

Апрель: Перетягивание каната

10 Апреля 2006

www.alfabank.com

Москва

Тема: IPO выводит фондовый рынок за пределы «игры с нулевой суммой»

- Тема месяца: перспективы IPO в текущем и в следующем году, а также их краткосрочные и долгосрочные последствия для рынка в целом. В прошлом году иностранные и отечественные инвесторы вложили \$4,8 млрд (нетто) в IPO российских компаний, имеющих листинг на LSE и на местных биржах. Это составило почти 90% новых денежных средств (нетто), размещенных в России за этот период. В ближайшие 12-18 месяцев российские компании планируют в рамках IPO привлечь \$10-12 млрд (помимо суммы, ожидаемой от IPO Роснефти летом этого года). Для этого в период до следующих президентских выборов может потребоваться \$20 млрд поступлений (нетто). Вместе с суммами порядка \$5 млрд (необходимыми инвестфондам, ориентирующимся на Индекс MSC, для пересмотра удельного веса Газпрома/России в их портфелях в конце мая и в конце ноября) это может стать важным тестом для инвестиционной ситуации в России. Тест покажет, избавился ли инвестиционный климат страны от своего спекулятивного имиджа, став более устойчивым и способным в долгосрочном режиме обеспечить доходность выше среднего уровня.
- В марте российский фондовый рынок после нервного старта, отразившего тревогу мировых рынков по поводу масштабов роста процентной ставки в США, во второй половине месяца восстановился и зафиксировал снижение РТС лишь на 1,3%. Это произошло на фоне роста глобального фондового рынка на 1,6% и роста индекса MSCI GEM на 0,2%. Причиной восстановления стало сочетание все еще высоких цен на нефть со стабильным притоком ликвидности в фонды, инвестирующие в «страны BRIC». Россия продолжает привлекать значительные средства, хотя и в меньшем объеме, чем за два последние месяца 2005 г. и два первые месяца 2006 г. Сегодня в центре внимания инвесторов – Индия: в марте индекс MSCI India вырос на 13,5%.
- Положение России в преддверии саммита G-8 (и намеченного IPO Роснефти) по-прежнему кажется благоприятным. Главная неопределенность царит в нефтянке, где есть риск падения сырьевых цен, остающихся высокими на страхах, которые могут и не материализоваться (Иран), при том, что складские запасы постоянно увеличиваются. Так что неизбежный в конце мая пересмотр удельного веса Газпрома в индексе MSCI (весьма позитивный факт для рынка в целом), плюс необходимость «дать дорогу» бумагам Роснефти, могут вызвать в нефтяном секторе некоторое давление продавцов. По этой причине (и на фоне нашего – в других отношениях – благоприятного прогноза по российским акциям) мы советуем в ближайшие два месяца уменьшить позиции по нефтяным акциям и увеличить позиции по акциям компаний, в большей мере ориентированных на внутренний рынок.

Портфельные рекомендации*

Газпром - внутренние	Потенциал роста до расчетной цены равен 7%. Цена акций должна вырасти благодаря объявлению проекта освоения гигантского Штокмановского газового месторождения и крупным покупкам акций после пересмотра удельного веса Газпрома в индексе MSCI.
РАО ЕЭС	Сильная «тематическая» акция – благодаря устойчивому прогрессу в реструктуризации отрасли. РАО ЕЭС является одним из главных фондовых «ориентиров» для отечественных инвесторов и трейдеров.
НЛМК	Одна из лучших в Европе стальных компаний. Благодаря своим недавним покупкам компания теперь полностью интегрирована (с точки зрения сети поставок).
АФК Система	Сильная акция на перспективу всего года, с 52%-ным потенциалом роста до расчетной цены. Временные трудности из-за проблем в секторе мобильной связи, но благодаря новым IPO и диверсификации компанию ожидает рост котировок.
Балтика	Потенциал роста до расчетной цены равен 27%. По мере консолидации активов и в связи с выгодами ведущей роли на растущем российском рынке напитков. Балтику ждет еще больший потенциал роста.
Уралсвязьинформ	Самый «дешевый» из телекомов фиксированной связи (и с хорошим бизнесом мобильной связи). Потенциал роста до расчетной цены составляет 39%. Акция – самое надежное вложение, на случай как прогресса в деле приватизации Связьинвеста, так и реструктуризации отрасли вообще.

Последние публикации

Калина: будущее омрачено ужесточающейся конкуренцией	<i>Апрель 3</i>
Астро-Анализ: Поставьте на Счастливую Звезду	<i>Апрель 1</i>
АО-энерго Дальнего Востока стучатся в двери Китая	<i>Март 30</i>
Балтика: Низкий риск, Высокая отдача	<i>Март 22</i>
Компании малой капитализации - производители потребительских товаров: Размер имеет значение	<i>Март 17</i>
Российские акции: все пока не так уж плохо	<i>Март 14</i>

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

Примечание: * срок инвестиций - 3-6 месяцев

ОГЛАВЛЕНИЕ:

Тема: IPO выводит фондовый рынок за пределы «игры с нулевой суммой»	1
Стратегия	3
Главные факторы, влияющие на рынок	5
Инвестиционный сценарий на 2006 г.	11
Прогресс отраслевых реформ.....	14
Тема: IPO выводит фондовый рынок за пределы «игры с нулевой суммой»	17
Ожидаемые IPO	19
Ротация в сегменте BRIC.....	21
Динамика и оценка акций	25
Календарь корпоративных событий	28
Графики.....	29
Макроэкономика	31
Новости компаний и отраслей.....	33
Нефть и Газ.....	33
Телекоммуникации	46
Энергетика	50
Металлургия.....	57
Пищевая промышленность и розничная торговля	63
Банковский сектор	68
Рынок облигаций	70
Индекс РТС: формируя двойную вершину?.....	72

Стратегия

Крис Уифер (7 495) 130-7322

«Отскок» после резкой коррекции российского фондового рынка в первой половине марта указывает на то, что отечественный инвестиционный климат остается весьма устойчивым, и что факторы, лежащие в основе нашего базового инвестиционного сценария на 2006 г., сохраняют актуальность. Поэтому мы продолжаем считать, что до конца лета на фондовом рынке можно ожидать дальнейших исторических максимумов. Однако, прогнозируя новые рекорды индексов, мы не вправе забывать о ряде факторов, способных вызвать коррекцию рынка в конце года. Мы все еще считаем, что 12-месячный расчетный уровень РТС (1400 – 1500, в зависимости от того, будет ли нефть марки Brent стоить \$50 или \$60) до конца лета будет вновь превзойден, но к концу года отклонится от прогнозного не слишком сильно.

Причины, заставляющие сегодня проявлять осторожность

- Из-за опасений в отношении надежности поставок цена на нефть остается высокой. Сегодня объемы поставок и складских запасов весьма велики, так что если в ближайшие недели эти опасения не реализуются, то снижение цены на нефть может достичь \$10 за баррель. В период снижения цен на нефть туда же (в сторону понижения) обратится и вектор настроений российского рынка. Тем временем изменчивое соотношение сил в противостоянии «США/ООН – Иран» обусловит сохранение волатильности цен на нефть.
- В 2006 г. динамика фондового рынка России будет зависеть от большого притока денежных средств – либо из-за резкого роста цен на российские активы в 2005 г./начале 2006 г., либо в силу благоприятного на сегодня отношения инвесторов к сегменту B.R.I.C. (Бразилия, Россия, Индия, Китай). Если по каким-либо причинам надежда на подъем цен будет поставлена под вопрос, то вполне возможен отток упомянутых выше денежных средств – с последующим резким снижением фондового рынка.
- Похоже, что в ближайшие недели экономическая статистика США даст и «быкам», и «медведям» материал для обоснования обеих точек зрения на процентные ставки. Следующий ясный сигнал ожидается от ФРС США по итогам заседания от 10 мая, однако новый глава РФС вполне может отложить решение по вопросу о процентных ставках до следующего заседания, что продлит период неопределенности и рыночной волатильности.
- Давление на российскую валюту возрастает. Если интервенции ЦБ (в рамках усилий по контролю над инфляцией) станут менее интенсивными, то курс рубля может резко возрасти. В итоге ущерб будет нанесен не только экспортерам из добывающего сектора, но (учитывая их преобладание в экономике) и всему рынку страны. Разумеется, от укрепления рубля выиграют отрасли, ориентированные на внутренний спрос.

Причины для оптимизма в конце весны - начале лета

- В конце мая будет увеличен удельный вес Газпрома в индексе MSCI, а вместе с тем расширится и доля России на рынках GEM (и в сегменте B.R.I.C.). Продажа и/или конверсия «серых» схем

почти завершена, но «компенсирующий» фактор (или крупная институциональная покупка) ожидается не раньше конца мая.

- Между тем стоимостная оценка Газпрома (хотя бы в восприятии инвесторов) должна вырасти в связи с ожидаемым в апреле созданием СП по разработке Штокмановского месторождения углеводородов.
- Миноритарный пакет акций Сибнефти (сейчас принадлежащий Юкоосу) может быть продан стратегическому инвестору, такому как CNPC или OGNC, или одной из международных нефтяных компаний. Вероятно, цена будет высокой, и котировки в секторе вырастут. Также нельзя исключить, что стратегический инвестор в Роснефть может быть назван еще до IPO (чтобы поддержать оценку компании и обеспечить приток денежных средств).
- Растет давление в пользу договоренности между Россией и США (этого последнего подписанта под «пропуском» России в ВТО) об условиях ее вступления в эту организацию, и уровень (трудных) переговоров об энергетическом и политическом сотрудничестве сторон в последнее время явно повышен. Россия хотела бы завершить переговоры до саммита G8.
- Шум вокруг встречи G8 должен будет улучшить общий настрой инвесторов, особенно в связи со стремлением правительства России продемонстрировать накануне саммита ряд позитивных экономических инициатив. В их число могут войти подвижки в принятии закона о недропользовании, разъяснение по вопросам налогообложения новых энергетических проектов и иные меры, направленные на поощрение отечественных обрабатывающих отраслей.
- Ожидается выплата очередного транша долгов Парижскому клубу. Это, плюс продолжение поступлений от экспорта нефти и газа (в размере примерно \$500 млн в день), может подвинуть хотя бы одно из рейтинговых агентств на дальнейшее повышение рейтинга России.

Что может пойти не так?

- Возможен сбой поставок нефти из Ирана или Нигерии. Это было бы позитивным фактором с точки зрения инвестиционной привлекательности России, но негативным для перспектив роста мировой экономики – и, следовательно, для рынка мировых акций в целом.
- России последнее время удавалось избегать крупных терактов. Разумеется, лежащая в их основе проблема не разрешена. Особые опасения возникают в отношении такого рода событий накануне саммита G8. Эффект от них может быть весьма разрушительным.
- Менатеп и другие группы миноритариев Юкоса предпринимают в международных судах конкретные активные действия против российского государства, Роснефти и всех тех, кто связан с приобретением их бывших активов.
- Серьезная «трещина» в отношениях Россия - США по проблеме Ирана или по другим вопросам.

Илл. 1. Основные параметры рынка акций*

Общая рыночная стоимость акций	\$662 млрд
Доля свободнообращающихся акций	28,8%
P/E (индикатор) – текущая оценка справедливого уровня	1300
Расчетный уровень на перспективу 12 месяцев	1400
P/E (2006Г) – Россия	12,5
P/E (2006Г) – развивающиеся рынки акций	12,7
P/E (2006Г) – мировой рынок акций	14,4

Источник: * по ценам закрытия за 13 марта 2006 г.

Илл. 2. Ключевые прогнозные показатели

Рост ВВП в реальном выражении (П) – Россия	6,2%
Рост ВВП в реальном выражении (П) – развивающиеся рынки	4,5%
W.A.S.C (сред)	8,4% – 17,0% («голубые фишки» – «второй эшелон»)
Цена сорта Brent, \$ за баррель	\$50 (2006), \$45 – 2007, \$36 - долгосрочно

Источник: оценка Альфа-Банка

Четыре основных фактора
Главные факторы, влияющие на рынок

Как уже сказано, наш основной инвестиционный сценарий остается неизменным, но среди факторов, способных сегодня повлиять на рынок в краткосрочной перспективе, особо выделяются следующие четыре:

- Традиционный торговый цикл за последние три года
- Опасения «рыночного пузыря» - реальны они или нет?
- Потоки ликвидности
- Тренд нефтяных цен

Торговый цикл
Всякий раз за долгим ралли следует резкая коррекция

На Илл. ниже показан торговый цикл на российском рынке за прошлые три года. Выделяется тот факт, что: а) всякий раз за периодом сильного рынка следует резкая коррекция, после чего рынок вновь повышается, и б) периоды коррекции гораздо короче периодов роста цен.

На итоги 2004 г. повлияло дело Юкоса

Год 2004 несколько отличен тем, что его апрельская коррекция была глубже и дольше, чем в другие годы. Причина очевидна, это – Юкос. Этот внутренний фактор угрожал подорвать оценочные параметры рынка в целом и, следовательно, вызвал серьезную озабоченность. Коррекция, вызванная «законами гравитации» или внешними опасениями (такими, как сейчас), относится к числу резких, но кратких.

На этот раз есть ряд отличий, особенно в стоимостных оценках

Есть ли отличия на этот раз? Разумеется, кое-какие особенности есть, и главные из них станут предметом нашего внимания, а именно: более высокие, чем раньше, стоимостные оценки, угроза потокам ликвидности и менее отчетливый тренд нефтяных цен.

Илл. 3. Чередование фаз роста и падения на рынке российских акций

Начало	Завершение	Падение	Рост	Число недель
02-07-'03	17-07-'03	-18,0%		2
17-07-'03	20-10-'03		52%	13
20-10-'03	19-11-'03	-25%		4
19-11-'04	12-04-'04		63%	21
12-04-'04	28-07-'04	-34%		13
28-07-'04	08-10-'04		34%	10
08-10-'04	20-12-'04	-21%		10
21-12-'04	10-03-'05		21%	11
11-03-'05	15-05-'05	-12%		9
17-05-'05	04-10-'05		64%	19
04-10-'05	19-10-'05	-16%		2
19-10-'05	27-02-'06		72%	18
27-02-'06	10-03-'06	-12%		Пока 2

Источник: DataStream

Фондовый «пузырь» - есть он или нет?

Предупреждения о спекулятивном «пузыре»

Недавно министр экономики Греф и регулятор рынков Вьюгин говорили о спекулятивном рыночном «пузыре». Для большинства людей это - сигнал о «переоцененности» рынка и его грядущей коррекции, несмотря на все теории «новой парадигмы». В конце концов, не о том ли говорит нам печальный опыт NASDAQ, имевший место несколько лет назад.

Хотя рынок не был переоценен, кое-какие признаки «пузыря» имеются

Так что же «пузырь» - есть (или был) ли он на самом деле? И нет, и да. «Нет» - потому что рынок не был переоцененным в момент достижения последнего по времени максимума, и «да» - потому что действующие на сегодня факторы рынка демонстрируют признаки, характерные для традиционного «пузыря». В целом мы от него далеки, однако некоторые его характеристики присутствуют, содействуя неустойчивости рынков.

Они в чем-то подходят под классическое определение «пузыря»

Классическое определение «пузыря»: это - когда инвесторы скупают активы в надежде на рост цен, вместо того, чтобы рассчитывать на экономический эффект от инвестиций. Такая ситуация возникает, когда устойчивость высоких цен на активы подвержена риску, и нет реального основания для расчета на подъем экономики, который оправдал бы текущие цены активов.

Исходя из оценочных критериев, «пузыря» нет

Т.о., исходя из оценочных критериев, «пузыря» нет, поскольку акции, в среднем, не переоценены (относительно средних значений GEM). В рамках российского фондового рынка отдельные его сектора (такие как потребительский и банковский) оцениваются выше средних значений GEM. Однако есть отрасли, где Россия имеет лучшие перспективы роста, и где премия является обоснованной. Другие отрасли, такие как сфера фиксированной связи, дешевле средних значений GEM, что обусловлено неясностью в отношении многострадальной приватизации Связьинвеста. Нефтяные компании – чуть дороже GEM по критерию выручки (и очень дешевы по критерию материальных активов), тогда как Газпром оценен с дисконтом. Т.о., до своего недавнего снижения российский рынок почти соответствовал средним значениям [GEM].

