшорную компанию для финансирования строительства нефтехимического комплекса**
Татнефть выпустила вчера пресс-релиз, согласно которому ее дочка Tatneft Oil AG создала оффшорную компанию International Petro-Chemical Growth Fund Ltd. Последней переданы 5% акций Татнефти. Petro-Chemical Growth Ltd. задумана как компания для привлечения иностранных инвестиций в проект по строительству в Татарстане нефтехимического комплекса. Стоимость проекта, по предварительным оценкам, может превысить \$3 млрд. Эта новость в целом соответствует ранее объявленным планам компании по финансированию строительства комплекса за счет собственных средств, кредитов и привлечения партнеров-инвесторов.

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.

- В последние две недели цены акций Ростелекома и Уралсвязьинформа выросли на 45% и 18%, соответственно.
- Мы не видим для этого фундаментальных причин и считаем, что рост котировок носит чисто спекулятивный характер. В качестве фишки в «игре на приватизации Связьинвеста» рынок выбрал акции, показывавшие самую слабую динамику.
- Это «пламя» разгорелось, когда премьер-министр Фрадков подписал правила предоставления услуг связи, которые рынок расценил как «зеленый свет» на пути к приватизации Связьинвеста.
- Пока что не ясно, выиграет ли Ростелеком от продажи Связьинвеста, поэтому энтузиазм относительно будущего компании представляется нам, как минимум, преждевременным.
- В результате либерализации рынка ДС (вступившей в силу 1 января 2006 г.) неизбежно пострадают рыночная доля и нормы рентабельности Ростелекома. Ясность в эти вопросы будет привнесена квартальными отчетами Ростелекома.
- Мы признаем, что Уралсвязьинформ заслуживает особого внимания и является нашим фаворитом среди других МРК, несмотря на то, что недавнее повышение его котировок имело другие причины.
- Мы сохраняем 12-месячную расчетную цену в \$2,97 и рекомендацию: ПРОДАВАТЬ акции Ростелекома. В отношении Уралсвязьинформа наша рекомендация: ПОКУПАТЬ его бумаги при 12-месячной расчетной цене в \$0,06.

Произошедший в последние две недели беспрецедентный рост цен акций Ростелекома и Уралсвязьинформа носит чисто спекулятивный характер и был, на наш взгляд, обусловлен следующими причинами:

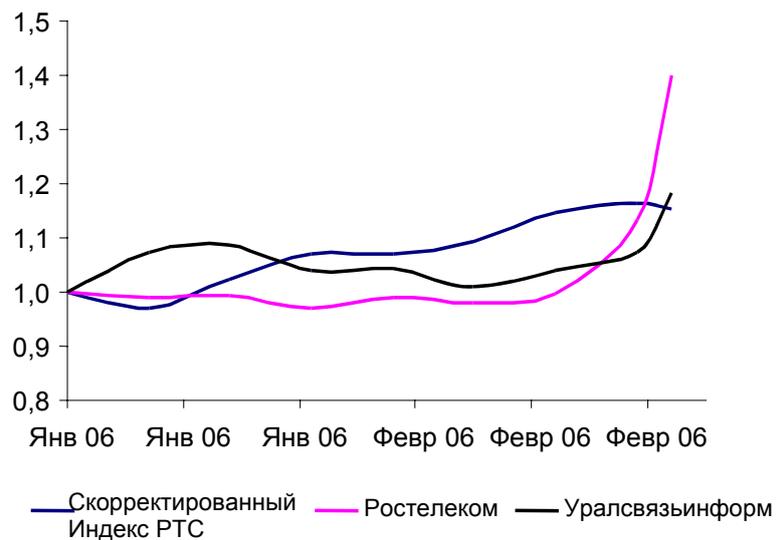
1. игрой на приватизации Связьинвеста
2. вероятной скупкой акций стратегическим инвестором, учитывая большие объемы торгов
3. техническим компонентом. Ростелеком – самая ликвидная акция в холдинге Связьинвеста, еще не достигшая своего исторического максимума.

Из «искры» разгорелось «пламя» - после того (и, судя по инсайдерским покупкам, даже до того), как премьер-министр Фрадков подписал новые правила предоставления услуг связи «потребителям особых категорий» (т.е. военным и службам безопасности) и оговорил приоритетный статус этих потребителей. Тем не менее, новые правила недостаточны, чтобы

удовлетворить требования такого рода потребителей, и в Закон о связи необходимо внести специальные поправки, прописывающие их права и гарантии. Пока что такие поправки даже не внесены в Думу, отсюда – сохраняющиеся препятствия процессу приватизации Связьинвеста, обусловленные соображениями безопасности. В недавнем интервью газете *Коммерсант* крупнейший акционер «Системы» В. Евтушенков заявил, что хотя его компания всегда считалась главным кандидатом на покупку активов Связьинвеста, ее интерес к ним «не выходит за рамки рационального».

Тем не менее, этой «искры» оказалось достаточно, чтобы инициировать (случайно или нет) «стратегическую» покупку акций, которая может - по данным российской прессы - быть связана с ВТБ. «Спекулятивный» характер покупки ясно виден в выборе активов: Ростелеком, и особенно Уралсвязьинформ, были среди российских компаний проводной связи, показавших самую слабую динамику в 2005 г., когда началась «игра на приватизации Связьинвеста».

Илл 42. Динамика цен акций Ростелекома и Уралсвязьинформа в сравнении с индексом РТС



Источник: Bloomberg

Операторы мобильной связи

МТС

Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	3 887	5 107	5 996	6 269
ЕБИТДА, млн. \$	2 095	2 627	3 196	3 383
Чистая прибыль, млн. \$	1 023	1 214	1 540	1 612
P/E	15,1	12,7	10,0	9,6
EV/ЕБИТДА	8,6	6,9	5,6	5,3
Капитализация, млн. \$	15 432			
EV, млн. \$	17 998			
Число абонентов, '000	34			
Кол-во акций, млн.	399			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 44. 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. 45. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	2 147	3 243	3 802	4 176
ЕБИТДА, млн. \$	1 023	1 512	1 895	2 061
Чистая прибыль, млн. \$	350	580	766	829
P/E	25,9	15,7	11,9	11,0
EV/ЕБИТДА	10,1	6,8	5,5	5,0
Капитализация, млн. \$	9 083			
EV, млн. \$	10 358			
Число абонентов, '000	27			
Кол-во акций, млн.	205			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 46. 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. 47. Основные события

Февраль 14 Вымпелком выставил оферту на приобретение Киевстара за \$5 млрд, позитивно

Вымпелком направил в адрес Теленор и Альфа-групп оферту на приобретение Киевстара за \$5 млрд (с числящимся за ней долгом в размере \$0,456 млрд) с оплатой акциями. Доля Теленор в капитале консолидированной компании составит 36,1%, Альфа-групп – 36,3%. Объединения Вымпелкома с Киевстаром рынок давно ждал, однако Теленор возражала против слияния в основном потому, что в этом случае она теряет контроль над Киевстаром и будет вынуждена вывести этот актив со своего баланса (по оценкам, в 2005 г. на долю Киевстара пришлось 16% ЕБИТДА компании). В своем пресс-релизе Altimo (Альфа Телеком) заявила, что поддерживает предложение Вымпелкома, поскольку создание крупнейшего в СНГ оператора мобильной связи позволяет увеличить стоимость не только для крупных акционеров, но и для миноритариев компании. Со своей стороны, Теленор в пресс-релизе заявляет, что будет готова обсуждать объединение после достижения договоренности об управлении компаниями Вымпелком и Киевстар. Мы полагаем, что объединение двух компаний позитивно повлияет на операционные и финансовые показатели Вымпелкома: создается крупнейший в СНГ оператор мобильной связи, что будет выгодно и для миноритарных акционеров компании. Мы будем продолжать следить за развитием ситуации.

Февраль 15 Приобретение Киевстар будет выгодно для миноритариев Вымпелкома

Во время телеконференции генеральный директор Вымпелкома Александр Изосимов сообщил некоторые детали относительно возможного приобретения Киевстара. Он отметил, что перед тем, как продолжить развитие УРС, компания хотела бы также изучить возможность приобретения Киевстара. ВымпелКом видит следующие синергические результаты и преимущества этого слияния (т.е.

приобретения за акции): создание сильного игрока не только в пределах СНГ, но и в Европе, оптимизация капвложений в Украину и отсутствие острой необходимости значительных инвестиций в УРС, экономия на операционном уровне через единообразие в расширении сети, материально-техническом снабжении, закупке средств рекламы, корпоративных накладных расходов и прочем по словам генерального директора, это приобретение могло бы стать основанием для урегулирования главными акционерами (Альфа Групп и Теленор) конфликта по расширению на Украине. Г-н Изосимов отметил, что является оптимистом, однако, если мы не увидим прогресса в ближайшие полтора месяца, сделка едва ли состоится. В целом, он ожидает, что для ее закрытия понадобится 3–4 месяца. Сделку (если она состоится) предстоит одобрить миноритарным акционерам, поскольку она является сделкой с заинтересованностью, и ни Теленор, ни Альфа не имеют права голосовать по этому вопросу. Мы продолжаем верить, что планируемое слияние окажется выгодным для миноритарных акционеров, и продолжим следить за дальнейшим развитием ситуации.

Источники: оценки Альфа-Банка

Альтернативные операторы

Комстар ОТС

Илл. 48. Основные события

Февраль 8 **Комстар - ОТС разместила GDR по цене \$7,25: потенциал роста ограничен**
Размещение GDR Комстар – ОТС прошло по цене \$7,25, хотя вчера эта бумага закрылась на уровне \$6,75, что на 7% ниже объявленной цены размещения. В нашем отчете за 2 февраля «Комстар: хорошая дорогая компания» приведена оценка стоимости акционерного капитала в расчете на GDR - \$6,5 (\$6,9 на следующие 12 месяцев). Мы полагаем, что такую цену размещения можно считать успехом как самой Комстар – ОТС, привлекая дополнительное финансирование, так и АФК «Система», которая реализовала потенциал стоимости части своих активов, ранее принадлежавших непубличным компаниям. Однако большого потенциала роста для миноритариев Комстар – ОТС мы не видим, поскольку его бумаги торгуются в данный момент на уровне их справедливой стоимости. Мы планируем провести детальный анализ Комстар – ОТС и скорректировать оценку стоимости АФК «Система» в сторону повышения с учетом предстоящих в ближайшее время событий. Высокая оценка инвесторами бумаг Комстар – ОТС указывает на возможную недооцененность Голден Телекома. Однако, с нашей точки зрения, дисконт, с которым торгуются бумаги последнего, объясняется их относительно низкой ликвидностью и политическими рисками.

Источники: оценки Альфа-Банка

Голден Телеком

Илл. 49. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	584	673	766	862
EBITDA, млн. \$	171	194	224	255
Чистая прибыль, млн. \$	65	75	88	101
P/E	16,8	14,5	12,4	10,8
EV/EBITDA	6,1	5,3	4,6	4,1
Капитализация, млн. \$	1 088			
EV, млн. \$	1 039			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 50. 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

Холдинги

АФК Система

Илл. 51. Основные события

Февраль 8 Ключевые моменты для капитала Системы

Участие в приватизации Связьинвеста. Владимир Евтушенков упомянул, что действия Комстара недостаточны для его проектов, и, памятуя о том, что инвестиционные проекты на миллиард долларов очень редки, мы предполагаем, что Система все еще рассматривает возможность своего участия в приватизации Связьинвеста и планирует направить на это часть своих фондов. В будущем Комстар ОТС (а не Система) будет отвечать за приобретение проводных компаний, что, по нашему мнению, также верно для участия в предстоящей приватизации. К 2009 году МГТС в процессе перехода от аналоговых коммутаторов к небольшим цифровым коммутационным центрам высвободит до 500 000 кв м недвижимости, в том числе в престижных московских районах. Компания планирует продажу или сдачу этой недвижимости в аренду. Даже если предположить, что цена будет \$1 500 за кв м, мы получаем цифру в 750 млн потенциальной стоимости, которая будет освобождена и еще не факторизирована в наших моделях. «Система» оценивает охват широкополосных коммуникаций в Москве в 40-60% жилых площадей, а их рыночную долю в 50%, причем эта доля вряд ли претерпит существенные изменения. Оптоволоконные решения, предлагаемые их конкурентами, более дороги. «Система» также планирует развитие ADSL (асимметричных цифровых абонентских линий) в регионах, потенциально – путем приобретений. В случае приватизации Связьинвеста мы ожидаем ADSL в регионах под брендом СТРИМ. Что касается активов Башкирнефти, то «Система» заявила, что она рассматривает два варианта: либо расширить свой пакет акций до контрольного статуса, либо продать свои акции (чистый доход в последнем случае составит по меньшей мере \$1,2 млрд). Решение будет принято и обнародовано в течение 2-3 месяцев. В целом, новости были положительны для «Системы» и подтвердили нашу рекомендацию относительно акций - ПОКУПАТЬ.

Февраль 14 АФК Система покупает греческую компанию телекоммуникационных решений, нейтрально

Вчера АФК Система подтвердила, что компания Ситроникс достигла соглашения по приобретению 51%-ного пакета в INTRACOM TELECOM за EUR 120 млн. INTRACOM TELECOM является 100%-ной дочерней компанией INTRACOM HOLDINGS и обеспечивает телекоммуникационные решения и услуги для региона EEMEA. INTRACOM HOLDINGS производит портфель продуктов в области широкополосных фиксированных и беспроводных систем доступа и передачи данных, а также систем доставки контента (IPTV, triple-play). Мы уверены, что Intracom Telecom станет основным внутренним поставщиком для Системы, как, например, Стром, 80% выручки которого поступает из компаний Системы. Система также объявила, что если позволят условия рынка, Ситроникс продолжит в феврале выпуск облигаций Reg S, которое, по нашему мнению, будет использовано для финансирования приобретения Intracom. У нас нет достаточной информации относительно планов Intracom или Системы на его интеграцию с целью определения справедливой оценки и его влияния как на Систему, так и на Комстар (который, как мы ожидаем, станет одним из ключевых клиентов Системы). Таким образом, мы полагаем, что сделка – в силу своего относительно небольшого для Системы масштаба – должна оказаться нейтральной для динамики акций обеих упомянутых компаний.

Источники: оценки Альфа-Банка

Связьинвест

Илл. 52. Основные события

Февраль 3 **Связьинвест прогнозирует резкое ухудшение своих финансовых показателей в 2006 г.**

Холдинг Связьинвест резко снизил прогноз по своим финансовым показателям на 2006 г. По оценкам Связьинвеста, выручка вырастет лишь на 3% (несмотря на планируемый 13-15% рост тарифов на местную связь), а операционная и чистая прибыль снизятся на 16% и 33%, соответственно. Связьинвест объясняет такое ухудшение прогнозных показателей либерализацией рынка дальней связи, которая «съедает» часть выручки Ростелекома и обязывает МРК привести свои сети в соответствие с новыми требованиями. С нашей точки зрения, было бы неправильно списывать все на либерализацию рынка. Кроме того, по оценкам Связьинвеста, капвложения в абсолютном выражении не вырастут, а снизятся в течение года на 14%. Мы очень встревожены такими прогнозами Связьинвеста и попытаемся найти объяснение такому резкому ухудшению показателей. Как бы то ни было цифры, приведенные Ростелекомом, будут только способствовать снижению интереса инвесторов к МРК и Ростелекому...как минимум, до тех пор, пока Связьинвест не даст какое-то внятное объяснение причин.

Февраль 27 **Выход новых правил предоставления услуг связи может ускорить подготовку к приватизации Связьинвеста**

Правительство согласовало правила предоставления услуг связи «особым категориям потребителей», находящимся в ведении Минобороны и спецслужб. Предусмотрено, что эти потребители пользуются услугами связи в первоочередном порядке. Пока не ясно, достаточно ли будет этих правил для удовлетворения потребности «силовых» ведомств связи или понадобится специальный закон, гарантирующий их права. В любом случае реакция рынка была однозначно позитивной: мы полагаем, что недавний скачок котировок Ростелекома и ряда МРК объясняется именно утверждением этих правил, которые можно рассматривать как признак ускорения хода подготовки к приватизации Связьинвеста. Мы полагаем, что это только один из необходимых шагов на пути к приватизации. Остается еще много других нерешенных вопросов – формирование цены, возможные альянсы и т.д. Иррациональное поведение акций Ростелекома, на наш взгляд, имеет психологическую подоплеку и основано на предположении, что компания не должна стоить меньше, чем до кризиса 1998 г., тем более что большинство других бумаг уже преодолели данный минимум.

Источники: оценки Альфа-Банка

Энергетика**Александр Корнилов** (7 495) 288-0334**Газпром увеличил свою долю в РАО ЕЭС**

Согласно финансовому отчету Газпрома (по IAS) за 3Кв.05, в течение квартала газовая компания увеличила свою долю в РАО ЕЭС с 10,5% до 11,6%. Дополнительные акции Газпром приобрел, вероятно, на открытом рынке.

Учитывая недавно обнародованные планы РАО ЕЭС о том, чтобы отделить в этом году несколько ОГК, мы ожидаем от Газпрома продолжения стратегической скупки акций РАО ЕЭС. Выделение ОГК из состава РАО ЕЭС предполагает, что акции ОГК будут распределены среди акционеров РАО ЕЭС пропорционально. Мы считаем возможность войти в капитал ОГК сильным стимулом, который побуждает стратегических инвесторов скупать акции РАО ЕЭС на открытом рынке. На наш взгляд, стратегические покупки - сильный катализатор роста бумаг РАО ЕЭС в среднесрочной перспективе.

Мосэнерго из-за низких температур понесла убытков на \$10,7 млн

По словам пресс-секретаря Мосэнерго Василия Захарова, из-за крайне низких температур, установившихся в регионе Москвы, компания понесла 300 млн руб (\$10,7 млн) убытков. Сюда входят расходы по переводу электростанций на резервное топливо (из-за ограничений газовых поставок со стороны Газпрома вместо природного газа использовался более дорогой мазут) и убытки от падения эффективности работы в условиях низких температур. Захаров добавил, что еще слишком рано судить о том, как эти убытки повлияют на финансовые итоги Мосэнерго.

Очевидно, Мосэнерго – не единственная энергокомпания в России, сильно пострадавшая от суровых погодных условий января. Мы полагаем, что другие энергетические компании, особенно в Европейской части России и на Урале, также понесли большие убытки при переходе на более дорогой мазут в условиях ограничений газовых поставок. Убытки Мосэнерго представляются существенными, превысившими 15% ожидаемой чистой прибыли за 2005 г. Мы все же полагаем, что новость нейтральна для рынка, ибо инвесторы обращают мало внимания на финансовые показатели энергокомпаний. Инвестиционное сообщество не считает их показательными для будущей прибыльности этих компаний в период после либерализации рынка электроэнергетики. Текущие финансовые показатели интересуют инвесторов, главным образом, с точки зрения расчета дивидендов.

Президент указал на необходимость реформы энергетики

10 февраля состоялось заседание правительства по теме развития энергетического сектора. В этом заседании принял участие президент Путин, который призвал правительство как можно скорее решить проблему привлечения инвестиций в энергетический сектор. Путин подчеркнул необходимость создания условий для привлечения в энергетику частных инвестиций – как отечественных, так и иностранных. Он сказал, что хотел бы услышать от министров предложения о том, как сохранить влияние государства на электросетевое хозяйство, а также на атомную- и гидроэнергетику. Путин отметил: экономика развивается очень высоким темпом, что может вызвать дефицит энергетических мощностей, который способен стать тормозом для хозяйственного роста.

Министр промышленности и энергетики Виктор Христенко, также присутствовавший на встрече, рассказал, что Путин призвал правительство предотвратить нехватку мощностей и дефицит

электроэнергии. В. Христенко сообщил, что все соответствующие решения должны быть приняты в течение одного месяца, и что правительство планирует собраться вновь, чтобы обсудить вопросы гидроэнергетики. По словам В. Христенко, правительство и Президент Путин одобрили предложения, которые глава РАО ЕЭС Чубайс внес с целью модернизации энергетики. Он отметил, что эти меры частично обусловлены сложными погодными условиями текущей зимы.