Реальное основание рассчитывать на рост отдачи от активов есть

На вопрос, есть ли реальное основание рассчитывать на будущий рост экономической отдачи от активов, ответ - вновь положительный. Хотя темп проведения экономических и административных реформ, а также реструктуризации стратегических отраслей – довольно медленный, перемены очевидны, и это ведет к постепенному увеличению стоимости активов. Процесс потребует значительного времени, и хотя инвесторы, возможно, не склонны спешно (т.е. еще до наступления политических

Р/Е российского рынка соответствует средним значениям Р/Е для GEM
Большая доля средств пришла от инвесторов, преследующих спекулятивные цели

перемен в конце 2007 г. - начале 2008 г.) учитывать его в ценах рынка, мы прогнозируем продолжение этого процесса.

Для российского рынка коэффициент Р/Е за 2006 г. равен 12,5, по сравнению со средним значением Р/Е для GEM = 12,7 за тот же период. Для мировых активов Р/Е за 2006 г. = 14,4.

В своей положительной части («да») ответ на заданный выше вопрос обусловлен тем, что недавнее рыночное ралли на последних стадиях было – в нарушении традиции – движимо усилиями нового «отряда» иностранных инвесторов (и обилием ликвидности у отечественных трейдеров). Новые иностранные инвестиции частью объясняются новой же (и, как нам кажется, уже укоренившейся) тенденцией по отношению к сегменту B.R.I.C (см. ниже раздел «Ликвидность»), но значительная их доля поступила от инвесторов, преследующих спекулятивные цели. Реальная опасность для рынка в том, что если более «переменчивые» деньги начнут убегать (из-за опасений значительного снижения рынка), то это вызовет дальнейшее падение цен (в отсутствие отечественной поддержки). Причина – в том, что на местном рынке преобладают трейдеры, тогда как поддержка со стороны институциональных фондов с долгосрочным инвестиционным горизонтом сравнительно невелика. Это отчасти объясняется и неудачным проведением реформы национальной пенсионной системы.

Предупреждения могут быть частью усилий тех, кто выступал за пенсионную реформу

И министр экономики, и регулятор рынков были среди тех, кто выступал за скорейшую пенсионную реформу. Они подчеркивали угрозу рыночной стабильности, которую несут спекулятивные иностранные поступления в сочетании с несбалансированностью национального рынка. Эти усилия обоих чиновников позволили привлечь к данной проблеме повышенное внимание властей. Момент для этого выбран был особенно удачно, так как в текущем году правительство готовится провести IPO Роснефти, и в этой связи заинтересовано в расширении инвестиционной базы, как иностранной, так и отечественной.

Потоки ликвидности

Сочетание мощного притока иностранных инвестиций и более широкого доступа к местной ликвидности

Преобладающим фактором перемен фондового рынка оставались потоки ликвидности. Неуклонное расширение доступа к местной ликвидности (Илл. 9) и мощный приток в Россию иностранных инвестиций (Илл. 8) в совокупности привели к росту цен. Если в 2005 г. основная часть денежных поступлений шла из фондов, инвестирующих в GEM, EMEA + увеличение вложений фондами, специализирующимися на России и СНГ, то в этом году есть все основания подозревать, что значительная часть денежных потоков поступит от инвесторов, просто «покупающих» растущий рынок. Если так, то подобный спекулятивный капитал может легко перетечь в другие страны сегмента B.R.I.C., и это – в отсутствие серьезной базы отечественных сбережений – может стать основной причиной более продолжительной коррекции.

С начала года приток средств уже превзошел рекордный прошлый год

С начала года приток средств в фонды GEM уже превзошел рекордные \$20,3 млрд, поступившие в течение всего 2005 г. Отсюда – опасения, что большая часть денег имеет спекулятивный характер, и что поэтому их отличительная черта – волатильность и непредсказуемость.

Илл. 4. Приток средств в инвестфонды акций России и стран СНГ, 2005 г.

За 7 дней до	Приток средств, млн \$	% всего притока средств на развивающиеся рынки акций	% от всего притока в страны В.Р.И.С.
Январь 4	-25,7	н/д	н/д
Январь 11	54,2	5,3	46,8
Январь 18	139,7	21,5	54,9
Январь 25	153,2	34,2	83,9
Февраль 1	117,0	20,2	35,4
Февраль 8	117,3	16,6	31,1
Февраль 15	64,7	127,1	24,3
Февраль 22	165,0	29,4	43,0
Март 1	155,9	33,5	46,7
Март 8	128,3	208,8	33,1
Март 15	-58,2	8,9	(24,7)
Март 22	51,2	9,2	н/д
Март 29	3,7	1,1	1,7
Апрель 5	0,4	(0,05)	0,02

Источники: Emerging Portfolio Fund Research, исследование Альфа-Банка

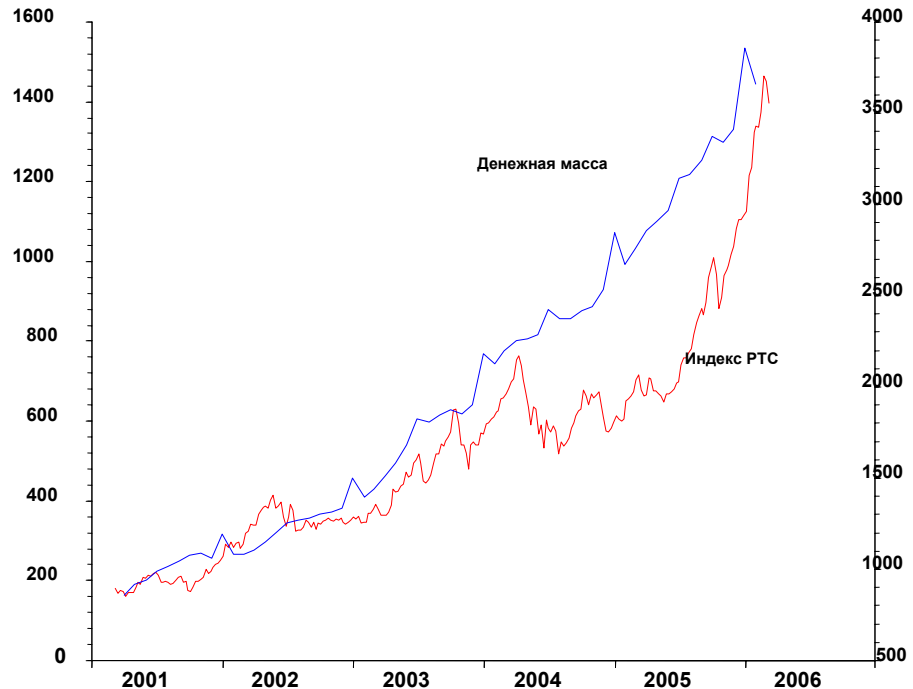
Россия получает почти 50% новых инвестиций в фонды В.Р.И.С.

С начала 2006 г. фонды, инвестирующие в Россию и СНГ, еженедельно получали, в среднем, чуть больше \$82 млн новых инвестиций, из которых основная часть пришла в Россию. Это составляет почти 50% новых нетто-инвестиций в фонды В.Р.И.С. и служит причиной нынешних опасений возможной утечки этих денег из России (если эффективность ее фондовых рынков будет поставлена под сомнение).

Рост отечественной ликвидности привел к росту цен фондового рынка

На Илл. 9 отражен отечественный аспект инвестиционной ситуации в России, где неуклонное расширение денежного предложения (за счет поступлений от экспорта нефти и газа) действует как главная опора фондового рынка в средне- и долгосрочной перспективе. Из картины ясно: если фондовые активы страдают от коррекции цен (нередко весьма резкой), то пока в стране имеется рост денежного предложения и нет факторов, подрывающих инвестиционную привлекательность России, потенциальные покупатели могут извлечь выгоду из рыночного «нырка» - и начать новое ралли.

Илл. 5. Внутренняя ликвидность поддерживает рынок акций



Источник: DATASTREAM

Главным фактором роста отечественной ликвидности служат нефтяные доходы

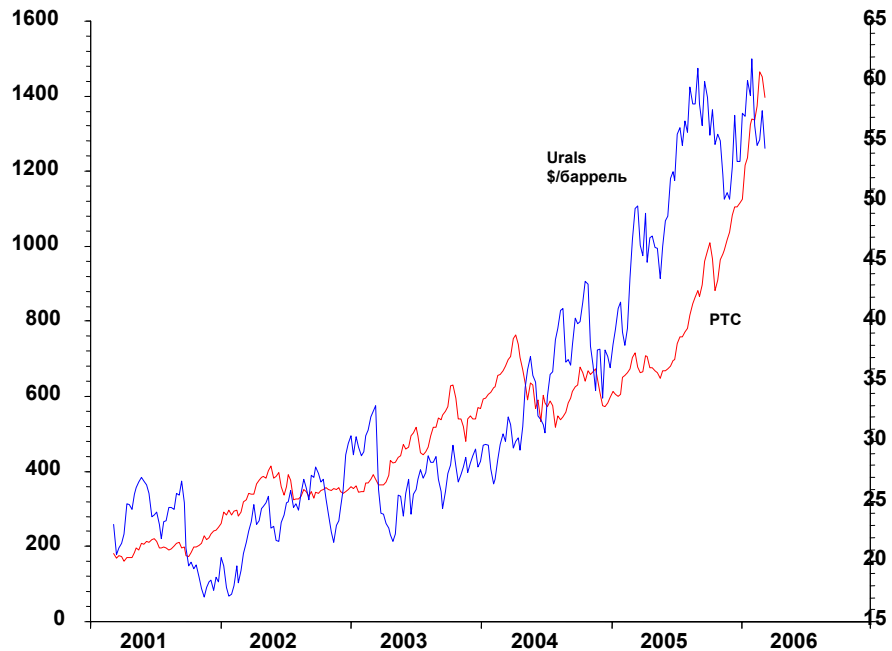
Нефть торгуется выше цен, предусмотренных и в наших моделях, и в федеральном бюджете

Тренд нефтяных цен

На графике (Илл. 10) показаны тренд цены на нефть и динамика РТС. Поскольку главным фактором роста отечественной ликвидности служит нефть, то очевидно близкое сходство графика с графиком на Илл. 9. Из графика видно, что если в какой-то период волатильность нефтяных цен не влияет на тренд фондового рынка, то в период снижения цен на \$5 (и более) за баррель нефти на фондовые активы оказывается негативное воздействие.

Сейчас нефть торгуется гораздо выше уровня цен, предусмотренного в наших оценочных моделях и в федеральном бюджете. Однако мы живем в период, когда цена нефти реально может претерпеть коррекцию не менее чем на \$5 за баррель. Этот факт, в сочетании с другими страхами, способен продлить коррекцию цен на больший срок и/или поддерживать общий уровень нервозности рынка на протяжении многих недель.

Илл. 6. Нефть – важный фактор поддержки рынка акций



Источник: DATASTREAM

Коррекция нефтяных цен весьма вероятна, так как ОПЕК сохранил высокие квоты добычи

Причина, по которой весьма вероятна коррекция нефтяных цен, состоит в том, что ОПЕК намеренно пошел на риск сохранения прежнего объема добычи в условиях снижения сезонного спроса – чтобы гарантировать рынок от скачка цен в случае сбоя поставок из Нигерии или Ирана. Это – политическое решение, принятое на основе новой коммерческой логики, усвоенной картелем за последний год.

Однако высок и уровень складских запасов нефти

С начала февраля в условиях дисбаланса спроса/предложения нефть за две недели подешевела на 12%. Ожидалось, что с учетом избыточного предложения нефти ОПЕК сократит добычу, но из-за риска в связи с Ираном и острых проблем в Нигерии эта мера была отложена.

На 2006 г. ОПЕК объявил среднюю расчетную цену в \$55 за баррель (Brent)

Следует помнить, что на 2006 г. ОПЕК объявил среднюю расчетную цену в \$55 за баррель (Brent), и что с начала года цена нефти, в среднем, остается на уровне \$62 за баррель. Т.о., картель может позволить себе период снижения цен до уровня \$50 за баррель – и все еще удержится в заявленных рамках. Политически это – более безопасный выбор, чем сократить добычу сейчас и рискнуть всплеском цены до \$80 (или выше) в случае срыва поставок из Нигерии или Ирана. Подобный всплеск чреват ростом политической изоляции картеля и негативно повлияет не только на долгосрочный спрос, но и на факторы, определяющие предложение нефти странами, не входящими в ОПЕК. Из-за недавнего обмена жесткими заявлениями между Ираном и ЕС/США, и особенно из-за последней вспышки насилия в Нигерии, цена нефти в данный момент стабилизировалась на уровне \$65.

В этом году Нигерия стала весьма реальной угрозой нефтяным поставкам; Иран же представляет для них краткосрочную угрозу

Хотя обмен угрозами между Ираном и ЕС/США обеспечил как поддержку нефтяных цен, так и их волатильность, в действительности никто не допускает мысли, что экспорт нефти будет прекращен (просто потому, что последствия были бы слишком велики, а также по причине твердой веры в возможность политического решения). Положение в Нигерии вызывает у участников нефтяного рынка особую тревогу из-за слишком

Существуют и другие серьезные угрозы

реальной в этом году угрозы нефтяному экспорту. За год до выборов в Нигерии группировки, оппозиционные правительству, уже объявили войну режиму и нефтяным компаниям. Эти группы обвиняют добывающий сектор в поддержке режима, утверждая, что народ мало что имеет от нефтяных доходов страны. Поэтому оппозиция объявила своей главной мишенью на этот год предприятия нефтяного бизнеса – отчасти в целях финансового ослабления правящего режима, но главным образом для оказания внешнеполитического давления на правящую партию. Этого, по их мнению, можно добиться путем срыва нефтяных поставок, что приведет к всплеску мировых цен на нефть и ухудшит перспективы роста глобальной экономики.

Разумеется, есть и другие серьезные угрозы - в виде бесконечной вооруженной борьбы в Ираке и вероятности повторных атак на нефтяную инфраструктуру Саудовской Аравии.

Илл. 7. Добыча и квоты членов ОПЕК (млн барр./сутки), февраль 2006 г.

	Добыча в сутки	Квота
Саудовская Аравия	9,45	9,10
Иран	3,70	4,11
Венесуэла	2,60	3,22
ОАЭ	2,48	2,44
Кувейт	2,52	2,25
Нигерия	2,28	2,31
Ливия	1,68	1,50
Индонезия	0,92	1,45
Алжир	1,38	0,89
Катар	0,80	0,73
ОПЕК -10	27,81	28,0
Ирак	1,88	0,00
Всего	29,69	

Источники: ОПЕК, Bloomberg

Серьезное снижение цены подвигнет ОПЕК на срочное решение сократить поставки

Если не возникнет проблем с поставками или значительных новых угроз, то сезонное снижение спроса на нефть в условиях устойчиво высокого предложения со стороны ОПЕК, возможно, в середине весны обеспечит цену Brent на уровне ближе к \$50 за баррель (Urals будет стоить примерно на \$3,5 меньше). Несомненно, дальнейшее снижение цен подвигнет ОПЕК на срочное решение сократить поставки нефти.

По нашим расчетам, в первом полугодии будет значительный рост цен; второе полугодие может стать проблематичным
Инвестиционный сценарий на 2006 г.

Наш основной прогноз по рынку на 2006 г. (как он изложен в справочнике «Акции российских компаний, 2006 г.») таков: в первом полугодии (т.е. до саммита G8 в начале лета) произойдет значительный рост цен - и будут достигнуты новые исторические максимумы. Второе полугодие может оказаться проблематичным по ряду причин, которые на данном этапе кажутся не более чем темой для размышлений. Окажут ли они негативное воздействие на инвестиционный климат фондового рынка, зависит от дальнейшего (во втором полугодии) развития этих факторов. В их число входят: препятствие реформам и промышленному развитию из-за выборной кампании, отсутствие в высших эшелонах правительства единства по вопросу обеспечения преемственности власти, перемена общественной оценки качества финансового управления (с позитивной на негативную). Последнее возможно в случае дальнейшего (включая период выборов) нарастания требований увеличить расходную часть бюджета (уже без обеспечения нефтяными доходами) и т.д. Все эти (и

другие) проблемы мы обсудим в инвестиционном обзоре в середине года.