Путин подтвердил, что сейчас правительство готово принять важные решения по реформе энергетики. Как мы ранее уже упоминали, отношение правительства к реформе сектора резко изменилось, по сравнению с 2004 г., когда кабинет во главе с премьер-министром Фрадковым не стал принимать необходимые решения, опасаясь брать на себя большую политическую ответственность. Авария в энергосистеме Москвы в мае 2005 г., предостережения главы РАО ЕЭС Чубайса в отношении будущего дефицита энергетических мощностей в ряде регионов страны на фоне роста спроса на электроэнергию, плюс недавние ограничения на потребление электроэнергии в Московском регионе из-за низких температур, - все это, как нам кажется, произвело на правительство сильное впечатление.

Теперь мы можем с уверенностью сказать, что реформе сектора дан «зеленый свет» уже на федеральном уровне, тогда как раньше она активно разрабатывалась лишь на региональном уровне (например, в рамках реорганизации АО-энерго). Поскольку динамика РАО ЕЭС определяется, главным образом, прогрессом реформы энергетического сектора, мы оцениваем эту новость как весьма позитивную для бумаг РАО ЕЭС и всех акций энергетических компаний (в среднесрочной перспективе). При этом мы не так уверены в росте акций РАО ЕЭС на краткосрочную перспективу, ибо главные вопросы, включая способы приватизации ГК, еще далеки от разрешения. Как мы уже отмечали, разработанная в РАО ЕЭС схема предоставления дополнительных прав [на акции], предполагающая разводнение принадлежащего РАО ЕЭС пакета до 25%+1 акция, создает угрозу миноритариям РАО ЕЭС. В настоящий момент мы пересматриваем нашу расчетную цену и рейтинг акций РАО ЕЭС.

РАО ЕЭС планирует увеличить экспорт электроэнергии в КНР

Виктор Мясник, глава Дальневосточной энергетической управляющей компании (дочернее предприятие РАО ЕЭС, ответственное за управление несколькими РАО-энерго на Дальнем Востоке), заявил: РАО ЕЭС планирует увеличить мощности Приморской ГРЭС еще на 660 МВт - в целях обеспечения экспорта электроэнергии в КНР. Приморская ГРЭС - часть ЛуТЕК, СП с участием РАО ЕЭС (56%) и компании Приморскуголь (44%). В. Мясник заявил, что РАО ЕЭС обдумывает рассчитанную на 20 лет стратегию создания новых электростанций и наращивания существующих генерирующих мощностей на территории, простирающейся от Читинской области до южной части Приморского края. В рамках этой стратегии РАО ЕЭС планирует соорудить на Приморской ГРЭС 2-3 энергоблока установленной мощностью 600-660 МВт. Мясник сказал, что РАО ЕЭС ведет переговоры с КНР о ежегодном экспорте 65-70 млрд кВт·ч, что вдвое больше нынешнего потребления электричества в регионе Дальнего Востока. Установленные мощности Приморской ГРЭС равны 1 467 МВт.

Экспорт электроэнергии в КНР - один из важных вопросов на повестке дня РАО ЕЭС. Помимо Приморской ГРЭС одним из главных поставщиков электричества в КНР станет Бурейская ГЭС (Амурская обл.), как только ее строительство завершится в 2010 г. Поставки энергии в КНР являются экономически целесообразными, ибо цены на электричество в КНР - на уровне \$60/МВт·ч (против \$35/МВт·ч в России). Тем не менее, серьезная

РАО ЕЭС планирует провести конверсию привилегированных акций ГЭС в обыкновенные акции Гидро-ГК

нехватка сетевой инфраструктуры грозит стать серьезным тормозом для расширения поставок электроэнергии в КНР, из чего следует, что эти проекты потребуют дополнительных инвестиций в создание инфраструктуры и ЛЭП. Мы считаем, что Приморская ГРЭС чтобы стать конкурентоспособной на энергетическом рынке КНР должна существенно повысить топливную эффективность. Сегодня для выработки одного кВт·ч электроэнергии Приморской ГРЭС требуется свыше 400 г угольного топлива.

Проект поправок к стратегии реформирования «5+5» РАО ЕЭС предполагает конвертацию привилегированных акций отдельных гидроэлектростанций в обыкновенные акции Гидро-ОГК.

Сегодня Гидро-ОГК существует как 100%-ная дочка РАО ЕЭС с долями в нескольких ГЭС. Гидро-ОГК присоединит все ГЭС (включая выделенные из региональных энерго), после чего Гидро-ОГК перейдет на единую акцию. РАО ЕЭС ожидает, что акции Гидро-ОГК появятся на фондовых биржах в конце 4Кв.07.

На наш взгляд, важнейшим вопросом станет коэффициент обмена привилегированных акций гидрогенерирующих компаний. Сегодня префы принадлежащих Гидро-ОГК самых ликвидных ГЭС (т.е. Жигулевская ГЭС, Волжская ГЭС, Воткинская ГЭС, Саяно-Шушенская ГЭС и Зейская ГЭС) торгуются, в среднем, с дисконтом в 0,79 к обыкновенным акциям. Максимальный дисконт демонстрирует Жигулевская ГЭС (0,6), у Саяно-Шушенской ГЭС отношение префов к обыкновенным акциям равно 0,96. Учитывая, что коэффициенты обмена на бумаги Гидро-ОГК не объявлены, мы считаем преждевременным судить о возможностях игры на конвертации одних акций в другие. Впрочем, разумно предположить, что коэффициенты обмена будут обратно пропорциональны долям префов в активах упомянутых ГЭС – в силу того, что правительство хочет получить контрольный пакет в Гидро-ОГК, и что в большинстве случаев РАО ЕЭС владеет большей частью префов. Жигулевская ГЭС и Волжская ГЭС имеют в своих активах минимальную долю префов (3,2% и 3,6%, соответственно); Зейская ГЭС имеет 22%. Соответственно, мы полагаем, что от коэффициентов обмена максимально выиграет Жигулевская ГЭС, особенно учитывая большой спред между префами и обыкновенными акциями компании. В ближайшие месяцы этот спред, по всей вероятности, будет сокращаться.

Что касается передачи госпакета (40%) акций Иркутскэнерго в собственность Гидро-ОГК, правительство больше не настаивает на его плане. Если так, то последствия этого для миноритариев Иркутскэнерго мы оцениваем как негативные. Передача госпакета в Гидро-ОГК означало бы сокращение рисков трансфертного ценообразования в Иркутскэнерго. (Дело в том, что два из основных совладельцев этого АО-энерго – РусАл и СУАЛ – рассматривают предприятие в качестве своего личного поставщика электроэнергии.) Риск трансфертного ценообразования существенно возрастет, если правительство решит приватизировать госпакет, после чего производители алюминия смогут установить над компанией полный контроль. Мы ожидаем негативной реакции со стороны рынка акций Иркутскэнерго, поскольку их сильный рост накануне объяснялся надеждами инвесторов на то, что правительство передаст упомянутый госпакет на баланс Гидро-ОГК.

Совет директоров РАО одобрил поправки к стратегии реформирования «5+5»

В феврале состоялось очередное ежемесячное заседание Совета директоров РАО ЕЭС, за которым последовала телеконференция с участием аналитиков, посвященная результатам заседания. Среди главных событий мы можем отметить утверждение приложения к концепции стратегии реформирования РАО ЕЭС «5+5», относящегося к оптовым генерирующим компаниям (ОГК). Совет директоров РАО ЕЭС

принял к сведению также операционную деятельность Норильско-Таймырской энергетической компании, которая арендует две гидроэлектростанции Таймырэнерго и несколько теплоэлектростанций, принадлежащих Норильскому Никелю. В декабре 2005 г. Совет директоров РАО ЕЭС одобрил продажу активов Таймырэнерго на открытом аукционе.

Совет директоров РАО ЕЭС постановил принять несколько поправок к стратегии реформирования “5+5”, в которых говорится о привлечении инвестиций в тепловые ОГК с помощью допэмиссий, а также долговых инструментов – облигаций, еврооблигаций, кредитных нот и пр. Все привлеченные фонды должны будут использоваться в инвестиционных проектах ОГК, направленных в первую очередь на модернизацию существующих мощностей, а также на строительство новых электростанций. Предполагается, что за этими мероприятиями последует увеличение доли участия частных инвесторов в тепловых ОГК. Приложение предусматривает также выделение из РАО ЕЭС тепловых ОГК с распределением их акций на пропорциональной основе, тогда как государство будет стремиться к прекращению своего участия в капитале тепловых ОГК. Совет директоров РАО ЕЭС также рассмотрел процесс формирования ГидроОГК и ее перевод на единую акцию. Учитывая, что государство намерено сохранить контрольный пакет в ГидроОГК, перевод компании на единую акцию будет проходить в несколько этапов. Согласно приложению к стратегии “5+5”, одобренному на заседании, государство приобретет контрольный пакет, используя для этого денежные средства федерального бюджета, а также профильное имущество, принадлежащее РФ.

Совет директоров РАО ЕЭС также рассмотрел вопрос о продаже Роснефти Охинской ТЭЦ на острове Сахалин. Совет отложил принятие окончательного решения до апреля, учитывая возражения, ранее поступавшие со стороны некоторых портфельных акционеров РАО ЕЭС, а также со стороны Комитета по стратегии и реформированию РАО ЕЭС. Генеральный директор РАО ЕЭС Анатолий Чубайс сообщил в ходе телеконференции, что Совет директоров учел предложение портфельных инвесторов продать на аукционе 49% акций Охинской ТЭЦ, принадлежащих Сахалинэнерго, вместо проведения допэмиссии в пользу Роснефти, что было предложено РАО ЕЭС вначале. Чубайс объяснил также, почему Совет избрал для Охинской ТЭЦ схему допэмиссии в отличие от Таймырэнерго, которая будет продана на аукционе: РАО ЕЭС не уверено, что для Охинской ТЭЦ в случае ее продажи на аукционе найдутся покупатели. Таким образом, Совет директоров РАО ЕЭС сейчас рассматривает оба варианта. Ожидается, что окончательное решение будет принято в апреле.

Мы безусловно одобряем результаты заседания. Одобрение приложения к стратегии “5+5” относительно ОГК мы рассматриваем как сильный катализатор для акций РАО ЕЭС в среднесрочной перспективе на основании по крайней мере двух факторов. Во-первых, в приложении говорится о пропорциональном распределении акций ОГК среди акционеров РАО ЕЭС, поэтому отныне стратегические инвесторы, желающие приобрести акции генкомпаний, могут быть уверены в том, что акции РАО ЕЭС дадут им возможность стать акционерами ОГК. Поэтому стратегическая скупка акций РАО ЕЭС на рынке снова приобретает смысл. Во-вторых, акции РАО ЕЭС являются наиболее ликвидным инструментом и лучшим отражением всех событий в ходе реформы российской энергетики, которые, без сомнения, являются главными катализаторами для динамики акций РАО ЕЭС. Таким образом, мы ожидаем положительной динамики акций РАО ЕЭС в среднесрочной перспективе. Сейчас мы пересматриваем нашу оценку фундаментальной

справедливой стоимости PAO ЕЭС, построенную на суммировании стоимости составных частей.

PAO ЕЭС

Илл. 53. Основные события

Февраль 1 **Комитет по стратегии и реформированию PAO «ЕЭС» принял поправку к «5+5»; позитивно**

Комитет по стратегии и реформированию при Совете директоров PAO «ЕЭС» утвердил включение в стратегию реформы PAO «5+5» пункта, касающегося возможности снижения акций PAO «ЕЭС» в территориальных генерирующих компаниях до 25% вследствие дополнительной эмиссии акции. Все фонды, привлеченные через дополнительную эмиссию акций, предполагается использовать для приоритетных инвестиционных проектов, как, например, увеличение установленной мощности существующего оборудования, а также ввод новых генерирующих мощностей. Все ТГК со временем будут полностью приватизированы. Это решение – первый шаг на пути к легализации нового способа привлечения инвестиций в генкомпания – дополнительной эмиссии акций, или IPO. Совет директоров PAO «ЕЭС» должен также утвердить данную поправку к стратегии реформирования PAO «5+5» 3 февраля. В то же время мы уверены, что внимание рынка сосредоточено сейчас на встрече главы PAO «ЕЭС» Анатолия Чубайса и президента России Владимира Путина, которая состоится 8 февраля. На этой встрече будет обсуждаться дополнительная эмиссия акций как новый способ приватизации генкомпаний. Мы расцениваем эту новость как позитивную для акций PAO «ЕЭС», так как их динамика главным образом определяется решениями, касающимися приватизации генкомпаний.

Источники: оценки Альфа-Банка

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

В феврале главные новости в российском секторе черной металлургии поступали от Северстали и Мечела.

Северсталь объявила о допэмиссии в целях приобретения и слияния добывающих активов своих главных акционеров

8 февраля Северсталь объявила о допэмиссии в целях приобретения и слияния добывающих активов своих главных акционеров. Северсталь планирует выпустить 397,5 млн новых акций, что составляет около 72% текущего количества акций в обращении.

По рекомендации совета директоров компании, акции допэмиссии будут проданы Frontdeal Limited (Кипр), которая взамен вложит свои акции добывающих активов. Однако миноритарные акционеры также получают возможность участия в допэмиссии, оплачивая акции наличными.

Справедливая рыночная стоимость добывающих активов будет определена Советом директоров Северстали; за 100% компания обозначила \$4,6–4,8 млрд

Справедливая рыночная стоимость добывающих компаний будет определена Советом директоров Северстали, которые примут во внимание результаты оценки, предпринятой независимым оценщиком. Компания обозначила возможный коридор в \$4,6–4,8 млрд для 100% своих добывающих активов. Компания не представила точной информации относительно акций добывающих компаний, находящихся в собственности Frontdeal, однако указала, что в среднем этой компании принадлежит более 75% акций. По информации Северстали, доля основных держателей в добывающих активах оценивается в \$4 млрд.

Наша начальная оценка справедливой стоимости 100% добывающих активов составляет \$4,3–4,6 млрд

Наша начальная оценка справедливой стоимости 100% добывающих активов, основанная на коэффициентах подобных открыто торгуемых компаний, составляет \$4,3–\$4,6 млрд (или \$3,2–\$3,5 млрд доли Frontdeal). Мы планируем пересмотр наших прогнозов вслед за поступлением более подробной информации от Северстали, в особенности относительно точных размеров пакетов акций и последних финансовых и производственных показателей добывающих активов.

Ориентир, данный Северсталью по акциям допэмиссии для миноритариев, составляет \$11,2–11,6

Что касается цены размещения акций допэмиссии среди миноритарных акционеров, то компания отметила, что цена будет определяться исходя из среднего по рынку за определенный период (будет объявлено позднее) с ориентиром на стоимость Северстали \$6,2–\$6,4 млрд (что подразумевает \$11,2–\$11,9 за акцию). Закрытие реестра для акционеров, уполномоченных участвовать во внеочередном общем собрании акционеров 27 марта 2006 г., и, соответственно, в допэмиссии, назначено на 7 февраля 2006 г. Вслед за консолидацией добывающих активов внутри Северсталь Групп, мы планируем сократить WACC Северстали в связи с устранением рисков, возникающих по причине того, что Северсталь не контролировала напрямую свои добывающие активы.

Мы рассматриваем консолидацию добывающих активов, принадлежащих главным акционерам Северстали, как по существу позитивную для Северстали

Мы рассматриваем консолидацию добывающих активов, принадлежащих главным акционерам Северстали, как по существу позитивную для Северстали. Пока не получены точные условия слияния, мы сохраняем нашу рекомендацию ПЕРЕСМОТР относительно акций компании. При этом, учитывая уменьшение WACC, а также нашу, основанную на коэффициентах, оценку сырьевых активов, сама по себе сделка не должна существенно повлиять на ранее объявленную нами расчетную цену Северстали \$13,4 за акцию.

До этого объявления, акции компании оценивались на рынке в \$12,9 за акцию и упали на 7% в день поступления этой информации. Однако после телеконференции компании цена была восстановлена и в

настоящее время составляет \$13,21, что на 2% превышает предварительно объявленную цену.

В дополнение мы хотели бы отметить следующие заявления руководства Компании:

- Все акции допэмиссии (с поправками на выкупленные) планируется обменять на добывающие активы;
- Компания не исключает, что если 100% миноритарных акционеров не примут участие в допэмиссии, мажоритарные акционеры Северстали смогут купить некоторое количество дополнительных акций;
- На этой стадии не планируется сделок по выкупу долей миноритарных акционеров из приобретенных добывающих активов;
- Компания намерена продолжать свою дивидендную политику;
- Северсталь планирует в ближайшем будущем опубликовать *pro forma* финансовые и экономические показатели добывающих компаний
- Компания не планирует проводить IPO в ближайшем будущем.

К сожалению, компания не представила более детальной информации об этой крупной сделке по окончании телеконференции. Мы считаем, что данная сделка может означать подготовку некоторого крупного корпоративного события, поэтому мы продолжим пристальное наблюдение за компанией.

Главные катализаторы для Северстали

- публикация подробной информации о слиянии;
- Публикация предварительных финансовых показателей;
- Публикация стратегии относительно развития добывающих активов;
- Дальнейшая деятельность на арене слияний и поглощений.

Расписание событий в рамках консолидации сырьевых активов Северстали

- 27 марта. Принятие решения о допэмиссии и условий размещения на внеочередном общем собрании акционеров, а также утверждение Росэкспедиции в качестве независимого оценщика для проведения оценки приобретаемых активов;
- Середина 2006 г. Утверждение советом директоров оценки Северстали и компаний, участвующих в слиянии.
- Условия сделки между Северсталью и Frontdeal, то есть условия обмена акций допэмиссии Северстали на акции компаний, участвующих в консолидации, утверждаются на внеочередном общем собрании акционеров.

**Мечел удивил рынок
объявлением о
продаже генеральным
директором
Владимиром Йорихом
42,2% своих акций
Зюзину**

В феврале Мечел удивил рынок сообщением об изменении в своей структуре собственности: Владимир Йорих, нынешний генеральный директор (уже долгое время занимающий этот пост) продаст свою 42,2%-ную долю в Мечеле Игорю Зюзину, председателю Совета директоров, в течение ближайших двенадцати месяцев.

Зюзин сохранит по меньшей мере 51% акций Мечела

Г-н Зюзин рассматривает несколько вариантов финансирования сделки, включая операции на рынке капитала или стратегическое партнерство. Независимо от выбранного варианта, Зюзин сохранит по меньшей мере 51% акций Мечела.

В дополнение к этому, в течение года г-н Йорих будет постепенно передавать свои обязанности генерального директора нынешнему исполнительному директору Мечела Алексею Иванушкину (который в 1999–2002 гг. занимал должность генерального директора Челябинского металлургического завода).

Компания не представила деталей, поэтому на данном этапе информация ограничена.

Мы видим несколько возможных вариантов

Мы рассматриваем несколько возможных вариантов. Компания может привлечь стратегического партнера/инвестора, который выкупит значительную долю у Йориха. Учитывая, что Зюзину принадлежит около 42% в Мечеле, это означает, что он может продать до 33% стратегическому инвестору (чтобы сохранить 51%-ный контроль). Оставшиеся 9% Зюзин сможет купить за наличные. Учитывая недавние премиальные коэффициенты слияний и поглощений на рынке сталеплавильных компаний, мы рассматриваем возможную стратегическую продажу позитивной для динамики акций Мечела.

Может произойти сделка на рынке капитала в форме размещения некоторого количества акций из 42,2%-ного пакета (напрямую или через конвертируемые акции, возможно, снова до 33%). В краткосрочной перспективе мы рассматриваем этот сценарий как негативный – на рынок может поступить больше акций. В долгосрочной перспективе, однако, мы рассматриваем этот сценарий как позитивный, поскольку компания тем самым увеличит долю свободнообращающихся акций, со всей вытекающей из этого пользой.