Пять факторов в основе благоприятного прогноза

Причина для оптимизма в первом полугодии – в том, что сегодня мы находим практически неизменными благоприятные факторы, которые способствовали подъему рынка акций во втором полугодии 2005 г. Эти факторы можно разделить на ряд основных категорий:

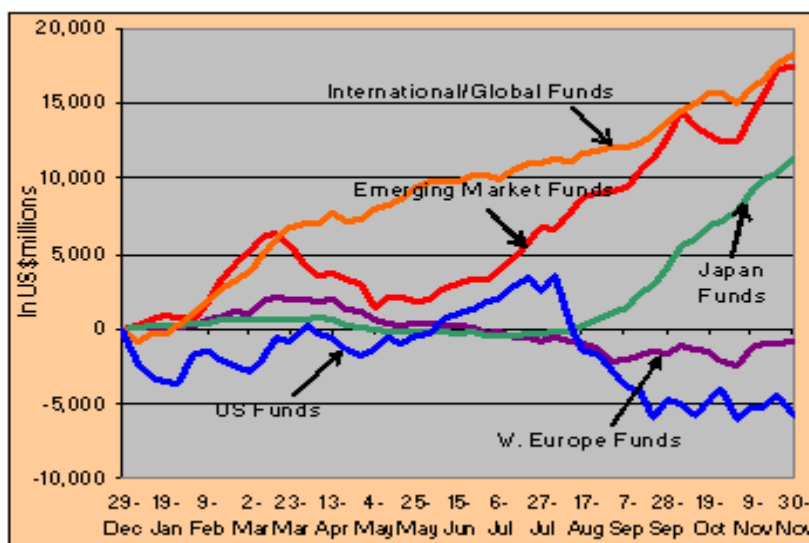
1. Потоки ликвидности
2. «Выгоды» от сохранения высоких цен на нефть
3. Сохранение внутренней стабильности
4. Прогресс отраслевых реформ
5. Поддержка стоимостных оценок

Ликвидность

В 2005 г. приток ликвидности в фонды GEM был рекордным

В 2005 г. приток ликвидности в фонды GEM был рекордным (см. таблицу на Илл. 13). К концу года он превысил \$20 млрд. Это объясняется частью улучшением показателей развивающихся рынков, частью – совпадением с периодом мрачных прогнозов по рынкам США и Европы. Т.о., инвесторы избегали вкладывать большие средства в экономику этих стран, отдавая предпочтение более гибким мировым фондам и фондам GEM.

Илл. 8. Рекордно высокий приток средств на рынки акций развивающихся стран в 2005 г.

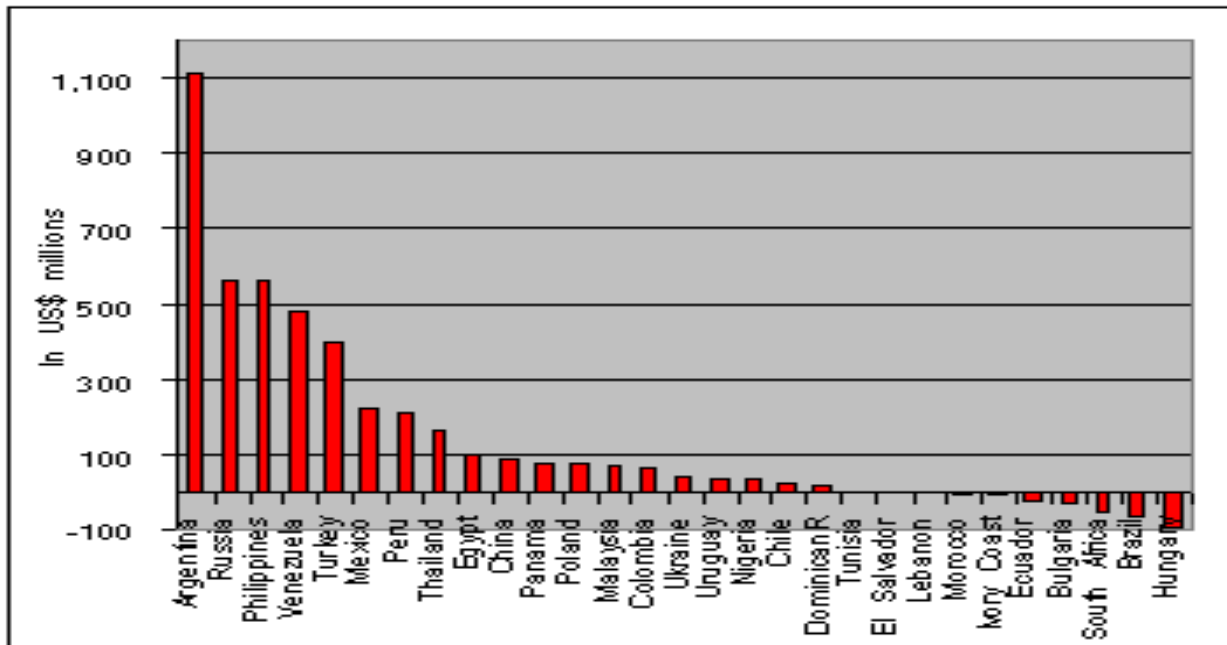


Россия была одним из главных бенефициаров этого процесса

Как видно из Илл. 14, Россия была одним из главных бенефициаров этого процесса, и в 2005 г. привлекала значительную часть инвестиций, выйдя по этому показателю на второе место после Аргентины. С начала года приток ликвидности в фонды GEM продолжался в том же масштабе, что и в конце 2005 г., и за первые 13 недель года эти фонды привлекли больше средств, чем за весь 2005 г. (т.е. \$20,3 млрд), который сам по себе был рекордным. Разумеется, значительная часть новых денег, поступающих в 2006 г., представляет собой либо инвестиции в сегмент B.R.I.C., либо спекулятивные деньги. В случае возникновения проблем такие деньги легко устремляются «на выход», но в первом полугодии благоприятные инвестиционные условия удержат потоки ликвидности от

слишком быстрого бегства. По мере накопления в России таких денег возникает опасность и спекулятивного «пузыря», и резкой коррекции к концу года (если у инвесторов будет повод проявить осторожность, или если деньги просто перетекут на более дешевый рынок).

Илл. 9. Приток средств на развивающиеся рынки в 2005 г.



Источник: Emerging Portfolio Fund Research

«Выгоды» от сохранения высоких цен на нефть

Средняя цена Urals на 14% выше средней цены 2005 г.

С начала года средняя цена Urals составила \$57,6 за баррель, что уже на 14% выше средней цены 2005 г. (\$50,5 за баррель). Выручка от экспорта нефти и газа прямо обусловила рост доходности (в среднем) на фондовом рынке, что не дало среднерыночной стоимостной оценке оказаться с премией к аналогичному показателю по группе GEM.

Это усилило торговые позиции России

Доходы от нефтегазового экспорта усилили торговые позиции России и непосредственно привели к существенному росту валютных резервов и Стабилизационного фонда. Поступление налогов от нефтяной отрасли продолжает увеличивать профицит бюджета и позволяет расширять программы финансирования.

Эффект просачивания (нефтяных доходов в другие отрасли) служит подъему экономики
Серьезной коррекции не будет, но всплеск цен вполне возможен

Опосредованный эффект «просачивания» (нефтяных доходов в другие отрасли) содействует продолжению бума в потребительском секторе и отраслях, ориентированных на внутренний спрос, а также обеспечивает приток ликвидности на фондовый рынок.

Мы убеждены, что хотя цена нефти может (из-за перечисленных ранее особенностей ее предложения) снизиться, по сравнению с нынешним высоким уровнем, серьезного отступления не будет, поскольку у ОПЕК есть все возможности воспрепятствовать длительному снижению цены. Наше предположение цены на нефть (используемое в корпоративных оценочных моделях и для обоснования макроэкономических допусков) равно \$50 за баррель Brent (\$47 за баррель Urals). На фоне текущей (с начала года) средней цены этот прогноз консервативен, но с учетом наличия на нефтяном рынке ряда неопределенностей (из которых часть

способна «опустить» цены гораздо ниже, а другая часть – наоборот) мы в конце весны пересмотрим наши ценовые предположения. На данный же момент наши оценки и макроэкономические допущения выглядят вполне обоснованными.

Сохранение стабильности

Стабильность состоит из двух частей – политической и экономической.

Политическая стабильность в этом году почти обеспечена

Политическая стабильность вполне обеспечена, по меньшей мере, до зимы 2006 г. Кремль явно стремится не допустить ситуации, при которой вопрос о политической преемственности оказался бы в центре внимания раньше осени. Это объясняется частью тем, что не определена, видимо, процедура обеспечения преемственности власти, а частью – тем, что правительство пока сосредоточено на текущих приоритетах (например, реструктуризация энергетики) и потому стремится всячески избежать осложнений накануне встречи G-8 в СПб.

В начале 2005 г. Путин сумел прекратить «налоговый терроризм»

Одна из причин подъема фондового рынка в 2005 г. – в том, что весной того года Путин призвал прекратить т. н. «налоговый терроризм» и в целом агрессивный курс бюрократии по отношению к большому бизнесу. С тех пор события, потрясшие рынок в 2004 г., не повторялись. Резонно предположить, что власть (накануне саммита G-8 избегая эксцессов) постарается не допустить повторения таких событий, по крайней мере, до лета, и будем надеяться, что такое положение сохранится надолго.

Другим «лакмусовым тестом» для властей станет Норильский Никель

Еще одним «лакмусовым тестом» для властей могут стать ожидаемые в 2006 г. меры по возврату под контроль государства блокирующего миноритарного пакета в Норильском Никеле. Среди других ключевых факторов, снизивших премию за риск по акциям в 2005 г., был способ, которым государство вернуло себе контроль над Сибнефтью, в отличие от методов ре-национализации Юкоса. Если и другие стратегические активы, такие как Норильский Никель, будут возвращены при помощи дружественного к рынку, прозрачного механизма, то последние опасения инвесторов развеются.

Прогресс отраслевых реформ

Наконец, есть прогресс в реформировании ряда отраслей

В ушедшем году отмечен прогресс в реформировании ряда отраслей (таких как электроэнергетика и банки), а также долгожданные подвижки в части корпоративных проблем (отмена двойного рынка акций Газпрома). Эти специфические задачи стали частью политики правительства в отношении «стратегических отраслей».

До недавнего времени Кремль не был готов поддержать перемены

В последние пять лет главными для Кремля были политические задачи. Президент Путин ясно дал понять, что правительство не поддержит мер по стимулированию роста стратегических отраслей до тех пор, пока над процессом не будет государственного контроля. Пока что государство, в сущности, мало что сделало в поддержку таких инициатив – оно просто не было к этому готово.

Теперь его приоритет перешел от политики к отраслевым реформам

Теперь, когда политическая структура создана, началась реорганизация стратегических отраслей (например, Юкос, Сибнефть, увеличение доли государства в Газпроме, Объединенная авиастроительная корпорация и т.д.). Если раньше государство было «препятствием» для роста (в таких отраслях, как добыча нефти и газа, электроэнергетика), то теперь (когда оно стоит за их «реструктуризацией») государство, как можно ожидать, станет «движущей силой» этого роста.

Подробнее об этом мы писали в ноябрьской записке **«Инвестиции в Россию: правила внутреннего распорядка»**. При желании Вы можете получить ее текст.

Примечание: Едва ли можно ожидать значительного (если вообще какого-либо) прогресса других экономических или социально значимых реформ. В отношении последних правительство, видимо, усвоило урок (в виде утраты части общественной поддержки) по итогам плохо продуманной монетизации льгот в начале прошлого года, тогда как в отношении первых (т.е. административных и налоговых реформ) Кабинет оказался политически разобщенным.

**Российские акции
находятся почти на
одном уровне с
оценками мировых
аналогов GEM**

Стоимостные оценки

Российские акции, в среднем, находятся на одном уровне (или почти рядом) с сопоставимыми оценками мировых аналогов, т.е. в нынешнем году инвесторы впервые не смогут сказать об этих бумагах, что они гораздо дешевле остальных, и что можно согласиться на высокую премию за риск. Впрочем, премия за риск по акциям низка по причинам, указанным выше. Это впервые в истории дает российским активам, в среднем, шанс в первом полугодии 2006 г. выйти на уровень премиальной оценки (1997 г. не считается, так как надежной основы для построения оценочной модели тогда не было вообще).

Сегмент компаний с малой и средней капитализацией

Акции компаний с малой и средней капитализацией вышли из испытаний бурной мартовской «погодой» в относительно хорошей форме. Индекс РТС-2 снизился лишь на 0,6% (против падения основного индекса РТС на 1,3%). Инвесторы, по большей части, не были склонны отказываться от длинных позиций по акциям; на случай более глубокой коррекции рынка они предусмотрительно зафиксировали часть прибыли. В ретроспективе эта стратегия оказалась удачной, так как к концу месяца многие акции совершили «отскок». Неудивительно, что «чемпионы» предыдущих месяцев обусловили некоторую фиксацию прибыли, однако «давление продавцов» оказалось умеренным. В большинстве случаев ликвидность временно уменьшилась на фоне расширяющегося спреда между ценами продавца и покупателя – знак того, что инвесторы усвоили урок предыдущей коррекции рынка (т.е. что наилучшая стратегия – держать и ожидать).

Из эффективных секторов отметим металлургию, производство удобрений и нефтехимию, тогда как худшую динамику продемонстрировали акции компаний в самых разных отраслях. В апреле акции компаний с малой и средней капитализацией, по-видимому, уступят «право» определять направление рынка «голубым фишкам». Мы ожидаем, что инвесторы сохранят интерес к секторам, показавшим максимальную эффективность в прошлом месяце, а также будут глубже запускать «невод» в нижние слои российского «моря» фондовых активов в поисках малоизвестных компаний. В ожидании возобновления потока новостей о создании ядерно-энергетического холдинга «Росатомпром» мы сохраняем благоприятный прогноз по дочерним предприятиям ТВЭЛ, в частности, Приаргунского предприятия по добыче урана. Нам нравится также казахстанская урановая компания UrAsia.

Илл. 10. Акции РТС с наилучшей динамикой, март 2006 г.

Компания	Тикер РТС	Изменение в %	Последняя цена, \$
Нижновэнерго	NNGE	150.0	50.0
Прогресс-Авиация	aakp	134.9	42.0
Дальмостстрой	dmoa	132.1	325.0
Орскнефтеоргсинтез (префы)	orfep	83.3	55.0
Комсомольский НПЗ	knpr	70.3	247.0
Ульяновскэнерго	ulen	66.7	8.50
Кирово-Чепецкий химкомбинат	kchk	60.4	425.0
«Красный котельщик»	KRKO	57.9	0.30
Челябинский цинковый завод	chzn	56.8	290.0
Ярославльнефтеоргсинтез	JNOS	53.9	2.00
Воргашорский рудник (префы)	vorgp	53.6	430.0
Чусовской металлургический завод	chmz	50.9	80.0
Магаданэнерго	MAGE	50.0	0.075
Норильскгазпром	nrgp	49.8	10.50
Балтийский завод	balz	48.2	163.0
Комсомольский НПЗ (префы)	knprp	46.1	150.0
Московский НПЗ (префы)	mnpzp	45.8	175.0
Славнефть	slav	45.5	2.40
Чепецкий механический завод	cherp	44.4	130.0
Череповецкий «Азот»	chea	41.7	42.5

Источник: РТС

Илл. 11. Акции РТС с наихудшей динамикой, март 2006 г.