В целом, эти сообщения свидетельствуют о важных корпоративных событиях в российском металлургическом секторе, и мы уверены в том, что в ближайшие месяцы подобная информация продолжит поступать.

Норильский Никель опубликовал данные по своим запасам и ресурсам МПГ – ничего неожиданного

В феврале, в первый раз за всю историю своего существования, Норильский Никель опубликовал информацию о своих запасах и ресурсах металлов платиновой группы (МПГ), аудированных согласно стандартам JORC. Доказанные и вероятные запасы компании составляют 62 млн унций палладия и 16 млн унций платины со средним содержанием палладия 6,08 г/т и платины 1,56 г/т. Учитывая, что текущий уровень производства Норильского Никеля составляет 3 133 тыс унций палладия и 751 тыс унций платины, запасов компании хватит примерно на 20 лет. С учетом подсчитанных и вероятностных ресурсов, составляющих 141 млн унций палладия и 40 млн унций платины, общий срок выработки запасов увеличивается до 50 лет.

Илл. 54. Запасы и ресурсы Норильского Никеля на Таймырском полуострове

	Руда, млн т	Содержание металлов, г/т			Объем металлов, тыс. унций		
		Pt	Pd	6МПГ	Pt	Pd	6МПГ
Вероятные и доказанные запасы	318,345	1,56	6,08	7,98	15 993	62 183	81 791
Разведанные и обозначенные ресурсы	1 418,792	0,88	3,07	4,13	40 192	140 798	189 238

Источник: отчеты компании, оценки Альфа-Банка

Примечание: запасы не включены в минеральные ресурсы

По содержанию металла в руде запасы Норильского Никеля уступают только Anglo Platinum и считаются одними из самых качественных в мире

– 7,98 г/т по сравнению со средним показателем 4,1-4,96 г/т у конкурентов.

Илл. 55. Сравнение запасов и ресурсов МПГ

	Норильский Никель	Anglo Platinum	Lonmin	Impala
Запасы				
МПГ, г/т	7.98	4.10	4.26	4.96
МПГ, запасы металла, тыс унций	81 791	166 900	59 540	42 483
Срок выработки запасов	21	36	35	21
Ресурсы МПГ, кроме "inferred", тыс унций				
МПГ, г/т	4.13	5.13	4.20	8.25
МПГ, ресурсы металла, тыс унций	189 238	290 600	30 020	60 939

Источник: отчеты компании, оценки Альфа-Банка

Примечание: запасы не включены в минеральные ресурсы

Мы положительно оцениваем публикацию сведений о запасах МПГ Норильского Никеля, поскольку теперь компания обеспечивает адекватный (а в некоторых аспектах более высокий) уровень раскрытия информации о своей добывающей деятельности по отношению к зарубежным горно-металлургическим компаниям. Однако, сами по себе данные о запасах не были неожиданными, поскольку компания уже начала раскрывать информацию об объемах производства МПГ. Мы сохраняем нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ по акциям Норильского Никеля.

Свердловский арбитражный суд снова отложил слушание иска Реновы относительно пакета акций ВСМПО-АВИСМА, теперь до 10 марта

Свердловский областной арбитражный суд снова отложил слушание иска Реновы относительно принадлежавшего ей ранее пакета акций ВСМПО-АВИСМА. По словам судебного чиновника, слушание было отложено по той причине, что истец и третьи лица включая Тетюхина и Брешта, не давали судье распоряжений вести дело в их отсутствие. Слушание было отложено на 10 марта.

3 февраля Celtic Resources объявила о продаже Интерросу 20% своей доли в ЮВГК, которой принадлежит Нежданкинское месторождение золота. Celtic получит \$80 млн наличными и еще \$10 млн в качестве возмещения своего долга ЮВГК.

Возмещение будет выплачено Celtic при условии, что компания прекратит все судебные дела в отношении своего 30%-ного пакета в ЮВГК (права на владение которым Celtic пытается отстоять), что ожидается до 31 марта.

Эта сделка положительна для Celtic и соответствует нашему оптимистическому сценарию

Эта информация определенно является положительной для Celtic, соответствующая нашему сценарию. Теперь главным катализатором компании становится использование полученных средств, поскольку существующая программа капиталовложений компании не требует денежных средств в таком объеме. Celtic подтвердила, что стремится вырасти в крупную золотодобывающую компанию. Она продолжит разработку месторождений Суздаль и Жерек в Казахстане, а также рассмотрит возможность приобретения новых месторождений золота в СНГ, в первую очередь в Казахстане и России.

Celtic также объявила о своей добыче на месторождениях Суздаль и Жерек в 2005 г., составившей 37 000 унций. Компания также подтвердила свои намерения в 2006 г. довести добычу золота на месторождении Суздаль до 60 000 унций с последующим ее увеличением до 100 000 унций, при этом будет достигнута полная проектная мощность (мы ожидаем, что это произойдет в 2007 г.) Мы считаем, что дополнительные детали в отношении перспектив развития и разработки этих двух месторождений станут главным катализатором для акций компании.

Согласно нашему основному сценарию развития событий, предполагающему выплату \$80 млн за 20% ЮВГК, мы оценили справедливую стоимость Celtic в \$4,4 за акцию (расчетная цена на 12 месяцев \$4,84). Выплата дополнительных \$10 млн увеличивает нашу расчетную цену по методу ДДП на \$0,22 (+5%) до \$4,63 (расчетная цена на 12 месяцев \$5,1). Мы считаем, что рынок сильно недооценивает потенциал роста компании, и рассматриваем ее акции как одни из самых интересных в отрасли по потенциалу роста.

ГМК Норильский Никель

Илл. 56. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	7 033	7 441	6 803	6 004
ЕБИТДА, млн. \$	3 375	3 752	3 662	2 917
Чистая прибыль, млн. \$	1 832	2 350	2 376	1 796
P/E	9,4	7,3	7,2	9,6
EV/ЕБИТДА	5,2	4,6	4,8	6,0
Капитализация, млн. \$	17 193			
EV, млн. \$	17 403			
Кол-во акций, млн.	190,6			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 57. 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. 58. Основные события

Февраль 15

Норильский Никель раскрыл данные о размере запасов МПГ: содержание металла в руде одно из самых высоких

Впервые в своей истории Норильский Никель опубликовал данные о размере своих запасов и ресурсов металлов платиновой группы по стандартам JORC. Доказанные и вероятные запасы палладия составляют 62 млн унций, платины - 16 млн унций при среднем содержании металла в руде 6,08 г/т и 1,56 г/т, соответственно. При условии поддержания добычи на нынешнем уровне (3 133 тыс унций палладия и 751 тыс унций платины) этих запасов Норильскому Никелю хватит примерно на 20 лет. С учетом подсчитанных и вероятностных ресурсов, составляющих 141 млн унций палладия и 40 млн унций платины, общий срок выработки запасов увеличивается до 50 лет.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 59. 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	5,3	6,1	7,4	8,4
EV/ЕБИТДА	3,7	3,8	4,5	4,8
Капитализация, млн. \$	7 422			
EV, млн. \$	7 902			
Кол-во акций, млн.	552			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 60. 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

Илл. 61. Основные события

Февраль 8 **По информации Северстали, стоимость 100% подлежащих консолидации добывающих активов составляет \$4,6–\$4,8 млрд**

Северсталь провела конференцию для инвесторов и представила детали предстоящей допэмиссии и слияния добывающих активов. Согласно ранее сделанным сообщениям, Северсталь планирует выпустить 397,5 млн новых акций, что составляет около 72% текущего количества акций в обращении. По рекомендации совета директоров компании, акции допэмиссии будут проданы Frontdeal Limited (Кипр) взамен на ее акции добывающих активов. Однако миноритарные акционеры также получат возможность участия в допэмиссии, оплачивая акции наличными. Справедливая рыночная стоимость добывающих компаний будет определена Советом директоров Северстали, которые примут во внимание результаты оценки, предпринятой независимым оценщиком. Однако компания обозначила возможный уровень оценки 100% добывающих активов в \$4,6–\$4,8 млрд. Компания не представила точной информации относительно акций добывающих компаний, находящихся в собственности Frontdeal, однако указала, что в среднем этой компании принадлежит более 75% акций. По информации Северстали, доля основного держателя в добывающих активах оценивается в \$4 млрд. Наша начальная оценка справедливой стоимости 100% добывающих активов, основанная на коэффициентах сравнимых публично торгуемых компаний, составляет \$4,3–\$4,6 млрд (или \$3,2–\$3,5 млрд составляет стоимость доли Frontdeal). Мы планируем пересмотр наших прогнозов вслед за поступлением более подробной информации от Северстали относительно точных размеров пакетов акций и последних финансовых и производственных показателей добывающих активов. Что касается цены размещения акций допэмиссии среди миноритарных акционеров, то Компания отметила, что цена будет определяться исходя из среднего по рынку за определенный период (о чем будет объявлено позднее) с ориентиром на стоимость Северстали \$6,2–\$6,4 млрд (что подразумевает \$11,2–\$11,6 за акцию). Закрытие реестра для акционеров, уполномоченных участвовать во внеочередном общем собрании акционеров 27 марта 2006 г., и, соответственно, в допэмиссии, назначено на 7 февраля 2006 г.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 62. 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	7,6	7,7	7,2	8,3
EV/ЕБИТДА	4,4	4,5	4,4	5,0
Капитализация, млн. \$	8 263			
EV, млн. \$	8 862			
Кол-во акций, млн.	350			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 63. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

СГ Мечел

Илл. 64. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	3 636	3 759	3 821	3 810
ЕБИТДА, млн. \$	908	755	633	657
Чистая прибыль, млн. \$	543	412	315	335
P/E	7,2	9,5	12,4	11,7
EV/ЕБИТДА	4,4	5,3	6,3	6,1
Капитализация, млн. \$	3 917			
EV, млн. \$	3 992			
Кол-во акций, млн.	139			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 65. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Компания контролирует 90% потребностей в руде и 100% - в угле Диверсифицированный портфель продуктов
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Относительно низкая доходность (04 ЕБИТДА - 25%) Низкий технологический уровень (Разлитие в слитки - 82%)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> Введение новых ограничений в США и Европе

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 66. Основные события

Февраль 8

Мечел сообщил, что Иорих продаст свои 42% Зюзину в течение ближайших двенадцати месяцев

В пятницу Мечел сделал неожиданное сообщение относительно изменений в своей структуре акционеров:

- Владимир Иорих, генеральный директор продаст свою 42,2%-ную долю (которая оценивается приблизительно в \$1,8 млрд из расчета \$30,3 за акцию) в Мечеле Игорю Зюзину, председателю Совета директоров, в течение ближайших двенадцати месяцев.
- Г-н Зюзин рассматривает несколько вариантов финансирования сделки, включая операции на рынке капитала или стратегическое партнерство.
- Независимо от выбранного варианта, Зюзин сохранит по меньшей мере 51% акций Мечела.
- В дополнение к этому, в течение этого года г-н Иорих будет постепенно передавать свои обязанности генерального директора нынешнему исполнительному директору Мечела Алексею Иванушкину (который в 1999-2002 гг. был генеральным директором Челябинского металлургического завода).