Компания	Тикер РТС	Изменение в %	Последняя цена, \$
Пурнефтегазгеология (префы)	prglp	-71.7	8.50
Гуков Уголь (префы)	guugp	-71.6	10.0
Юкос	YUKO	-63.0	0.70
Пурнефтегазгеология	prgl	-54.3	16.0
Рязанский НПЗ	rnzp	-42.5	21.0
Гуков Уголь	guug	-34.4	82.0
Назаровский Уголь (префы)	mazp	-26.7	220.0
КамАЗ	KMAZ	-25.8	1.485
Фармстандарт-УфаВИТА	ufvi	-20.8	19.0
Саханефтегаз	SANG	-18.4	3.10
СУМЗ	sumz	-17.4	30.55
Ярославнефтепродукт	slne	-16.7	0.30
Оренбургнефть	ORNB	-15.3	52.6
Оренбургнефть (префы)	ORNBP	-13.5	45.0
Загорский ГАЗС	ZAGR	-13.5	0.016
Мечел	MTLR	-13.0	8.40
«Апатит» (префы)	apatp	-13.0	87.0
УАЗ	uaza	-12.7	0.0786
Башинформсвязь (префы)	BISVP	-12.6	0.16
Алтай Уголь	akks	-11.7	0.53

Источник: РТС

Тема: IPO выводит фондовый рынок за пределы «игры с нулевой суммой»

Крис Уифер (7 495) 130-7322

В прошлом году инвесторы, иностранные и отечественные, вложили \$4,8 млрд (нетто) в IPO российских компаний, имеющих листинг на LSE и на местных биржах. Это составило почти 90% всех новых денежных средств (нетто), размещенных в России за этот период. В ближайшие 12-18 месяцев российские компании планируют привлечь \$10-12 млрд в рамках IPO (помимо суммы, ожидаемой от первичного предложения акций Роснефти летом этого года). Для этого в период до следующих президентских выборов может потребоваться \$20 млрд поступлений (нетто). Вместе с суммами порядка \$5 млрд (необходимыми инвестфондам, ориентирующимся на Индекс MSC, для пересмотра удельного веса Газпрома/России в их портфелях в конце мая и в конце ноября) это может стать важным тестом для инвестиционной ситуации в России. Тест покажет, избавился ли инвестиционный климат страны от своего спекулятивного имиджа, став более устойчивым и способным в долгосрочном режиме обеспечить доходность выше среднего уровня.

Несмотря на резкий рост фондовых поступлений в 2005 г., Россия пока не получила таких же крупных инвестиций, которые помогли поднять фондовый рынок и экономику Китая в конце 1990-х и начале текущего десятилетия. Сегодня в фокусе этих крупных инвестиционных потоков оказалась Индия. Логически следующим (в конце 2007 г. и в 2008 г.) пунктом назначения денежных потоков станет Россия. Всем сторонам – компаниям, планирующим IPO; правительству, желающему обеспечить устойчивый рост экономики; фондовым инвесторам – эта перспектива обещает существенный выигрыш.

Для успеха IPO важно то, сохранит ли Россия свою инвестиционную привлекательность

Будут ли все запланированные IPO реализованы (до еще в ожидаемом масштабе), зависит от того, сохранит ли Россия инвестиционную привлекательность в рамках GEM, а также от степени относительной привлекательности активов развивающихся рынков как класса фондовых инструментов. Это происходит на фоне ожидаемого в конце мая существенного увеличения удельного веса Газпрома в Индексе MSCI GEM. Это привлечет существенный объем инвестиций в фонды с заметно увеличенной «квотой» российских активов - как раз накануне запланированного IPO Роснефти. В целом увеличение удельного веса Газпрома в индексе + IPO Роснефти могли бы «впитать» до \$15 млрд новых инвестиций в две крупнейшие государственные энергетические компании. Это почти втрое больше нетто-поступлений в Россию за весь 2005 г. Если это произойдет в условиях устойчиво позитивного российского «сценария», то такое существенное привлечение капитала сможет содействовать возрастанию роли России как все более важного объекта инвестиций. С другой стороны, если российский «сценарий» начнет ухудшаться, а ощущение инвестиционного риска обострится (в условиях начала осеннего предвыборного сезона), или если мировой климат станет для фондовой торговли менее привлекательным, то эти два важных события (Газпром и Роснефть) ознаменуют начало более сложного периода (с точки зрения привлечения средств для других запланированных IPO).

Для увеличения веса Газпрома в Индексе MSCI GEM необходимы средства

В любом случае, увеличение удельного веса Газпрома и IPO Роснефти вызовут, как минимум, временную реструктуризацию нефтегазовых «долей» в большинстве инвестиционных портфелей, ибо владельцам придется изыскивать средства (для финансирования этих событий),

продавая уже имеющиеся у них нефтегазовые активы, либо просто воздерживаясь (до конца лета) от вложений в предлагаемые сегодня отраслевые инструменты. В связке давление продавцов и отступление покупателей вполне может ухудшить сравнительную эффективность главных нефтяных акций, в частности, в период лета (если исключить крупное внешнее событие, способное привести к резкому всплеску цен на нефть) – и подтверждает наше мнение, что в этот период «лучше рынка» окажутся, вероятно, бумаги других (т.е. не нефтяных) компаний.

На 2006 г. и 2007 г. планируется около 30 IPO

➤ Известные сегодня факты указывают, что в ближайшие 12-18 месяцев запланированы IPO акций 30 компаний. Из них два крупнейших IPO ожидаются в нефтяном секторе: Роснефть в этом году и Русснефть, вероятно, в 2007 г. Остальные 28 IPO разбросаны по широкому спектру отраслей. Общий объем всех ожидаемых IPO приближается к \$11,5 млрд (+ сумма, которая ожидается в ходе IPO Роснефти).

Роснефть может разместить 10-20% акций

➤ По данным компании и правительства, IPO Роснефти может привлечь от \$7,5 млрд до \$11 млрд (в зависимости от того, будут ли все эмитированные акции размещены на бирже, или часть их достанется стратегическому инвестору).

Решающим фактором успеха IPO является верное установление цены размещения. После IPO объем фондового рынка может достичь 100% ВВП

➤ История первых IPO свидетельствует, что хотя общие условия на рынке важны, определяющим фактором успешного IPO (и дальнейшей высокой эффективности акций на бирже) является стоимостная оценка эмиссии и уровень подписки.

➤ В случае успеха планируемых IPO стоимость всех котируемых российских акций (с учетом текущих оценок) достигнет почти \$780 млрд (или почти сравняется с объемом ВВП).

Присутствие государства на фондовом рынке вырастет

➤ Поскольку ожидается, что два из главных запланированных на этот период IPO (т.е. Роснефть и Внешторгбанк) останутся под существенным государственным контролем, постольку присутствие государства на фондовом рынке вырастет, по прогнозам, с почти 30% до 33,5%. Учитывая, что средняя доля акций, размещаемых в ходе типичного IPO, равна 20%, доля free-float, доступная портфельным инвесторам, уменьшится с нынешних 28,8% до 27,7%.

Финансовый сектор и сектор потребительских товаров могут увеличить свой удельный вес на фондовом рынке

➤ Если остальные запланированные IPO увенчаются успехом, то несмотря на высокую стоимостную оценку, ожидаемую по IPO Роснефти и Русснефти, вес нефтегазового сектора во всех российских активах несколько уменьшится (с 69,2% до 68,6%). Причина – в большом числе планируемых эмиссий в таких отраслях, как потребительские товары, медийные средства и ИТ (в целом вес этого сектора вырастет с 2,9% до 4,4%), а также финансовый сектор (5,9% до 6,7%).

Однако инвесторы получат больший выбор инструментов, что поддержит рост рыночной ликвидности

➤ Инвесторы будут иметь больший выбор инструментов, так как ожидается, что по условиям предусмотренной программы IPO (т.е. с использованием текущих оценок) число компаний с рыночной стоимостью в \$1 млрд (и выше) вырастет с 62 до 78. Суммарная доля рынка, приходящаяся на 20 акций с крупнейшей капитализацией, также сократится (с 90% до 84%).

Ближайшие год-два станут решающими для перспективного формирования фондового рынка России

Ближайшие 18-24 месяца – весьма значимый переходный период, с точки зрения долгосрочного инвестиционного сценария в России. Это частью объясняется важной политической трансформацией в конце 2007 г. - начале 2008 г., частью – тем, что в этот период правительство собирается придать официальный статус своему плану долгосрочного использования природных ресурсов в целях диверсификации и роста

экономики. Этот период будет важным переходным этапом и для фондового рынка. В случае успеха планируемых IPO фондовый рынок достигнет критической массы и достаточной степени диверсификации, чтобы его чувство инвестиционного риска существенно уменьшилось, а синдром «августа 1998 г.» наконец-то (почти десятилетие спустя) был полностью преодолен. Это откроет Россию для крупнейших в мире стратегических инвестиционных фондов, которые даже сегодня не решаются на более серьезные вложения в российскую экономику.

Ожидаемые IPO

Из 30 ожидаемых IPO крупнейшее: Роснефти (если и когда оно произойдет)

По сегодняшним данным, в ближайшие 12-18 месяцев ожидаются 30 IPO. По нынешним правилам, компании обязаны получить листинг на отечественной бирже, а уж затем могут разместить до 35% своих акций на иностранной бирже в виде АДР. В прошлом году все «иностранные» выпуски акций были размещены на LSE (на «главном табло» или на AIM). Крупнейшее ожидаемое IPO - Роснефти, с объявленной датой в июле и стоимостной оценкой компании от \$50 млрд до \$60 млрд. Это предполагает IPO в пределах \$12 млрд, учитывая ранние заявления о намерениях со стороны представителей компании и правительства. Хотя ряд чиновников говорили об эмиссии в (маловероятном) размере \$20 млрд (33% от всех акций), мы в наших расчетах предположили IPO объемом \$10 млрд. Если речь пойдет о более крупном размещении, то вероятно продажа стратегического пакета одному или нескольким отраслевым партнерам – российским или иностранным (либо и тем, и другим). Впрочем, у нас пока нет ни официальных цифр, ни структуры, ни твердой даты IPO.

Другие крупные IPO включают: ВТБ, ММК и, может быть, Русснефть

Помимо Роснефти, крупные IPO, возможные в этот период, включают: Русснефть (независимая быстрорастущая нефтяная компания); ВТБ (объявивший о планах проведения IPO в конце 2006 г. или в 1Кв.07); ММК (одно из крупнейших в мире стальных производств); Росбанк (планирующий в июне разместить до 30% акций); ряд электрических компаний, выведенных из РАО ЕЭС в ходе реструктуризации, а также много компаний в потребительском и медийном секторах.

Ниже приводится предполагаемая структура IPO:

Илл. 12. Возможные IPO в 2006/2007 гг.

Отрасль	Число возможных IPO	Объем IPO*
Нефтяная	2	\$13.0 млрд
Финансы	4	\$2.4 млрд
Потребительские товары и СМИ	9	\$2.0 млрд
Электроэнергетика	2	\$1.7 млрд
Металлургия	4	\$1.6 млрд
ИТ	5	\$1.0 млрд
Транспорт	1	\$0.1 млрд
Сельское хозяйство	1	\$0.1 млрд
Недвижимость	1	\$0.1 млрд
Целлюлозно-бумажная	1	\$0.1 млрд
Всего	30	\$22.1 млрд

Источник: оценка Альфа-Банка. Примечание: дано с учетом компаний, выразивших свой интерес, а также с допущением эмиссии акций Роснефти в объеме \$10 млрд. Оценка основана также на предположении размещения, в среднем, 20% акций каждой компании, имеющей листинг.

В 2006 г. произойдет резкий рост числа и объемов IPO

Цифра в 30 IPO в ближайшие 12-18 месяцев означает существенный рост активности в этой сфере. В 2005 г. было осуществлено 13 IPO (и привлечено \$4824,6 млн). Это, в свою очередь, было значительным

скачком, по сравнению с числом IPO и суммой средств, привлеченных в 2004 г.

Илл. 13. Краткие данные по IPO в России

Год	Число размещений	Сумма привлеченных средств, \$ млн	В % от выпуска акций*
1996	1	107	13
1999	1	52	12
2000	1	364	17
2002	2	212	20
2003	1	14	20
2004	6	766	20.8
2005	13	4,825	20.9

Источники: LSE, PTC, MICEX, Альфа-Банк, отчеты компаний

Средняя доля акций, размещенных в ходе IPO, составляет сегодня почти 21%

Средняя доля акций, размещенных в ходе IPO (скорее по числу, чем по стоимости) составляет сегодня чуть меньше 21%. Государство не раз давало понять, что охотно пустит в стратегические отрасли (на 20-25%) миноритарных инвесторов, а в стратегических «проектах» их доля, по словам чиновников, может дойти до 49%. В конечном счете кажется, что «приемлемый» (для государства) уровень составит 35% (в форме выпущенных компаниями АДР с иностранным листингом). Разумеется, это не является жестким правилом (у Газпрома free-float близок к 40%), но 20-25% представляется приемлемой нормой (и она же, вероятно, будет величиной обычной заявки – в этом и в следующем году).

Илл. 14. IPO российских компаний с 1996 г.

Год	Размещения	Сумма привлеченных средств, \$ млн	В % от всех акций
1996	Вымпелком	107	13.0
1999	Голден Телеком	52	12.0
2000	МТС	364	17.0
2002	ВБД	199	24.0
	РБК	13	16.0
2003	«Аптечная сеть 36,6»	14	20.0
2004	Иркут	127	23.3
	Калина	20	15.0
	Мечел	291	10.0
	ЭФЕС	178	25.0
	Седьмой Континент «Открытие»	81 69	13.0 38.5
2005	Лебедянский	151	20.0
	Северсталь-Авто	135	30.0
	Пятерочка	598	30.0
	Евраз	422	8.3
	Рамблер	40	26.0
	НОВАТЕК	966	19.0
	Энергия Урала	114	31.0
	Амтел	202	27.0
	Новолипецкий меткомбинат	609	7.0

Источники: LSE, PTC, MICEX, Альфа-Банк, отчеты компаний

Слабая динамика рынка не служит препятствием числу IPO (вливая лишь на цену акций)

В таблице ниже показаны: тренд объемов привлеченных в российские акции денежных средств (нетто) с 1996 г. и динамика фондового рынка в каждый из прошедших годов. Как видно по 2004 г. (т.е. апогею «дела Юкоса»), относительно слабая динамика рынка в тот год не стала

Приход новых денег на рынок отменяет «игру с нулевой суммой»

препятствием ни числу IPO, ни интересу инвесторов. Важнейшим фактором остается стоимостная оценка выпуска акций и перспектива их последующей ценовой динамики.

Нормой для фондового рынка является «игра с нулевой суммой», когда на каждого покупателя обычно имеется продавец акций по той же цене (минус транзакционные издержки). Т.о., единственный способ прихода новых денег на рынок – через эмиссию новых акций, прав участия или IPO. Увеличение стоимости акций, доступных инвесторам как часть от free-float, предполагает либо IPO, либо продажу блока акций на бирже одним из основных акционеров (будь то государство, стратегический инвестор или собственник/менеджер компании).

Илл. 15. Приток новых денежных средств в Россию

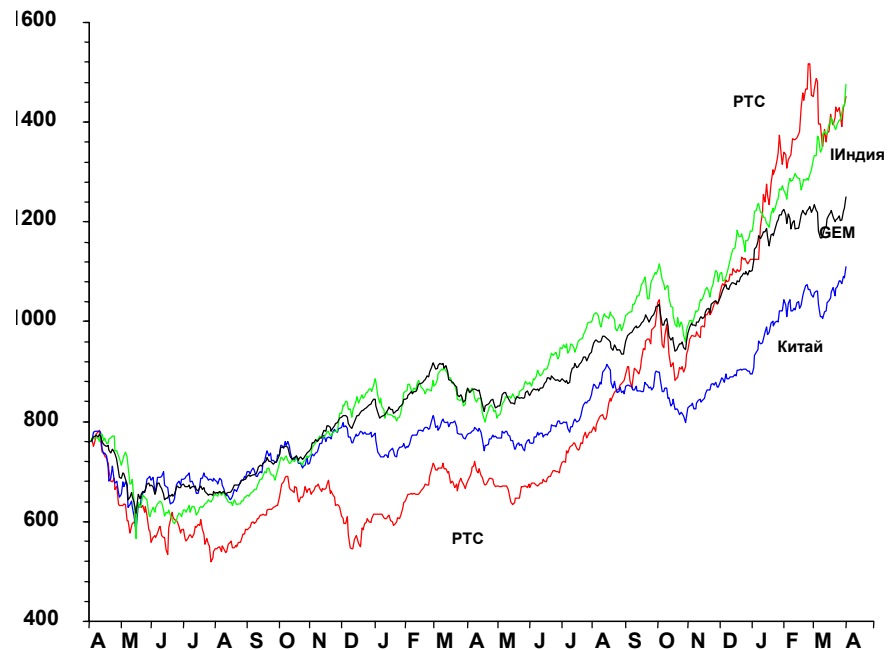
Год	Поступления нетто	Динамика рынка *
1996	+\$511 млн	+142%
1997	-\$68 млн	+98%
1998	-\$45 млн	-85%
1999	+\$392 млн	+197%
2000	+\$461 млн	-18%
2001	-\$7 млн	+82%
2002	-\$679 млн	+38%
2003	+\$300 млн	+60%
2004	+\$2,407 млн	+8%
2005	+\$5,622 млн	+83%
2006**	+\$1,066 млн	+29%

Источники: Emerging Portfolio Fund Research, DataStream, Альфа-Банк; Примечание: *на основе роста цен в РТС за год; **за годичный период по конец февраля 2006 г.