Нам не удалось получить подробностей от Компании, поэтому на данном этапе информация ограничена.

Мы рассматриваем несколько возможных вариантов (или некоторую их комбинацию):

- Привлечение стратегического партнера/инвестора, который выкупит значительную долю у Иориха. Учитывая, что Зюзину принадлежит продажу позитивной для динамики акций.
 - Сделка на рынках капитала в форме размещения некоторого количества акций из 42,2%-ного пакета (напрямую или через конвертиру)
- В целом, учитывая отсутствие информации о причинах продажи Иорихом своей доли и ухода со своей должности, мы рассматриваем это сообщение как негативное в краткосрочной перспективе. Мы сохраняем нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ относительно Мечела с расчетной ценой \$29,7.

Источник: оценки Альфа-Банка

Пищевая промышленность и розничная торговля
Светлана Суханова (7 495) 795-3742; Елена Бороденко (7 495) 795-3692
Пятерочка: в борьбе за восстановление доверия инвесторов посредством потока хороших новостей
Выручка Пятерочки в январе выросла на 35% год-к-году (включая 5% рост LFL)

Пятерочка объявила итоги своей деятельности в январе. Благодаря росту LFL продаж (+5% в Москве и Санкт -Петербурге) доход вырос на 35% год-к-году. Однако мы отмечаем, что LFL продажи выросли в результате 11%-ного роста среднего чека, в то время как средний поток покупателей сократился на 5%. Так же, как и в 2005 г., московские магазины объявили о гораздо лучших показателях, чем магазины в Санкт -Петербурге (по причине более высокой конкуренции в последнем). В Москве LFL продажи выросли на 16% благодаря 14%-ному увеличению среднего чека и 11%-ного сокращения потока покупателей.

В 2005 финансовом году LFL продажи Пятерочки снизились на 1% (выросли на 5% в Москве и упали на 6% в Санкт -Петербурге). Представляется, что эта положительная тенденция явилась результатом программы усовершенствования магазинов, начатой компанией в Москве в июне 2005 г. В Санкт -Петербурге подобная программа была запущена поздней осенью. В 2006П руководство Пятерочки ожидает 3–4%-ного роста LFL продаж в Москве, в то время как в Санкт -Петербурге LFL продажи, предположительно, снизятся на 2–3%.

В феврале руководство компании провело совещание с аналитиками, в ходе которого были объявлены итоги первых двух недель месяца. В Санкт -Петербурге рост LFL продаж составил 3,4%, в Москве же этот показатель достиг 18%.

Илл. 67. Итоги деятельности Пятерочки, 2005–2006П

	2005		январь 2006		1–15 фев 2006		2006П	
	Москва	С.-Петербург	Москва	С.-Петербург	Москва	С.-Петербург	Москва	С.-Петербург
LFL продажи	+5%	-6%	+16%	-5%	+18,0%	+3,4%	+3 – +4%	-2 – -3%
Поток покупателей	-4%	-14%	+2%	-11%	+3,3%	-6,9%		
Средний чек	+9%	+9%	+14%	7%	+14,2%	+11,1%		

Источник: отчеты компании
Пятерочка сливается с Каруселью?

В феврале совет директоров Пятерочки принял решение назначить инвестбанк для выполнения оценки стоимости сети Карусель. Если стоимость Карусели окажется достаточно привлекательной, компании могут слиться. Карусель, проект акционеров Пятерочки по гипермаркетам, была выделена из Пятерочки до IPO, поскольку проект находился на начальной стадии развития. В настоящее время сеть объединяет 6 гипермаркетов (5 в Петербурге и 1 в Нижнем Новгороде), которые в 2005 г. принесли \$93 млн выручки. В 2006 г. владельцы сети планируют открыть еще 8–10 гипермаркетов, что позволит увеличить выручку до \$500 млн. Пятерочка уже объединила свою систему закупки с Каруселью, что позволяет компании получать более высокие скидки вследствие большего объема.

Несмотря на то, что слияние позволило бы Пятерочке значительно увеличить продажи, оно в то же время уменьшит рентабельность компании. Норма EBITDA дискаунтеров Пятерочки составляет 12%, в то время как для гипермаркетов Карусель мы оцениваем ее на уровне 7–8%. Самым важным моментом является стоимость сети Карусель.

В долгосрочной перспективе Пятерочка ожидает 8%-ный рост нормы EBITDA, основывающийся на марке торговой сети и усовершенствованной оптовой системе

Учитывая, что это будет сделка заинтересованных сторон (так как Пятерочку и Карусель объединяют общие основные держатели акций), решение о приобретении или слиянии (в случае приобретения за акции) должно быть принято независимыми миноритарями компании. При этом руководство Пятерочки не намерено осуществлять слияние в ближайшие 8 месяцев.

На данном этапе сложно решить, является ли это приобретение риском или хорошей возможностью, так как все зависит от условий сделки. Тем не менее, мы полностью согласны с руководством Пятерочки в том, что многоформатность – это более стабильная форма бизнеса, которая позволит полно охватить все целевые сегменты рынка.

В ходе нашей встречи с руководством Пятерочки в начале февраля мы получили более глубокое представление относительно потенциальной выручки и показателей рентабельности. Компания уверена, что в этом году ей удастся удерживать норму EBITDA на уровне 12% (т.е. стабильную норму EBITDA по сравнению с 2П05) вследствие незначительности ее фиксированных издержек. Единственные очевидные фиксированные издержки – это затраты на аренду, составляющие 2% прибыли. Большая часть прочих издержек (включая заработную плату) связана с динамикой производства. Компания ожидает, что в следующем году норма EBITDA до вычета расходов на фондовый опцион будет равняться 11,5%, в то время как норма EBITDA в долгосрочном плане может достичь уровня дискаунтеров развитого рынка (т.е. 8%).

Если схематично представить 24% валовой прибыли компании, то 6% приходится на бонусы поставщиков, в то время как остальные 18% приходятся на долю “чистой” валовой прибыли. 13% от общей прибыли приносят товары марки торговой сети, а их валовая прибыль составляет около 25%.

Открытие ряда оптовых центров в 2007 г. сохранит нынешний уровень рентабельности компании. Открытие подобных баз принесет экономию в области логистики и позволит компании сократить число сотрудников в центрах розничной торговли (которые сейчас отвечают за поставки с оптовых баз, не являющихся собственностью компании), а также сэкономить на издержках около 1% от общей прибыли. Компания намерена повысить долю сбыта со своих оптовых баз с 50% в настоящее время до 70–80%.

Вимм-Билль-Данн
Илл. 68. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	125	130	135	141
ЕБИТДА, млн. \$	796	859	993	1 061
Чистая прибыль, млн. \$	264	212	212	62
P/E	42,1	18,4	16,1	14,1
EV/ЕБИТДА	11,3	7,8	7,0	6,1
Капитализация, млн. \$	1 210			
EV, млн. \$	1 500			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Седьмой Континент
Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	496	744	1 203	1 502
ЕБИТДА, млн. \$	44	80	140	173
Чистая прибыль, млн. \$	27	49	80	100
P/E	33,9	20,7	20,7	16,7
EV/ЕБИТДА	21,0	12,0	20,1	16,2
Капитализация, млн. \$	2 795			
EV, млн. \$	2 813			
Кол-во акций, млн.	65			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 69. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 71. 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

Балтика

Илл. 72. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	994	1 191	1 743	2 113
ЕБИТДА, млн. \$	253	376	519	618
Чистая прибыль, млн. \$	132	227	332	389
P/E	22,6	15,5	11,0	14,8
EV/ЕБИТДА	13,7	10,0	10,0	8,4
Капитализация, млн. \$	5 127			
EV, \$ млн	5 169			
Производство, млн	22			
Кол-во акций, млн	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 73. 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 дистрибьюторской 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. 74. Основные события

Февраль 15 **Продажи Балтики выросли на 13% в 2005 г. против 6% роста рынка; позитивно**
 Балтика сообщила, что объем продаж компании вырос на 13% в 2005 г. год-к-году (до 22,5 млн гл, что на 3% выше, чем мы прогнозировали), тогда как рынок пива вырос всего на 6%. Доля компании на рынке увеличилась с 22,8% в 2004 г. до 24,1% в 2005 г. Балтика сохранила или укрепила свои позиции в ключевых сегментах рынка: доля компании в основном сегменте составила 36%, выросла с 24% до 30% в премиальном сегменте, превысила 29% в экономичном и достигла 8% в лицензионном сегменте. Объемы экспортных продаж Балтики возросли на 23% в 2005 год-к-году и достигли 1,39 млн гл, что составляет более 70% суммарного объема российского экспорта пива. В настоящее время Балтика поставяет пиво в 38 стран. Мы приветствуем уверенный рост продаж компании и сохраняем нашу расчетную цену \$40,7.