Ротация в сегменте BRIC
Интерес к Китаю затухает; сегодня в фокусе – Индия; завтра, возможно, придет черед России

Нередко на развивающихся рынках наблюдается некая «ротация» популярности (у инвесторов, особенно у взаимных инвестиционных фондов, ориентированных на «ритейл»), когда в их фокус попадает то одна крупная «тема», то другая. В период 1999 – 2004 гг. Россия была спекулятивной (с акцентом на восстановление экономики) «темой», которая сначала привлекала трейдеров и хедж-фонды, и лишь затем – в последнюю очередь – фонды мелких инвесторов. Инвестиционная ситуация, по понятным причинам, проста: дешевые активы становятся дороже по мере снижения чувства риска (в силу роста стабильности, нефтяных доходов и качества управления ими). В 2005 г. ситуация стала меняться. Инвесторы начали присматриваться к фазе перехода (который может продлиться до выборов в марте 2008 г.), когда крупные компании вырабатывают более «глобальный» взгляд, а правительство готовит программу развития экономики и промышленности, которая должна подтолкнуть процесс их диверсификации и устойчивого роста.

Илл. 16. Россия, Китай, Индия – за последние два года



Источник: DATASTREAM

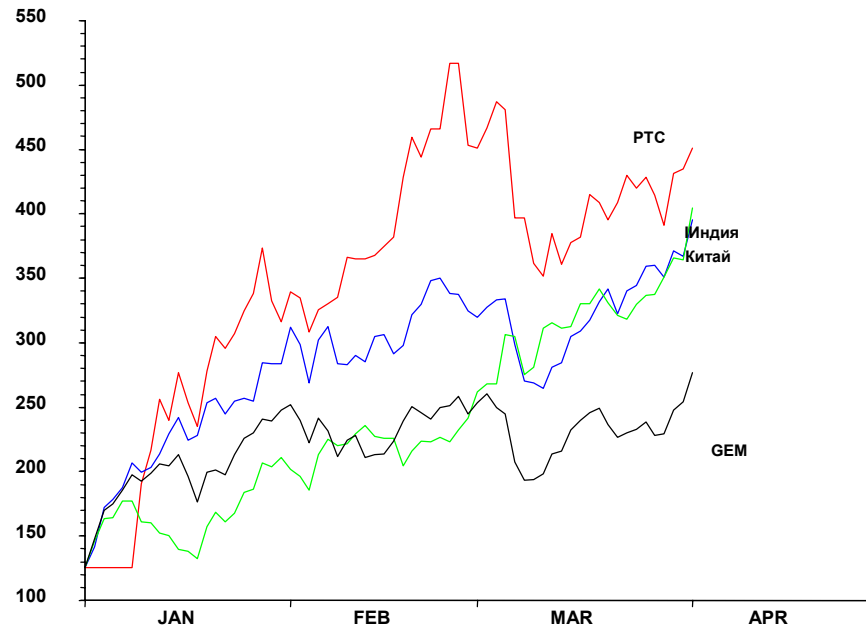
Приток фондовых средств важен для стимулирования промышленного развития

То, как успешно пойдет этот процесс, сильно повлияет на шанс России привлечь к себе основные (или дополнительные) потоки инвестиций в сегмент BRIC. Хотя термин «BRIC» стал популярным совсем недавно, инвесторы уже давно оперировали этим понятием для обозначения крупнейших развивающихся экономик, которые способны не только на циклический, но и на долгосрочный рост. В силу этого больше всего новых инвестиций в конце 1990-х гг. и начале текущего десятилетия привлек Китай. Сегодня энтузиазм в отношении КНР несколько угас (под влиянием таких соображений, как задача сохранения социальной стабильности и преодоления «пост-олимпийского» экономического «похмелья»). Впрочем, эти денежные потоки помогли расширить фондовый рынок и оплатить многочисленные IPO, позволившие Китаю косвенным образом финансировать промышленный рост.

Сегодня денежные потоки в Россию преследуют, главным образом, спекулятивные цели

Сегодня центр внимания фондов, ориентированных на BRIC, оказалась Индия (по тем же причинам, что раньше – Китай). По этой логике, следующая (с точки зрения величины и потенциала) «остановка» – Россия. По всей вероятности, условия для привлечения таких средств появятся в конце 2007 г. или начале 2008 г., когда важные факторы «политической стабильности» и «экономической предсказуемости» можно будет с большей уверенностью экстраполировать на будущее. До сих пор денежные потоки в Россию носили более волатильный характер, и значительная часть их преследовали лишь спекулятивные цели. Иное дело – средства, вкладываемые ради получения выгод от расширения экономики и рынка. Их черед наступит тогда, когда сложатся необходимые условия, а не в связи с текущим рыночным моментом или сиюминутными оценками.

Илл. 17. Индия, Китай – догоняющие экономики



Источник: DATASTREAM

Эффект IPO

Упомянутые 30 IPO повлияют на характер рынка, с точки зрения его структуры собственности и отраслевой структуры.

Государственная доля на фондовом рынке увеличится (как в процентах, так и в долларах)

С точки зрения структуры собственности больше всех выиграет государство, как основной эмитент акций двух (из трех) крупнейших запланированных IPO – Роснефти и ВТБ. Государственная доля на соответствующем расширенном фондовом рынке увеличится с 29,6% до 33,5%. С учетом текущих цен и ожидаемой величины IPO рыночная стоимость государственной доли размещенных акций чуть превысит \$250 млрд, или будет чуть меньше трети объема ВВП.

Илл. 18. Структура акционерной собственности

Владелец	На данный момент*	После IPO*
Государство	29.6%	33.5%
Группа инсайдеров	21.2%	21.9%
Стратегические инвесторы***	20.4%	16.9%
Доля акций в свободном обращении (Free float)	28.8%	27.7%

Источники: DataStream, оценка Альфа-Банка; Примечание: *на основе цен закрытия на 31 марта 2006 г. и исходя из предположения, что в ходе каждого IPO размещается, в среднем, 20% акций компании; ** в группу инсайдеров входят владельцы-менеджеры, сотрудники и другие акционеры, связанные с контролирующими акционерами; ***инвесторы, кроме портфельных (например, принадлежащий Сопосо пакет в ЛУКОЙле и принадлежащий компании E.ON пакет в Газпроме).

Вероятно, больших изменений отраслевой структуры фондового рынка не произойдет

Что до отраслевой структуры, то в силу индивидуального характера ожидаемого IPO Роснефти больших изменений отраслевого влияния на структуру фондового рынка не произойдет. Увеличится удельный вес нефтяного, финансового и потребительского/медийного секторов. Сравнительная малочисленность IPO в отраслях обрабатывающей

промышленности и транспорта означает, что последние останутся недостаточно представленными на фондовом рынке.

Илл. 19. Структура фондового рынка по отраслям

Отрасль	В настоящее время*	После IPO*
Газовая	31.8%	27.6%
Нефтяная	37.4%	41.0%
Электроэнергетика	7.7%	7.5%
Телекомы	7.4%	6.6%
Финансы	5.9%	6.7%
Металлургия	5.4%	4.7%
Потребительские товары и медийный сектор	2.9%	4.4%
Транспорт и обрабатывающая промышленность	1.5%	1.5%

Источники: DataStream, оценка Альфа-Банка; Примечание: *на основе цен закрытия на 31 марта 2006 г. и исходя из предположения, что в ходе каждого IPO размещается, в среднем, 20% акций компании.

Динамика и оценка акций

Илл. 20. Динамика АДР, с начала месяца, на 6 апреля 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	95,9	11,3	33,8	96,4	29,5
ЛУКОЙЛ	Уровень 1	4 в 1	31,0	84,2	9,7	43,8	87,2	26,5
Сибнефть	Уровень 1	5 в 1	4,0	23,9	8,6	27,5	24,6	14,9
Сургутнефтегаз	Уровень 1	50 в 1	19,0	80,6	13,1	50,7	81,6	32,8
Татнефть	Уровень 2	20 в 1	25,0	109,3	6,6	65,5	126,5	31,3
ЮКОС	Уровень 1	4 в 1	20,0	3,9	-46,2	-51,5	9,2	1,5
Энергетика								
Иркутскэнерго	Уровень 1	50 в 1	н/д	30,4	3,9	59,2	30,4	10,8
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	н/д	н/д	н/д	54,9	36,6
Мосэнерго	Уровень 1	100 в 1	20,0	17,0	-8,8	22,3	19,3	7,0
РАО ЕЭС	Уровень 1	100 в 1	22,0	75,3	14,9	80,2	75,3	27,5
Телекоммуникации								
Голден Телеком	Уровень 3	1 в 1	14,0	30,0	2,9	15,2	32,0	25,1
МТС	Уровень 3	20 в 1	22,0	33,8	-9,0	-3,4	42,2	30,5
Система	Уровень 4	50 в 1	5,0	24,3	-3,6	3,4	27,6	15,0
Вымпелком	Уровень 3	1 в 4	40,0	43,3	-1,2	-2,0	51,0	31,7
МГТС	Уровень 1	1 в 1	н/д	19,2	-1,9	6,8	16,1	9,5
Волга Телеком	Уровень 1	2 в 1	8,5	8,4	3,1	4,2	7,8	3,8
Ростелеком	Уровень 2	6 в 1	19,7	20,3	12,4	49,0	22,7	11,7
Юж Телеком	Уровень 1	1 в 2	н/д	7,9	-3,0	16,1	6,9	3,5
Уралсвязьинформ	Уровень 1	200 в 1	н/д	8,5	1,9	13,6	8,2	5,0
Другие сектора								
ГМК НорНикель	Уровень 1	1 в 1	17,0	102,0	18,3	8,5	104,3	53,5
ОМЗ	144A, REG S	1 в 1	16,6	9,9	-2,2	82,7	9,1	2,6
Wimm-Bill-Dann	Уровень 1	2 в 1	25,0	30,4	17,7	26,6	31,1	16,0

Примечание: н/д – нет данных

Источники: Reuters, Bloomberg

Илл. 22. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 6 апреля 2006г.

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E	EV/EBITDA		Справедли-		12M TP	Потенциал	Рекоменда-		
	влия		Макс	Мин	2005П	2006П				2005П	2006П	вая	цена				роста	дация
	MTD	YTD																
Нефть и Газ																		
Мегионнефтегаз	60,00	7	41	60,95	38,50	90	5 968	9,9	н/д	7,1	н/д	52,40	58,16	-3	ДЕРЖАТЬ			
Башнефть	16,70	-3	49	17,60	9,68	143	2 833	9,1	н/д	4,1	4,7	18,50	20,54	23	ПОКУПАТЬ			
РИТЕК	9,95	-2	43	10,60	5,16	426	992	5,1	н/д	3,2	н/д	8,16	9,17	-8	ДЕРЖАТЬ			
Энергетика																		
Башкирэнерго	1,11	12	69	1,18	0,49	100	1 157	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр			
Красноярскэнерго	0,07	13	13	0,05	0,01	27	125	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр			
Кубаньэнерго	0,71	19	19	0,65	0,44	24	292	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр			
Кузбассэнерго	15,00	15	15	15,30	10,30	0	268	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр			
Новосибэнерго	0,99	14	14	0,94	0,62	26	442	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр			
Пермэнерго	23,50	25	25	19,50	13,00	29	318	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр			
Ростовэнерго	6,60	14	14	6,40	4,00	0	196	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр			
Самаразэнерго	0,06	0	0	0,05	0,05	0	156	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр			
Свердловэнерго	0,19	0	0	0,13	0,10	33,410	396	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр			
Челябэнерго	0,55	5	5	0,43	0,40	0	217	н/д	н/д	н/д	н/д	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр			
Телекомы																		
Дальсвязь	3,10	6	27	3,55	0,89	31,441	304	14,2	8,3	6,2	4,6	2,23	2,47	-22	ПРОДАВАТЬ			
Волга Телеком	0,62	4	24	0,69	0,26	43,665	979	нег	39,1	7,1	5,8	0,48	0,54	-13	ПРОДАВАТЬ			
Сев-Зап Телеком	4,30	7	10	4,36	2,47	148,967	1 057	10,1	7,8	4,5	3,8	4,87	5,40	25	ПОКУПАТЬ			
Сибирь Телеком	1,24	5	34	1,28	0,44	77,854	1 092	20,6	16,3	7,3	6,1	0,80	0,88	-29	ПРОДАВАТЬ			
Уралсвязьинформ	0,09	9	28	0,09	0,04	127,673	1 137	11,4	10,0	5,5	4,9	0,08	0,08	-15	ДЕРЖАТЬ			
ЦентрТелеком	0,16	-2	11	0,16	0,07	39,364	461	нег	487,0	7,0	5,9	0,10	0,11	-30	ПРОДАВАТЬ			
ЮжТелеком	0,04	-3	18	0,04	0,03	369,764	1 392	11,1	8,8	5,7	4,9	0,05	0,06	39	ПОКУПАТЬ			
Другие сектора																		
АвтоВАЗ	62,50	-5	69	64,00	22,10	12,111	1 699	9,5	3,7	2,6	1,9	32,60	36,51	-42	ПРОДАВАТЬ			
Челябинский трубный з-д	2,00	45	89	2,11	0,91	230,126	944	34,6	12,3	10,4	8,6	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр			
Выксунский МЗ	1,095	43	128	1,099	877,00	53,800	2 061	15	10,8	7,5	6,2	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр			
НТМК	2,25	13	30	2,25	0,60	104,772	2 947	4,6	6,2	2,6	3,2	2,15	2,41	7	ДЕРЖАТЬ			
Сбербанк	1,505	5	15	1,505	769	1,922,649	28 598	н/д	н/д	н/д	н/д	1,570	1,732	15	ПОКУПАТЬ			
Иркут	1,03	23	40	1,03	0,69	44,475	909	8,9	7,0	7,1	6,6	0,87	0,97	-6	ДЕРЖАТЬ			
Калина	50,35	18	32	51,00	16,50	55,269	491	13,2	10,7	7,6	6,2	43,70	48,29	1	ДЕРЖАТЬ			

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 23. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 6 апреля 2006г.