Источники: оценки Альфа-Банка

Пятерочка

Илл. 75. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1 106	1 359	1 877	2 502
ЕБИТДА, млн. \$	111	161	209	261
Чистая прибыль, млн. \$	74	96	119	143
P/E	29,0	22,3	18,1	15,0
EV/ЕБИТДА	18,1	13,9	11,4	9,1
Капитализация, млн. \$	2 145			
EV, млн. \$	2 261			
Кол-во акций, млн.	153			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 76. 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. 77. Основные события

Февраль 8 **Выручка Пятерочки выросла на 35% в январе (включая 5% рост LFL); нейтрально**
 Пятерочка объявила результаты работы за январь 2006 г. На основе улучшения продаж в магазинах, существующих больше года (LFL), (+5% в Москве и Санкт-Петербурге), выручка компании выросла на 35% по сравнению с январем 2005 г. Однако следует отметить, что стимулом роста LFL продаж послужило 11% увеличение среднего чека, в то время как средний поток покупателей сократился на 5%. Как и в 2005 году, московские магазины объявили о гораздо лучших показателях, чем магазины Санкт-Петербурга (по причине более высокой конкуренции в последнем). В Москве LFL продажи выросли на 16% благодаря 14% увеличению среднего чека и 2% увеличению среднего потока покупателей. В Санкт-Петербурге LFL продажи сократились на 5% в результате 7% роста среднего чека и 11% сокращения потока покупателей. Напоминаем, что в 2005 LFL продажи Пятерочки упали на 1% (выросли на 5% в Москве и упали на 6% в Санкт-Петербурге). Таким образом, сейчас наблюдается очевидно положительная тенденция, которую руководство Пятерочки приписывает программе усовершенствования магазинов, начатой компанией в июне 2005 года в Москве. В Санкт-Петербурге подобная программа усовершенствования магазинов была запущена в конце осени 2005 года. Компания ожидает, что в 2006П LFL продажи вырастут на 3–4% в Москве и снизятся на 2–3% в Санкт-Петербурге. Поскольку результаты работы компании в январе соответствуют нашей оценке (мы прогнозируем 38%-ный рост продаж компании в 2006П), мы считаем это сообщение нейтральным для динамики акций.

Источники: оценки Альфа-Банка

Аптеки 36,6

Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	211	324	458	618
ЕБИТДА, млн. \$	19	22	33	41
Чистая прибыль, млн. \$	1	5	3	8
P/E	285,8	67,7	32,3	18,4
EV/ЕБИТДА	15,5	12,4	8,9	6,8
Капитализация, млн. \$	272			
EV, млн. \$	274			
Кол-во акций, млн.	8			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 79. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Конкуренция снизит прибыльность
- Рост может быть сдержан недостаточным финансированием

Источники: оценки Альфа-Банка

Банковский сектор

Наталья Орлова (7 495) 795-3677

Рост частного кредитования превзошел ожидания; данные на конец года ожидаются в марте

Ожидается, что в марте ЦБ РФ опубликует данные на конец года по российской банковской системе. Цифры по состоянию на 1 декабря 2005 г. по внесенным депозитам и кредитам, выданным российскими банками, опубликованные в прошлом месяце, стали неожиданными в аспекте розничного кредитования, объемы которого продемонстрировали впечатляющий рост в 71% за 11 месяцев 2005 г., намного превзойдя наш прогноз роста на 2005 г. в 44%. Этот рост можно сравнить с ростом в 2004 г. (119%). Суммарный объем розничного кредитования в банковской системе на конец 2005 г. оказался примерно равным \$40 млрд, или 5,3% ВВП (против 3,8% на конец 2004 г.).

Илл. 80. Рост частного кредитования

	01.01.2005	01.12.2005	Изм. с начала года
Частное кредитование, \$ млрд	22,3	38,1	71%
Корпоративное кредитование, \$ млрд	114,9	141,1	23%
Частные депозиты, \$ млрд	72,2	89,3	24%
Корпоративные депозиты, \$ млрд	20,3	30,3	49%

Источник: ЦБР

Что касается данных по акциям, государственные банки остаются в фокусе внимания. Сбербанк опубликовал подробный отчет по РСБУ за 2005 г., по которому чистый доход составил \$2,3 млрд, а рост административных расходов составил 24% (ниже, чем ожидалось). Рентабельность в 4Кв05 составила 8,2% против 7,0–7,5% в 1Кв05.

Илл. 81. Сбербанк – доход по кредитам и показатели рентабельности

	1Кв04	2Кв04	3Кв04	4Кв04	1Кв05	2Кв05	3Кв05	4Кв05
Доход по кредитам	13,4%	12,6%	12,5%	12,9%	12,0%	12,2%	12,9%	12,6%
Вложения в ценные бумаги	6,4%	5,6%	5,4%	5,3%	5,0%	4,7%	4,6%	4,4%
Показатели рентабельности	7,0%	6,9%	7,2%	7,7%	7,0%	7,5%	8,4%	8,2%

Источник: ЦБР

В феврале генеральный директор Внешторгбанка (ВТБ) Андрей Костин объявил о планах расширения предложения по выкупу на миноритариев Промстройбанка Санкт-Петербург (ПСБ) до конца 2006 г. Миноритарным акционерам будут предложены либо наличные, либо вновь выпущенные акции ВТБ в обмен на их акции: ожидается, что точные условия предложения будут объявлены в мае.

Мы считаем, что эти заявления не дают ясности относительно динамики цен на акции ПСБ. Главным нерешенным вопросом остаются коэффициенты обмена, до сих пор не известные. Эти акции имеют ограниченный потенциал роста, но мы уверены, что рекомендация по ним должна оставаться прежней (ДЕРЖАТЬ с расчетной ценой на 12 месяцев \$1,6), так как маловероятно, что условия обмена будут объявлены в ближайшие месяцы.

Сбербанк
Илл. 82. 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	61,3	37,8	35,2	31,2
Капитализация, млн. \$	29 707			
Кол-во об. акций, млн	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 83. 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	Событие, комментарий
31 января	ФРС США повысила базовую процентную ставку на 25 б.п. (до 4,5% в год); руководителем ФРС назначен Бен Бернанке. На вчерашнем заседании Комитет по открытому рынку (FOMC) был крайне уклончив в своих заявлениях о будущей монетарной политике США. В этой связи представляется, что Б. Бернанке, преемник Гринспена на посту главы ФРС, начнет свое правление «с чистого листа». Первое заседание FOMC без участия Гринспена состоится 28 марта.
2 февраля	Европейский Центробанк оставил базовую процентную ставку без изменения (на уровне 2,25% в год). После того, как в декабре 2005 г. состоялось первое с 2003 г. повышение процентной ставки, инвесторы уже не столь уверены в дальнейшей денежной политике ЕЦБ и ожидают новых повышений банковской ставки. Президент ЕЦБ Жан Клод Трише уверил, что повышение ставки не является началом длительной серии мер ужесточения, но подтвердил прогнозы в отношении очередного повышения ставки в марте – и затем еще одного (позднее в этом году). Есть мнение, что два дополнительных повышения процентной ставки позволят удержать инфляцию в странах ЕС под контролем.
9 февраля	Минфин США успешно провел аукцион по размещению КО США (сроком погашения 30 лет) на общую сумму \$14 млрд (вместе с продажей трехлетних бондов на сумму \$21 млрд и десятилетних бондов на \$13 млрд итог недельной кампании по реализации КО США составил \$48 млрд; в конце февраля планируется разместить 2-летние и 5-летние облигации) Размещение 30-летних КО США произошло впервые за пять лет. Аукцион прошел весьма успешно: годовая доходность по облигациям составила 4,53% (меньше, чем прогнозировавшиеся 4,58% в год). Косвенный спрос оказался на уровне 65,4% - также намного лучше, чем ожидалось.
10 февраля	В Москве состоялось заседание G8, где министры финансов одобрили инициативу России по досрочному погашению долга. Следующим шагом Россия предложит предоплату долга членам Парижского клуба (на общую сумму \$11,9 млрд). Формальности займут около полугода. Вероятно, долг будет выплачен по номиналу, как и в прошлый раз. Россия, в свою очередь, предпримет дальнейшие шаги по либерализации и демонаполизации нефтяного сектора, а также примет участие в проекте помощи беднейшим странам.
15 февраля	В декабре нетто покупки ценных бумаг США нерезидентами составили \$56,6 млрд (гораздо меньше прогноза). Наблюдатели предсказывали, что в декабре иностранные вложения в ценные бумаги США превысят \$76 млрд; реальные результаты оказались на \$20 млрд меньше прогнозных. Первоначальная цифра за ноябрь (когда спрос на облигации США оказался рекордным) была пересмотрена в сторону повышения (до \$91,6 млрд). На этом фоне еще более разочаровывающими оказались итоги декабря.
15-16 февраля	Бернанке впервые выступил перед Конгрессом с традиционной (раз в два года) речью по вопросам экономики, подтвердив преемственность курса Гринспена в отношении процентных ставок. Инвесторы были особенно внимательны к его высказываниям по будущей денежной политике ФРС. Бернанке предположил, что инфляция может ускориться из-за цен на энергоносители, и дал понять, что он готов к дальнейшим повышениям процентной ставки. Бернанке не выразил озабоченности в отношении торгового и бюджетного дефицитов. В отличие от Гринспена он отказался комментировать более «политизированные» темы, такие как бюджет и налоги, заявив, что эти вопросы выходят за пределы его служебных обязанностей. Накануне ухода со своего поста Гринспен высказал серьезные опасения в связи с возможным замедлением темпов роста экономики и гигантским дефицитом. В результате на своем последнем заседании ФРС предпочла сохранить политику постепенного повышения процентных ставок.
26 февраля	Венесуэла планирует досрочно погасить выпущенные в 90-е гг. долговые бумаги (Discount и Par Brady bonds) на \$3,9 млрд Венесуэла спешит использовать рекордный объем доходов от экспорта нефти в целях сокращения валютного долга. Министерство финансов объявило о планах обратного выкупа долговых обязательств на сумму \$700 млн к 1 марта. В течение следующих двух месяцев правительство выкупит оставшиеся долги, используя по ним опционы колл. В прошлом году экспорт нефти из Венесуэлы достиг \$48 млрд, что позволило увеличить валютные резервы страны до \$28,6 млрд (по сравнению с \$9,3 млрд, по данным на март 2002 г.).
28 февраля	Агентство S&P повысило суверенный рейтинг Бразилии с ВВ- до ВВ со стабильным прогнозом. Игроки на долговом рынке были несколько разочарованы известием о том, что повышение суверенного рейтинга Бразилии произошло лишь на один пункт при прогнозе «стабильный». Представители правительства и специалисты рейтингового агентства ранее говорили о том, что прогноз в отношении Бразилии – самый позитивный за все время, и что ее шансы на получения инвестиционного рейтинга в 2006 г. весьма велики.

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

В феврале инвесторам представилась хорошая возможность заработать на развивающихся рынках благодаря масштабному выкупу государственных долговых бумаг. Прежде других стран на досрочную выплату задолженности пошло правительство Бразилии – с целью реструктурировать долги, сделанные в 1988-1994 гг. и подлежащие погашению до 2010 г. Часть долга уже аннулирована, а часть (\$6,6 млрд) планируется выплатить до апреля. За соседкой и Венесуэла планирует выкуп долговых бумаг на сумму \$3,9 млрд. Аналогичные планы имеет и Колумбия, не обнаруживавшая, однако, конкретных сумм.

В Латинской Америке тенденция к сокращению задолженности приобрела популярность и наверняка станет мощным фактором поддержки долговых бумаг развивающихся рынков, что предполагает повышение суверенных рейтингов и кредитоспособности этих стран. В феврале спреды по долгам развивающихся рынков достигли исторических минимумов, и весной продолжат сужаться (в результате пересмотра уровня справедливой доходности по завершении выкупа долговых бумаг). На общем

положительном фоне новостей из стран Латинской Америки - и с учетом сохранения их сильных фундаментальных показателей - мы остаемся оптимистами в отношении рынка облигаций развивающихся экономик.

В феврале доходность по КО США, оставаясь в узком коридоре, поддерживалась на высоком уровне следующими факторами:

Пересмотр справедливой доходности на рынке долговых бумаг США с учетом крупного бюджетного дефицита и растущего внешнего долга страны;

Неопределенность будущей монетарной политики после смены руководства ФРС;

Ожидание дальнейшего подъема процентной ставки в марте (и, возможно, в мае).

Поскольку рыночные ожидания сформировались, и мартовское повышение процентной ставки на 25 б.п. почти полностью учтено в ценах рынка, последний едва ли преподнесет какие-либо сюрпризы раньше, чем будут опубликованы данные о занятости и темпах инфляции в США. Самым ожидаемым здесь событием станет назначенное на 28 марта заседание FOMC и объявление его нового состава.

Индекс РТС: начало глубокой коррекции

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

Илл. 84. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Цель	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1 - 31 февраля			
			Краткосрочный	Долгосрочный	R4	R3	S1	S2	OP	HI	LO	CL
РТС	ДЕРЖАТЬ ШОРТЫ	1500 ЦЕЛЬ 1280	Нейтральный К понижению	Восходящий Замедляется	1555.53	161.8% FiboE	1280.00	38.2% FiboR	1316.01			
					1531.27	Максимум 27.02.06	1202.38	50.0% FiboR	1531.27			
					1441.26	7-дневная МА	1136.68	26-недельная МА	1307.88			
					1404.50	7-недельная МА	978.56	200-day MA	1453.44			

Источник: оценка Альфа-Банка

Основные выводы

- Индекс РТС практически достиг нашей долгосрочной технической цели 1 555: на прошлой неделе расхождение между новым историческим максимумом и этой целью составляло всего 1.5%.
- Мы ожидаем распространения технической коррекции на РТС до диапазона 1 200-1 280.
- Мы полагаем, что ожидаемая глубокая техническая коррекция создаст еще лучшие возможности для долговременных покупок акций российских компаний.
- Мы поэтому рекомендуем ДЕРЖАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ на индекс РТС, открытые по 1500 и выше, с технической целью 1 200-1 280.

Илл. 85. Индекс РТС - Месячные технические характеристики, по состоянию на 9 марта 2006 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

Глубокая коррекция к уровню 1200-1280 представляется неизбежной

Классический технический анализ

На прошлой неделе индекс РТС почти достиг нашей долгосрочной технической цели 1 555 и полностью исчерпал краткосрочный потенциал роста. Кроме того, на Илл. 85 сформировалась техническая модель перелома тенденции на вершине «бычья западня». Сдвиг краткосрочного тренда на РТС в сторону понижения указывает на большую вероятность распространения технической коррекции как минимум до диапазона 1200-1280. Мы полагаем, что ожидаемая глубокая техническая коррекция создаст еще лучшие возможности для долговременных покупок акций российских компаний.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 86. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 9 марта 2006 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Краткосрочный тренд на РТС стал нейтральным и быстро сдвигается в сторону понижения

Медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 86 прошла свою вершину и начала падать, пока находясь выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Это значит, что краткосрочный тренд на РТС стал нейтральным и быстро сдвигается в сторону понижения. Однако, индекс РТС достиг сильного уровня динамической поддержки, определяемого текущим значением медленной АМА, что дает некоторые шансы на отскок на рынке, хотя и слабые.

И быстрый, и медленный момент продолжают падать

Индикатор медленного момента в средней части Илл. 86 продолжает падать, что подтверждает факт быстрого сдвига краткосрочного тренда вниз. В то же время, индикатор быстрого момента уже достиг отрицательной положительной территории и падает в тандеме с

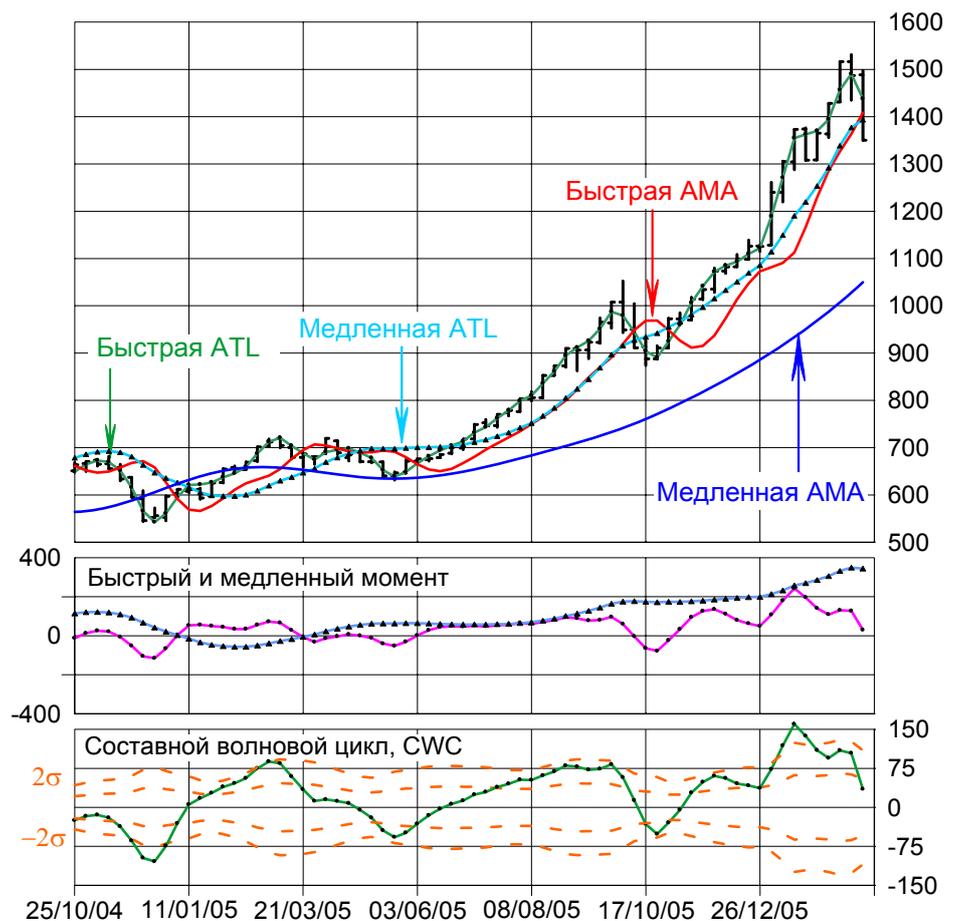
Краткосрочный составной цикл CWC сформировал новый «гребень» и возобновил падение

индикатором медленного момента. Это – дополнительный медвежий сигнал.

Краткосрочный составной волновой цикла (CWC) в нижней части Илл. 86 сформировал новый «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. 87. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 9 марта 2006 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Долгосрочный тренд на РТС по-прежнему восходящий

Медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 87 продолжила свой рост в январе-феврале. 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 большой вероятности продолжения глубокой коррекции в сторону понижения.

**Медленный момент указывает на замедление долгосрочного тренда на РТС
Долгосрочный цикл находится в фазе падения**

Индикатор медленного момента в середине Илл. 87 формирует свой глобальный максимум, что указывает на замедление долгосрочной тенденции к повышению на российском рынке акций. Что касается быстрого момента, то он тоже возобновил падение и уже приближается к принципиально важной нулевой отметке.

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) сформировал техническую картинку, очень похожую на модель «голова и плечи» с «головой», расположенной в сильно перекупленной области, и возобновил фазу падения. Мы рассматриваем эту модель как дополнительный надежный

«медвежий» знак, указывающий на большую вероятность продолжения коррекции на рынке в среднесрочном плане. Волатильность (переменная амплитуда) этого цикла остается на высоком уровне (выше среднего нормального), но уже стала понижаться.

Уровни поддержки и сопротивления

Сильный уровень поддержки расположен вблизи 1280

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл. 84 и 85. Сильный уровень поддержки сейчас расположен вблизи 1280. Основная поддержка лежит на уровне 1 200.

Потенциал роста и падения индекса РТС

С учетом вышеприведенных факторов мы делаем следующие выводы:

1. Индекс РТС практически достиг нашей долгосрочной технической цели 1555: на прошлой неделе расхождение между новым историческим максимумом и этой целью составляло всего 1,5%.
2. Мы ожидаем распространения технической коррекции на РТС до диапазона 1 200-1 280.
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 1200-1280

Мы поэтому рекомендуем **ДЕРЖАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ** на индекс РТС, открытые по 1 500 и выше, с технической целью 1 200-1 280.

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.