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV	Диск прив к	Дивид	Дивид	Справедливая	12M TP	Потенциал	Рекоменда-				
	влия		Макс	Мин	обычн	2005П									Доходность	цена	роста	ция
	MTD	YTD																
Нефть и Газ																		
Транснефть прив.	2 240	-11	-5	2 528	1 750				10,77	0,01	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр				
Сургутнефтегаз прив.	1,23	-4	38	1,25	1,04			22	0,0203	0,03	1,01	1,12	-9	ДЕРЖАТЬ				
Татнефть прив.	3,25	-12	51	3,66	2,04			36	0,0335	0,02	1,85	2,02	-37	ПРОДАВАТЬ				
Энергетика																		
РАО ЕЭС прив.	0,6	8	74	0,6	0,22			10	0	2	пересмотр	н/д	н/д	пересмотр				
Телекомы																		
Ростелеком прив.	2,35	5	38	2,36	1,31			24	0,1320	0,07	1,79	2,02	-14	ПРОДАВАТЬ				

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

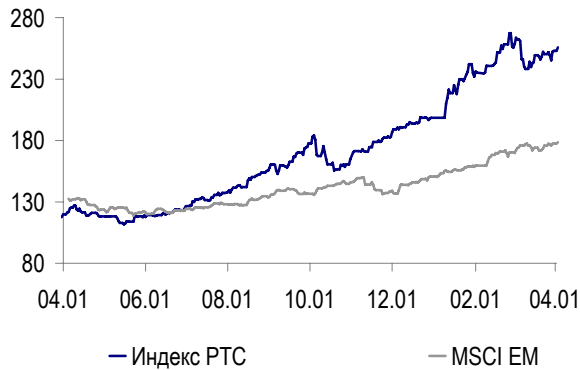
Календарь корпоративных событий
Илл. 24. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания	Событие
1–7 апреля	Вимм-Билль-Данн	Результаты за 2005 финансовый год по US GAAP
8 апреля	Белгородская генерирующая компания	BCA по консолидации в ТГК-4
8 апреля	Липецкая генерирующая компания	BCA по консолидации в ТГК-4
8 апреля	Тамбовская генерирующая компания	BCA по консолидации в ТГК-4
10 апреля	Полтавский ГОК	Предварительная дата закрытия реестра для акций доэмиссии
Апрель	ЛУКОЙЛ	Совет директоров обсудит 2%-ный выкуп
Середина апреля	Газпром	Объявление партнеров по проекту Штокман
Середина апреля	НОВАТЭК	Результаты за полный 2005 г. по МСФО
18 апреля	Пятерочка	Консолидированная финансовая отчетность за 2005 финансовый год по МСФО
24 апреля	Аптечная сеть 36,6	ГСА
26 апреля	Полтавский ГОК	Предварительная дата окончания периода подписки на новые акции (будет выпущено 5,4 млн новых акций)
Апрель	Новойл	ГСА
Апрель	Уфанефтехим	ГСА
Апрель	Уфимский НПЗ	ГСА
Апрель	МГТС	Результаты за 2005 финансовый год по US GAAP
Конец апреля	ЛУКОЙЛ	Объявление о выплате дивидендов за 2005 г.
Конец апреля	Татнефть	Результаты за полный 2004 г. и 1Кв05 по US GAAP
Начало мая	НОВАТЭК	Объявление о выплате дивидендов
Начало мая	Татнефть	Объявление о выплате дивидендов
Май	ЯрославНОС	Заседание Совета директоров
1–10 мая	Открытые инвестиции	Аудированная отчетность за 2005 финансовый год
15 мая	Транснефть	Результаты за 1Кв06 и 4Кв05 по РСБУ
Середина мая	Газпром	Объявление о выплате дивидендов
Середина мая	Сургутнефтегаз	ГСА
Середина мая	Сургутнефтегаз	Объявление о выплате дивидендов
Середина мая	Сибнефть	Объявление о выплате дивидендов
16 мая	Самараэнерго	Государственная регистрация акций новых компаний, отделившихся от АО-энерго
16 мая	Саратовэнерго	Государственная регистрация акций новых компаний, отделившихся от АО-энерго
16 мая	Ульяновскэнерго	Государственная регистрация акций новых компаний, отделившихся от АО-энерго
Конец мая	ЛУКОЙЛ	Результаты за 2005 финансовый год по US GAAP
Конец мая	НОВАТЭК	Результаты за 1Q06 по МСФО
Конец мая	Транснефть	ГСА
Конец мая	Транснефть	Объявление о выплате дивидендов

Источники: Отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Графики

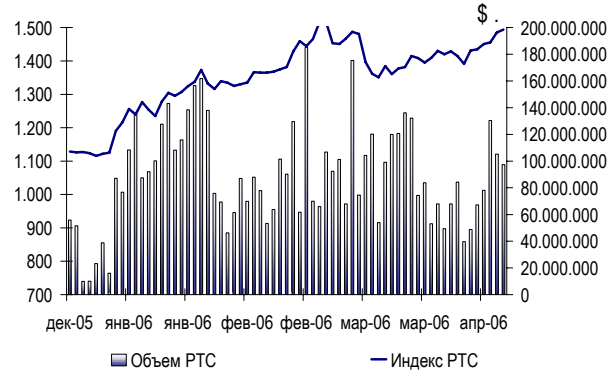
Илл. 25. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2005 года



Источники: РТС, Рейтер

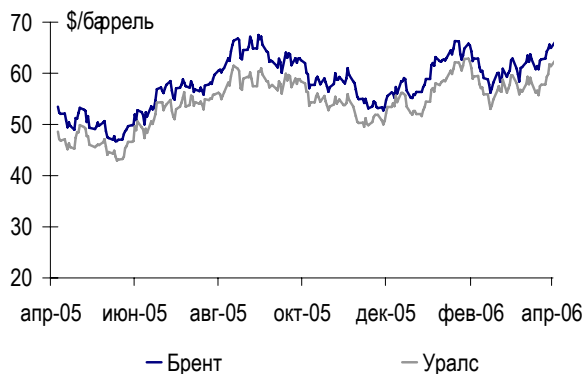
- Индекс РТС (-1,3%) немного отстал от MSCI EM, фактически оставшегося на прежнем уровне (+0,2%)
- Объемы торгов в РТС снизились из-за начавшейся в начале марта коррекции, но к концу месяца начали расти

Илл. 26. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

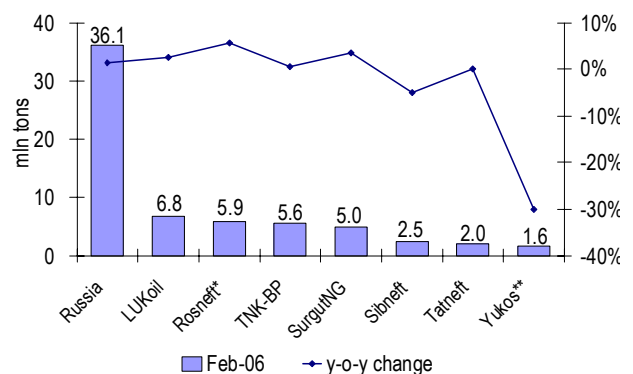
Илл. 27. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

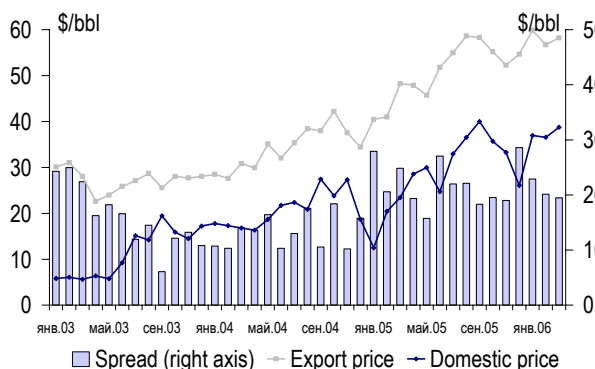
- Темпы роста нефтедобычи снова замедлились до 1,4% год-к-году в феврале по сравнению с 1,7% в январе из-за длительных холодов. В то же время по сравнению с январем темпы добычи несколько ускорились (+0,7%), что является хорошим знаком

Илл. 28. Внутренние и экспортные цены на нефть



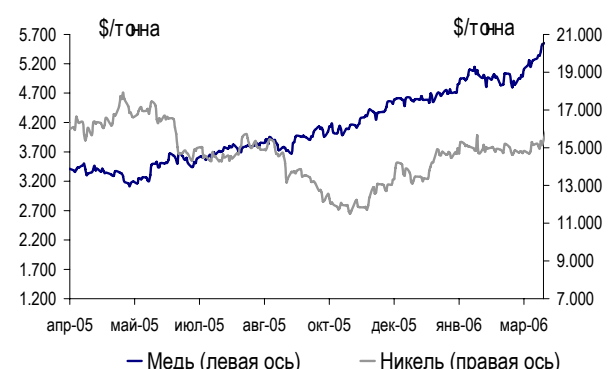
Источник: Министерство энергетики

Илл. 29. Добыча нефти за месяц, млн тонн



Источник: Министерство энергетики

Илл. 30. Цены на медь и никель, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

- После февральской коррекции на 5,3% экспортная цена нефти выросла на 2,7% из-за снижения запасов в США. На внутреннем рынке нефть тоже подорожала – на 6% после февральской коррекции вниз на 1,1%, что привело к сокращению дисконта.

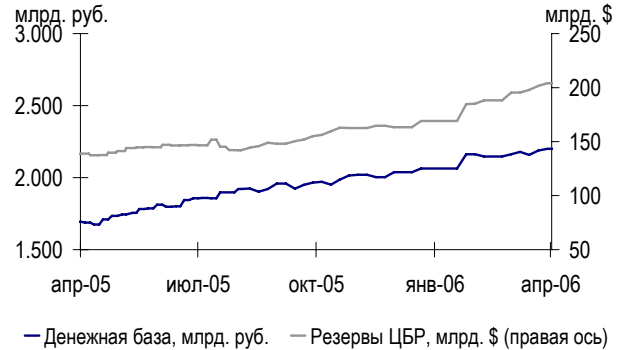
Илл. 31. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев



Источник: ЦБР

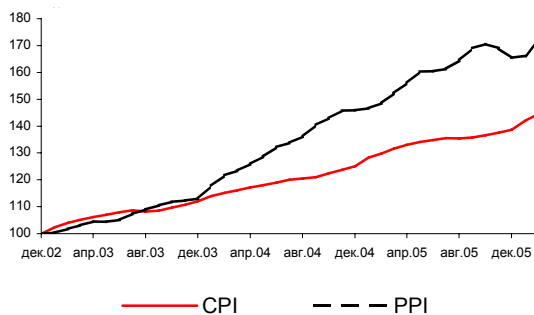
- К середине года обменный курс, по-видимому, вернется на уровень 27,5-28,0/\$: рост учетной ставки приведет к укреплению доллара
- Темпы роста резервов ЦБ не ускорились, несмотря на недавнее погашение части внешнего долга

Илл. 32. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев



Источник: ЦБР

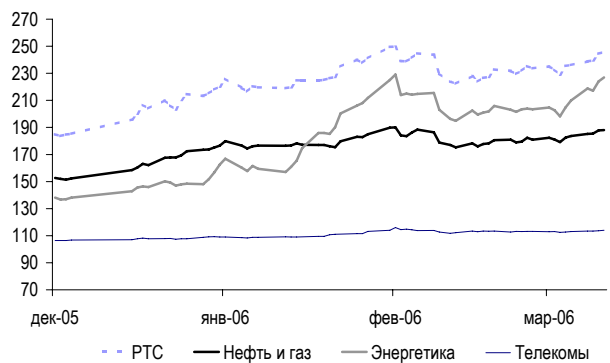
Илл. 33. Динамика ИПЦ



Источник: Росстат

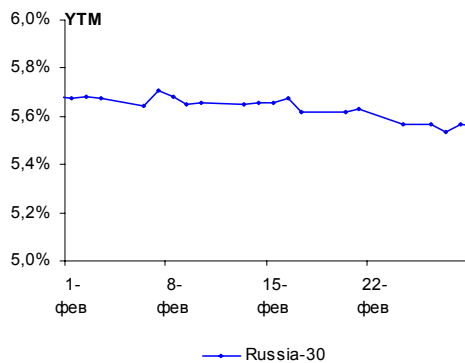
- Темпы роста ИЦП ускорятся после снятия ограничений на цены на бензин, соответственно ускорятся и темпы роста ИПЦ

Илл. 34. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца



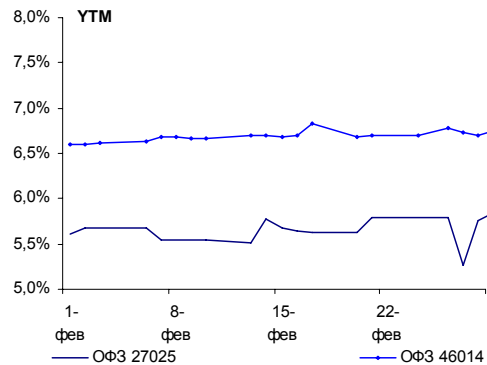
Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 35. Динамика Россия-30, с начала месяца



Источник: Рейтер

Илл. 36. Динамика ОФЗ 27025–46014



Источник: Рейтер

- Волатильность рынка была низкой. Благодаря сильной поддержке со стороны латиноамериканских рынков доходность российских еврооблигаций снизилась, что привело к сокращению спреда в доходности суверенных бумаг с погашением в 2030 г. и казначейских обязательства США до менее чем 100 б.п.

Макроэкономика

Наталья Орлова (7 495) 795-3677

Светлана Ковальская (7 495) 795 3676

Аналитики и участники рынка все больше обеспокоены укреплением рубля. Некоторые ожидают, что к маю (или, по крайней мере, к осени) рубль достигнет уровня R26/\$.

Мы считаем, что это маловероятно, учитывая недавнее повышение ФРС США ключевой процентной ставки и вероятность ее дальнейших повышений. Действия ФРС, на наш взгляд, свидетельствуют об изменении отношения американского правительства к проблеме торгового дефицита: оно предпочло замедление экономического роста удешевлению доллара. Поэтому мы ожидаем обратного, т.е. удорожания доллара, и считаем, что курс рубля к доллару к середине года будет колебаться в пределах R27,5–28,0/\$, что несколько выше ранее предсказанных нами R27–27,5/\$.

Недавние заявления председателя ЦБ России Сергея Игнатьева подтверждают нашу точку зрения: по словам Игнатьева, в ближайшие несколько месяцев ЦБ РФ не допустит роста номинального эффективного курса рубля к бивалютной корзине.

Темп экономического роста снизился; вызывают интерес мартовские показатели

Что касается реальной экономики, последние показатели экономического роста разочаровывают: в первые два месяца 2006 г. рост ВВП составил 4,1% год-к-году. Это означает, что экономический рост в феврале замедлился по отношению к январю, когда уровень роста год-к-году составил 4,6%. Это намного медленнее и по сравнению с февралем 2005 г., когда ВВП вырос на 7,1% год-к-году.

В такой слабой динамике нет ничего удивительного, если учесть разочаровывающие показатели роста инвестиций и промышленного производства. Рост инвестиций составил всего 1,5% в январе и 1,7% в феврале. Поскольку рост инвестиций в 2005 г. составил всего 10,5%, валовое накопление капитала в России все еще недостаточно (19% от ВВП). Что касается промышленного производства, то этот показатель вырос на 2,7% год-к-году в течение первых двух месяцев 2006 г. по сравнению с аналогичным периодом 2005 г. В структурном отношении рост производства в этом году также слабее, чем в 2005 г.: в прошлом году хорошие показатели обрабатывающей промышленности поддерживали общий производственный тренд, тогда как в феврале этого года в данном сегменте наблюдается снижение производства на 0,1% год-к-году.

Мы считаем, что усиление участия госкомпаний в экономике приводит к ее зависимости от государственных заказов, и, следовательно, к ее меньшей предсказуемости. Таким образом, мы ожидаем усиления экономического роста с поступлением госзаказов. Учитывая сказанное выше, будет интересно проследить за показателями экономического роста и промышленного производства в марте. Пока мы не меняем своего прогноза роста ВВП в ФГ2006 на 6,2%.

Что касается инфляции, то Росстат официально объявил о мартовском росте ИПЦ в 0,8% против 1,7% в феврале. Это означает, что с начала года цены выросли на 5,0%, что несколько ниже, чем 5,3% в 1Кв05. Замедление роста инфляции в марте – хорошая новость, хотя она и не является неожиданностью, поскольку увеличение тарифов на коммунальные и транспортные услуги, характерное для этого времени года, уже окончено.

Эти цифры свидетельствуют о том, что рост цен находится под контролем и не превышает прошлогоднего уровня роста ИПЦ. Замедление роста цен должно ослабить напряжение в полемике по поводу предложенного пакета антиинфляционных мер, реализация которого, по мнению некоторых, содержит потенциальную угрозу ликвидности банковского сектора.

Плохая же новость состоит в том, что ИЦП страны вырос в феврале на 3,2% месяц-к-месяцу. Вместе с 0,4%-ным ростом в январе это составляет 3,6%-ный рост за 2М06 против 1,8% за 2М05. Относительно скромное увеличение ИЦП в 2005 г. на 13,4% было достигнуто благодаря контролю цен на бензин, введенному в 4Кв05. Отмена этих ограничений в январе сразу же отрицательно сказалась на статистике ИЦП. Рост ИЦП является основным катализатором, определяющим тренд для ИПЦ: в 2004–2005 гг. ИЦП вырос на 50%, а ИПЦ – на 25%, что подразумевает дальнейший рост потребительских цен вслед за ценами производителей в течение ближайших лет.

Учитывая данное обстоятельство, мы уверены, что текущее задание по инфляции на этот год в 9% слишком оптимистично и сохраняем наш прогноз на ФГ2006 в 11%. Мы ожидаем также, что правительство введет новые ограничения роста цен на бензин во втором полугодии 2006 г.

Новости компаний и отраслей

Нефть и Газ

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

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

Основным мартовским событием для нефтегазового сектора стал визит президента России В.В. Путина в КНР. Россия стремится стать главным поставщиком энергоносителей на крупнейший в Азии рынок, а китайские компании ищут прямого доступа к разработке российских запасов углеводородного сырья. В ходе визита был подписан ряд важных соглашений, включая протокол о поставках Газпромом природного газа в КНР. Компания планирует начать первые поставки российского газа в Китай через 5 лет. Объем поставок российского газа на китайский рынок составят 80 млрд куб м. На первой стадии проекта Газпром поставит в Китай 30-40 млрд куб м газа из месторождений Западной Сибири по трубопроводу стоимостью \$10 млрд, который протянется вдоль российско-китайской границы и соединится с китайским газопроводом «Восток-Запад». На второй стадии будет построен газопровод, который будет доставлять газ в Китай из Восточной Сибири. Одним из источников экспорта на этой стадии проекта будет добыча газа компанией ТНК-ВР на месторождении Ковыкта. Детали будут окончательно согласованы в конце года. Как показывают предварительные расчеты, для Газпрома проект будет прибыльным даже в том случае, если дополнительные объемы газа не будут добыты самой компанией, а будут приобретены у независимых российских поставщиков. Возрастающее присутствие на мировом рынке позволит Газпрому в ближайшие годы использовать сделки по обмену газом для удовлетворения спроса как на европейском, так и на азиатском рынках.

В марте средняя цена нефти Brent достигла \$62,11/баррель,...

...а внутренняя цена на нефть выросла на 5,4% (до \$39/баррель)

Тем временем основные нефтяные индексы продолжали расти. Цена марки Brent выросла на 3,6% до \$62,11/баррель, цена Urals - на 1,8% до \$57,91/баррель. Дифференциал Urals/Brent расширился до \$3,96/баррель, что соответствует восходящему тренду нефтяных цен.

Внутренний рынок нефти остается напряженным. Из-за зимних холодов вырос спрос на нефтепродукты, а в результате увеличился и внутренний спрос на нефть. Западносибирская цена спот (включая НДС) выросла на 5,4% месяц-к-месяцу - с 7650 руб/т (\$37,0/баррель) до 8000 руб/т (\$39,1/баррель).

В марте темп роста нефтедобычи в России незначительно вырос (после падения в январе на 1,7% месяц-к-месяцу). Добыча нефти увеличилась на 0,7% месяц-к-месяцу (на 1,9% год-к-году) до 9,46 млн баррелей/сутки.

Главный вклад в этот рост внесли Роснефть (с Юганскнефтегазом), чья добыча увеличилась на 5,8%, Сургутнефтегаз (+3,9%) и ЛУКОЙЛ (+2,7%). Юкос и Сибнефть продолжили снижение добычи, которая у них упала на 29,9% и 4,7%, соответственно. Впрочем, их положение улучшается. Юкос

сумел показать выправление тренда (у него падение добычи составило 32,1% в декабре 2005 г. и 30,7% в январе 2006 г.). Сибнефть также продемонстрировала рост эффективности, поскольку добыча у нее восстанавливается, по сравнению с падением на 8,5% в январе 2006 г.

МЭРТ и Министерство финансов предложили внести ряд значительных изменений в проект закона о дифференциации ЕНДПИ (единого налога на добычу полезных ископаемых). Временное освобождение от налогов по разработке новых нефтяных проектов может быть продлено на 10-15 лет, или до момента, когда степень истощения месторождения превысит 20%. По лицензиям на исследования возможна десятилетняя налоговая льгота, а по лицензиям на разработку и добычу компаниям может быть предоставлено освобождение от налогов сроком на двадцать лет.

**...что позволит НК
сохранить, в среднем,
8,5% от годового ЕНД**

Также сообщалось, что правительство поддерживает сокращение ЕНД для месторождений, истощенных более чем на 80%, несмотря на потерю доходов бюджета в размере 50-70 млрд рублей (\$1,7-2,4 млрд) в год. Введение поправочного коэффициента могло бы потенциально привести к значительному снижению налоговой нагрузки на нефтяные компании. По нашим оценкам, это позволит компаниям сохранить примерно 8,5% от средних годовых сумм выплаты ЕНД. Мы считаем, что большая часть сэкономленных денежных средств будет реинвестирована российскими нефтяными компаниями в исследования и воспроизводство сырьевой базы, что благоприятно скажется на будущем росте нефтедобычи.

**Проект закона о новом
режиме ЕНД будет готов в
начале апреля 2006 г. и
вступит в силу не позже
2007 г.**

В начале апреля Проект закона о дифференциации ЕНДПИ может быть внесен в правительство - и должен вступить в силу к 1 января 2007 г. Министр экономического развития и торговли Герман Греф подчеркнул, что ввести дифференциацию ЕНДПР, самое позднее, в 2007 г. – задача «жизненно важная».

**Объем переработки
в России вырос на
4,8% (до 4,31 млн
баррелей в сутки)...**

Сейчас ЕНДПР на газ установлен как фиксированная рублевая ставка в 135 руб/тыс куб м (\$4,8/ тыс куб м), в отличие от налога на нефть, который прямо привязан к цене на нефть Urals.

В феврале 2006 г. российский сектор нефтепереработки продолжал демонстрировать высокие темпы роста, несмотря на снижение за тот же период темпов роста добычи сырья. По предварительным данным отраслевой статистики, объем переработки в России вырос на 4,8% год-к-году до 16,5 млн т (120,9 млн баррелей). Из-за фактора сезонности это ниже, чем 18,2 млн т (133,4 млн баррелей) в январе 2006 г. (что также было на 4,8% выше прошлогоднего уровня).

Объем переработки у ЛУКойла вырос на 16,7% год-к-году (до 0,75 млн баррелей в сутки), так как компания продолжает извлекать выгоду из своевременной модернизации своих НПЗ. В результате ее доля в общем объеме российской нефтепереработки составила 16,9%, что стало увеличением, по сравнению с 15,2% в прошлом году. Сургутнефтегаз продемонстрировал рост годового объема переработки в 6%, до 0,34 млн баррелей в сутки в феврале 2006 г. (против 0,32 млн баррелей в сутки в феврале 2005 г.).

После выхода ТНК-ВР из нефтеперерабатывающих активов ее доля в суммарном объеме переработки сократилась с 9,7% в феврале 2005 г. до 8,8% в феврале 2006 г. Продажа ею Орского НПЗ новому владельцу – компании Русснефть – привела к дальнейшему снижению доли ТНК-ВР в объеме переработки на 5,1% (до 0,39 млн баррелей в сутки). С другой стороны, Русснефть перерабатывает сегодня 0,09 млн баррелей в сутки, так что ее доля в объеме российской переработки выросла до 2%.

В Башкортостане объемы переработки были переданы с Уфанефтехима (снижение на 11% до 0,1 млн баррелей в сутки) на Новойл (рост на 32,7% до 0,11 млн баррелей в сутки). Мы объясняем эту тенденцию тем, что на Башкирских НПЗ, работающих по одному и тому же производственному циклу, идет поиск наиболее эффективного использования мощностей. Мы также отметили, что объемы переработки на Московском НПЗ (MNPZ) упали на 35,8% год-к-году (до 0,13 млн баррелей в сутки), так как не смогли восстановиться после существенного сокращения в 4Кв.05, вызванного спором акционеров.

В 2006 г. Газпром надеется получить \$33 млрд экспортной выручки; за 5 лет его капитализация составит \$300 млрд

...в мае 2006 г. Газпром получит ряд выгод в связи с его включением в индекс MSCI

Газпром представил предварительные оценки своих объемов экспорта и выручки в 2006 г. Российский газовый гигант надеется получить \$33 млрд экспортной выручки при консервативном прогнозе сохранения прежних объемов (151 млрд куб м). Цена газа по экспортным контактам на 2006 г. уже установлена, так как она ретроспективна и основана на исторических 9-месячных ценах корзины нефтепродуктов. Средняя цена экспорта на 2006 г. оценивается в \$218,5/тыс куб м (что является рекордом для компании). Объявленная экспортная выручка представляет собой цифры предварительной и консервативной оценки и обычно пересматривается в течение года в сторону повышения. Мы ожидаем, что в 2006 г. компания достигнет валовой экспортной выручки в \$39 млрд.

Руководство компании полагает, что в последующие 5 лет капитализация Газпрома превысит \$300 млрд (его текущая рыночная капитализация составляет около \$190 млрд). На наш взгляд, эта цель кажется вполне достижимой, учитывая перспективы роста объемов добычи и выручки Газпрома. Мы ожидаем также роста капитализации Газпрома в связи с его включением в индекс MSCI (Morgan Stanley Capital International Index), которое может произойти уже в мае 2006 г. Удельный вес компании в индексе MSCI Russia может вырасти с нынешних 6% до 45%.

Совет директоров Газпрома решил продолжать реорганизацию дочерних компаний. Его 17 «дочек», которые составляют 80% активов компании, будут разделены по сферам бизнеса - на добывающие, транспортные, газоперерабатывающие компании и компании, специализирующиеся на хранении и ремонте. Добывающая деятельность останется в ведении существующих компаний, а прочие активы будут преобразованы в шесть самостоятельных юридических лиц. Новые компании будут полностью принадлежать Газпрому и контролироваться им. Реорганизация позволит вести отдельный учет расходов по операциям Газпрома, что повысит прозрачность ценообразования в отдельных сферах: добычи, обработки, транспортировки, хранения и ремонта. Мы считаем, что предполагаемые изменения могут в будущем повысить прозрачность и контроль издержек. Кроме того, Газпром объявил, что будет и далее настаивать на 22%-ном повышении внутренних тарифов на газ в 2007 и 2008 гг. По оценкам компании, ее убытки по операциям на внутреннем рынке составят 9 млрд руб (\$320 млн) в 2006 г. и 11 млрд руб (\$390 млн) в 2007 г. Вопрос о тарифах на 2007 г. правительство будет рассматривать в июне, а сейчас предполагает повысить тарифы на газ на 7%. Мы полагаем, что Газпром, вероятно, сможет добиться более значительного повышения тарифов (возможно, на 12-15%).

Сургутнефтегаз объявил предварительные цифры чистой прибыли за 2005 г. (РСБУ). По заявлению главы компании Владимира Богданова, чистая прибыль Сургутнефтегаза достигнет 110 млрд руб (\$3,89 млрд), а дивидендные выплаты могут быть, как минимум, на 15% больше, чем в 2004 г.

ЛУКОЙЛ проявляет активность в сфере покупки профильных и выхода из непрофильных активов ...

Компания предложила выкупить оставшиеся 40% акций Chaparral Resources по хорошей цене ...

Предварительные цифры чистой прибыли Сургутнефтегаза за 2005 г. (РСБУ) в размере 110 млрд руб (\$3,89 млрд) превышают наши расчеты - 102 млрд руб (\$3,6 млрд), сделанные нами при исчисления дивидендных выплат за 2005 г. на обыкновенные и привилегированные акции. Наш прогноз чистой прибыли за 2005 г. по US GAAP составляет \$4,2 млрд и основан на нашей оценке консолидированных счетов Сургутнефтегаза. Исходя из объявленных предварительных цифр чистой прибыли в 2005 г. (по РСБУ), мы оцениваем размер возможных дивидендов в 1,01 руб на привилегированную акцию и 0,63 руб на обыкновенную акцию (\$0,0358 и \$0,0223, соответственно).

В марте новости от ЛУКОЙЛ касались, по большей части, корпоративной стратегии: покупка профильных активов и выход из непрофильных видов бизнеса. С одной стороны, компания объявила (i) о намерении выкупить оставшиеся 40% акций Chaparral Resources, казахстанской добывающей компании; (ii) о вновь появившейся заинтересованности в литовском НПЗ «Mazeikiu Nafta» и (iii) о желании приобрести Oilinvest B.V. (сбытовая и нефтеперерабатывающая компания в Нидерландах). С другой стороны, ЛУКОЙЛ объявила о стремлении выйти из непрофильного вида бизнеса – танкерного флота (10 нефтеналивных судов ледокольного класса). Все это сулит хорошие перспективы, в плане стратегии развития компании, и обещает определенные выгоды.

13 марта ЛУКОЙЛ окончательно договорился с Chaparral Resources о выкупе у нее 40% акций, недостающих до 100%-ного контроля. ЛУКОЙЛ предложил за 40%-ный пакет акций \$88,6 млн. Завершение сделки запланировано на май, после того, как ее утвердит собрание акционеров Chaparral.

Мы полагаем, что акции Chaparral Resources сравнительно недорого обойдутся ЛУКОЙЛУ, и считаем сделку для него в целом положительной. Chaparral - небольшая нефтедобывающая компания (0,5% от совокупной лукойловской добычи углеводородного сырья и 0,2% - от его запасов).

Илл. 37. Оценка Chaparral Лукойлом

Оценка Chaparral:

Добыча нефти, 2005 г., млн баррелей	3.68
Доказанные запасы, 2005 г., млн баррелей	30.4
Цена выкупа 37%-ного пакета, млн \$	88.6
Цена за 100% акций Chaparral, млн \$	240.0
Текущая рын. капитализация, млн \$	203.0
EV/Добыча по цене выкупа, \$/баррель	65.2
EV/Запасы по цене выкупа, \$/баррель	7.9

Оценка самого Лукойла:

EV/Добыча, \$/баррель	90.9
EV/Запасы, \$/баррель	3.2

Оценка Nelson Resources по сделке выкупа Лукойлом:

EV/Добыча, \$/баррель	180.1
EV/Запасы, \$/баррель	12.3

Источники: данные компании, исследование Альфа-Банка

... но ситуация усложнилась из-за исков миноритарных акционеров Chararral

После объявления сделки ЛУКОЙЛ столкнулась с рядом исков, поданных в Комиссию по ценным бумагам и биржам (США) от имени миноритарных акционеров Chararral, утверждавших, что предложенная ЛУКОЙЛОМ цена была «несправедливая и не отражала реальную стоимость компании, ее рост и будущую стоимость». При этом цена, предложенная ЛУКОЙЛОМ (\$5,8 за акцию) отражала 14%-ную премию к средней 6-месячной цене акций Chararral (\$5,1 за акцию). В поданных исках требовалось вынести решение по вопросу о сделке в пользу миноритариев Chararral. Истцы заявляют, что не могли повлиять на сделку, так как она была утверждена в отсутствие гласности особым комитетом Совета директоров компании Chararral. По уставу Chararral, такая сделка подлежит утверждению не менее, чем половиной (50%) акционеров казахстанской компании (на ее чрезвычайном собрании акционеров – EGM – запланированном на май). Учитывая, что ЛУКОЙЛ уже владеет 60% акций Chararral (после покупки Nelson Resources в декабре 2005 г.), миноритарии Chararral не смогут заблокировать сделку. В ответ на эти иски ЛУКОЙЛ и Chararral заявили, что намерены защищаться в суде, так как не считают обвинения истцов обоснованными. Мы полагаем, что сделка будет, вероятно, одобрена на собрании акционеров Chararral в мае, и ЛУКОЙЛ сможет консолидировать активы.

ЛУКОЙЛ заинтересован в покупке Tamoil, перерабатывающей компании с активами в Западной Европе ...

ЛУКОЙЛ дала понять, что заинтересована в покупке не менее 60% акций Tamoil, ливийской компании, которая владеет тремя НПЗ номинальной мощностью в 11 млн т (221 млн баррелей в сутки) в Италии, Швейцарии и Германии, а также имеет почти 3000 АЗС в этих странах и в Испании, Нидерландах и по всей Африке. Tamoil – это нефтеперерабатывающее дочернее предприятие голландской Oilinvest B.V. По сообщениям СМИ, покупка может обойтись ЛУКОЙЛУ примерно в \$2,5 млрд.

... что соответствует стратегии ЛУКОЙЛА на экспансию в европейскую нефтепереработку

Покупка компании Tamoil соответствует стратегии ЛУКОЙЛА на экспансию в нефтеперерабатывающую отрасль Европы. При том мы не исключаем, что окончательная цена, запрашиваемая за актив, может существенно превысить указанные \$2,5 млрд (из-за острой конкуренции за Tamoil). Сообщалось, что интерес к покупке Tamoil выразили ряд европейских и азиатских нефтяных компаний, а также частные инвестиционные фонды.

ЛУКОЙЛ продолжает демонстрировать высокий коэффициент замещения запасов

Наконец, ЛУКОЙЛ объявила о возобновлении переговоров с турецкой судоходной компанией Palmali о продаже своих танкеров ледокольного класса. Ожидается, что сделка по продаже 10 арктических танкеров ЛУКОЙЛ с общим дедвейтом 14000-20000 тонн будет заключена уже в апреле. По сообщениям Palmali, стороны уже обсуждают цену сделки. Разумеется, мы одобряем сделку (при условии назначения справедливой цены), так как она позволит компании сосредоточиться на профильных видах бизнеса. В марте 2004 г. ЛУКОЙЛ продала пять своих танкеров класса «река-море» с 15%-ной премией к их исходной стоимости.

На «десерт» ЛУКОЙЛ объявила впечатляющий коэффициент замещения выбывающих запасов в 2005 г. (101,3%). Ее запасы (по классификации SPE), проверенные американскими аудиторами Miller & Lents (по данным на 1 января 2006 г.), увеличились до 20331 млн бнэ (по сравнению с 20072 млн бнэ годом раньше). Это означает рост на 1,3% год-к-году. Компания добавила к своим запасам сырья объем, на 37% превысивший ее объем нефтедобычи за 2005 г.

Объявленные цифры выгодно характеризуют ЛУКОЙЛ, чей коэффициент замещения запасов вот уже шестой год подряд превышает 100%. Это подтверждает ведущие позиции компании в российской нефтяной отрасли. Мы считаем эту новость в целом позитивной для ЛУКОЙЛ. Руководство компании уже высказалось в том же духе на встрече с инвесторами в Лондоне (в ходе презентации в январе). Финансовое положение ЛУКОЙЛА определенно улучшится, если компания сумеет в

ближайшее время переквалифицировать крупные дополнительные запасы, объявленные в январе, как «достоверные».

Илл. 38. ЛУКОЙЛ: запасы нефти и газа (по классификации SPE)

	Нефть (млн баррелей)		Газ (млрд куб)		Нефть и газ (млн бнэ)	
	01-января-05	01-января-06	01-января-05	01-января-06	01-января-05	01-января-06
Разведанные запасы	15 972	16 115	24 598	25 298	20 072	20 331
Вероятные запасы	7 424	8 869	15 537	20 587	10 014	12 300
Возможные запасы	3 269	4 336	5 103	10 240	4 119	6 043

Источник: данные компании

В марте новостей у компании Новатек было не слишком много. 30 марта компания опубликовала отчет за 2005 г. (РСБУ). Ее чистая прибыль выросла почти в 3 раза до 15,2 млрд руб (\$536 млн). Основной причиной роста прибыли стала консолидация активов, осуществленная в декабре 2004 г. В результате консолидации Новатек увеличил до 100% долю в капитале дочерних предприятий – Таркосаленнефтегаз и Канчейнефтегаз. Соответственно, у Новатека вырос объем добычи. Росту финансовых показателей способствовала также благоприятная ценовая конъюнктура на рынке нефти и газа в 2005 г.

Мы ожидаем, что в 2005 г. дивиденд составит \$26,5, или 0,7% текущей цены акции; отмечаем, что инвестиции в Новатек делаются с расчетом на рост бизнеса

Объявленный компанией показатель чистой прибыли по РСБУ вполне соответствует нашему прогнозу по МСФО (\$483 млн). В 4кв05 чистая прибыль по РСБУ составила \$107 млн (наш прогноз по МСФО: \$103 млн). Отличительная особенность Новатека - в том, что его показатели чистой прибыли по РСБУ и МСФО не сильно отличаются друг от друга. Мы, соответственно, не меняем наш прогноз по МСФО и полагаем, что данная новость нейтральна для динамики котировок акций компании.

Исходя из размера чистой прибыли по РСБУ за весь 2005 г., показанного компанией, а также ее доли, направляемой на дивиденды по акциям (15%), мы предполагаем, что Новатек выплатит в виде дивидендов в общей сложности \$80 млн (с учетом промежуточных дивидендов по итогам 9М05). Т.о., дивиденд на акцию составит \$26,5, или 0,7% текущей биржевой цены акции. Следует отметить, что Новатек – это компания, инвестиции в которую делаются с расчетом не столько на дивиденды, сколько на рост бизнеса. Мы сохраняем по акциям Новатека рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

Запасы нефти у ТНК-ВР выросли ...

1 марта ТНК-ВР объявила об итогах проведенного в 2005 г. аудита ее запасов (аудиторы: DeGoyler and MacNaughton). Совокупные запасы ТНК-ВР выросли с 8,02 до 8,23 млрд баррелей (+2,62%) по методике SEC и с 9,08 до 9,23 млрд баррелей (+1,65%) по критериям SPE. Результаты аудита скорректированы с учетом ее выхода из активов, но не включают 50%-ную долю компании в запасах Славнефти. Согласно пресс-релизу компании, в 2005 г. добыча нефти выросла на 6,4% до 77 млн т (1,58 млн баррелей в сутки). Это предполагает коэффициент замещения запасов в 137% по стандартам SEC - и 125% по нормам SPE.

Стоит отметить еще одну новость от ТНК-ВР, касающуюся предложения, сделанного компанией Газпрому относительно принятия на себя роли лидера в разработке гигантского газового месторождения Ковыкта в Иркутской обл. Исполнительный директор ТНК-ВР по газовым проектам Виктор Вексельберг предложил Газпрому 51%-ную долю в этом проекте.

Вексельберг сказал, что Газпром может приобрести контрольный пакет в Ковыкте путем прямой покупки или же обмена активов. Он не захотел озвучить цену пакета, однако отверг возможность обмена 50%-ной доли Сибнефти (- компании, принадлежащей Газпрому) в Славнефти на актив Ковыкты (из-за того, что цена последнего гораздо ниже).

Холдинг ТНК-ВР, хотя и торгуется на РТС, не включает в себя активы «Русия Петролеум», так что эта информация не окажет существенного влияния на динамику его акций. Однако обмен активов может напрямую повлиять на торгуемую компанию. Пока что мы воздерживаемся от прогнозов в отношении исхода этих событий.

... Татнефть хотела бы получить из Инвестиционного Фонда \$700 млн...

В марте несколько прояснились потребности Татнефти в средствах из Российского государственного инвестиционного фонда. Татнефть хотела бы получить из Фонда \$500-700 млн на строительство нефтехимического и перерабатывающего комплекса в Нижнекамске. Эти \$700 млн (из всей стоимости завода в \$3,2 млрд) пойдут на финансирование объектов инфраструктуры. Татнефть еще раз подтвердила, что остальные \$2,5-2,7 млрд она будет инвестировать из собственных средств или из сторонних источников.

24 марта Татнефть опубликовала на своем официальном веб-сайте пресс-релиз, в котором сообщается, что объявленные ранее оценки ее запасов нефти и газа по SPE за 2004 г. пересмотрены и снижены на 2,71% (с 6,17 до 6,01 млрд бнэ), т.е. почти на объем годовой добычи. Консалтинговая компания Miller and Lents (M&L), проводившая оценку запасов Татнефти, сообщает в своем отчете, что все изменения были произведены из-за пересчета долей Татнефти в Степноозерском и Ельгинском месторождениях, которые сократились с 49% до 3%. Кроме того, пересмотренный отчет Miller and Lents указывает на то, что прогноз будущей чистой прибыли Татнефти снизится с \$17,28 млрд до \$11,83 млрд (или на 32%). Снижение прогноза по будущей чистой прибыли учитывает снижение использованного в расчетах M&L среднего значения цены на нефть (с \$21,53 до \$17,47). Если сравнить новый отчет M&L с предыдущим, то можно заметить, что валовые цены на нефть в обоих отчетах близки. Однако затраты на транспортировку нефти и экспортные тарифы, использованные в последнем отчете, гораздо более жестки, что привело к резкому падению средних значений чистых цен на нефть.

Сокращение оценки запасов нефти и газа компании на 2,71% мы считаем незначительным. Остается догадываться, зачем Татнефти понадобилось пересматривать ранее объявленные цифры и применять разные оценки затрат для расчета будущей чистой прибыли.

... объявленные ранее оценки ее запасов нефти и газа за 2004 г. снижены; Татнефть из-за этого откладывает выпуск финансовых итогов за 2004 г.

В том же пресс-релизе Татнефть заявила, что откладывает публикацию финансовых результатов за 2004 г. по US GAAP до 1 июня этого года. По сообщению Татнефти, задержка вызвана применением новых норм подготовки финансовых показателей за 2004 г. Задержка публикации финансовых результатов за 2004 г. грозит привести к делистингу ADR компании на NYSE. До 14 апреля 2006 г. NYSE должна определиться с тем, разрешить ли дальнейший листинг Татнефти. К этой дате Татнефть намерена подать заявление на NYSE с просьбой разрешить продление листинга до 15 июля.

На фоне всех слухов (которые весьма похожи на правду) о возможной покупке Газпромом башкирских энергетических активов, АФК Система и Башкирский Капитал приступили, наконец, к консолидации башкирского ТЭКа. Прежние медленные темпы реструктуризации объяснялись тем, что Башкирский Капитал должен был завершить ряд предварительных сделок. Однако на данный момент процессу реорганизации уже ничто не мешает. Президент АФК «Система» Владимир Евтушенков заявил, что

полная консолидация башкирских компаний и создание холдинга с единой акцией могут окончательно завершиться к началу 3Кв06. Говоря о будущей дивидендной политике башкирского холдинга, Евтушенков высказал пожелание, чтобы у нового холдинга она была аналогичной той, которую проводят компании, входящие в структуру АФК «Система».

На сегодня мы отмечаем у соответствующих компаний заметный рост уровня корпоративного управления (в отношении дивидендных выплат)

Поскольку мы знаем, что «дыма без огня не бывает», нам не кажется простым совпадением тот факт, что Советы директоров тех компаний, которые должны войти в новый башкирский холдинг, рекомендовали их акционерам на ближайших АГМ одобрить многократное увеличение сумм дивидендных выплат за 2005 г., по сравнению с 2004 г.

Газпром
Илл. 39. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	33 904	56 389	63 643	62 489
EBITDA, млн. \$	13 124	24 326	26 905	23 824
Чистая прибыль, млн. \$	7 139	13 540	15 557	13 300
P/E	27,9	14,7	12,8	15,0
EV/EBITDA	16,9	9,1	8,2	9,3
Капитализация, млн. \$	205 721			
EV, млн. \$	221 489			
Добыча, млрд. куб. см	3 464			
Запасы, млрд. куб. м	105 816			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: данные компании, оценки Альфа-Банка

Илл. 40. 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. 41. Основные события

Март 1	<p>Газпром будет включен в индекс ММВБ 14 марта 2006 г Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) включит Газпром в индекс ММВБ на 15% на март 2006 года, по сообщениям в прессе. Это сообщение следует за подобным объявлением Российской торговой системы (РТС), которая добавит Газпром в свой индекс 15 марта 2006 г. Ожидается, что в результате либерализации рынка ценных бумаг Газпром также будет включен в индекс Morgan Stanley Capital International (MSCI) уже в мае 2006 года.</p>
Март 7	<p>Газпром: повышены расчетная цена внутренней акции и АДР С учетом хороших финансовых показателей за 9M05 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>
Март 14	<p>Газпром ожидает \$33 млрд в 2006 г. экспортной выручки, к 15 апреля будут объявлены участники разработки месторождения Штокмана Заместитель генерального директора Газпрома Александр Медведев представил некоторые предварительные оценки объемов экспорта и реализации компании в 2006 г. Медведев считает, что Газпром получит \$33 млрд экспортной выручки при прежних объемах в 151 млрд куб м. Медведев также заметил, что дополнительные продажи российского газа на Украину будут производиться по тарифу \$230/млн куб м, о чем стороны договорились ранее в этом году. Мы считаем, что объявленная экспортная выручка представляет неконсолидированные цифры и может быть пересмотрена на основе фактического спроса и потребления в течение года. Мы ожидаем, что компания достигнет \$39 млрд валовой экспортной выручки в 2006 г. Медведев сообщил также, что капитализация Газпрома превысит \$300 млрд в последующие пять лет, согласно консервативным оценкам. Текущая рыночная капитализация Газпрома составляет около \$190 млрд, что основано на ценах за местные акции. Чтобы достигнуть расчетной капитализации, цены акций компании должны будут расти на 9,5% ежегодно в течение следующих пяти лет, что будет возможно, учитывая значительные ресурсы компании в отношении органического роста и приобретений. Генеральный директор Газпрома заявил, что газовая монополия объявит участников консорциума для разработки месторождения Штокмана не позже 15 апреля. Краткий список кандидатов включает норвежские Norsk Hydro и Statoil, а также французскую Total и американские Chevron и ConocoPhillips. Первую стадию разработки 3,5 тыс куб м месторождения в Баренцевом море ожидается завершить к 2010 г. По прогнозам, ее стоимость составит \$20 млрд. Газпрому будет принадлежать 51% акций в проекте, а два или три иностранных партнера будут владеть оставшимися 49%. Окончательные условия сделки дадут очень хорошее представление о том, какие средства зарубежные гранды вкладывают в российские запасы газа. Сделка также послужит хорошим ориентиром для оценки будущих сделок Газпрома с обменом активов.</p>
Март 15	<p>Газпром, по-видимому, кандидат номер один на приобретение активов башкирского ТЭКа Делегация Газпрома сегодня направляется в Башкирию на встречу с президентом Башкортостана Муртазой Рахимовым и обсуждения двустороннего сотрудничества, сообщает Интерфакс. Кроме того, автор вчерашней статьи в Businessweek Russia предполагает, что в конечном счете покупателем предприятий башкирского ТЭКа станет Газпром. Мы полагаем, что поездка в Башкортостан может быть связана не только с обсуждением возможности активизации сбыта природного газа в регионе, но и с приобретением башкирских НПЗ, а также Башнефти. Мы считаем Газпром наиболее вероятным кандидатом на приобретение активов башкирского ТЭКа.</p>
Март 22	<p>Газпром планирует поставку 60-80 млрд куб м российского природного газа в Китай</p>

Газпром может начать поставки природного газа в Китай уже в 2011 г., согласно комментариям председателя правления Газпрома Алексея Миллера, опубликованным в прессе. Российская газовая монополия подписала протокол о поставках природного газа в Китай. Протокол содержит конкретные детали, как, например, расписания, объемы, формулу ценообразования, а также маршруты транспортировки. По сообщениям в прессе, руководство Газпрома заявило, что превыше поставки российского газа в Китай могут осуществиться через пять лет. На первой стадии проекта Газпром поставит в Китай 30-40 млрд куб м газа из месторождений Западной Сибири по трубопроводу стоимостью в \$10 млрд, предварительно названного Алтай. На второй стадии будет построен восточный газовый трубопровод пропускной способностью в 30-40 млрд куб м, который будет доставлять газ в Китай из Восточной Сибири. Добыча природного газа ТНК-ВР на месторождении Ковыкта станет главным источником экспорта на этой стадии проекта. Недавно ТНК-ВР предложил 51%-ный пакет Ковыкты Газпрому, который обеспечит транспортные активы и сбыт.

Март 27

В ближайшие 2 года Газпрому предстоит административная реорганизация

Совет директоров Газпрома рассмотрит план реорганизации компании, рассчитанной на перспективу следующих двух лет, сообщает Ведомости. В реорганизации планируется задействовать 17 дочерних предприятий Газпрома, на которые приходится более 80% активов компании. Добывающие подразделения реорганизация не затронет, а газотранспортный и газоперерабатывающий бизнес, а также газохранилища, обслуживание и ремонт будут в конечном счете выделены в 6 самостоятельных структур. Расходы по реорганизации составят 597 млн руб (\$21 млн), а административные расходы на содержание персонала новых структур могут увеличиться на \$100 млн в год. План реорганизации Газпрома – реакция правительства на требование Евросоюза повысить прозрачность и ответственность российской монополии. Кроме того, она позволит точнее оценить издержки каждого из видов деятельности Газпрома, что, в свою очередь, обеспечит прозрачность процесса установления размера тарифа по добыче, переработке, транспортировке, хранению газа, а также ремонтно-эксплуатационным работам. С нашей точки зрения, реализация данного плана будет способствовать повышению прозрачности компании, однако не окажет существенного влияния на финансовые показатели Газпрома.

Март 29

Возможно, Газпром объявит победителей тендера на разработку Штокмановского месторождения 12 апреля

Российский премьер-министр Михаил Фрадков посетил норвежские шельфовые месторождения Snohvit и Ormen Lange, которые разрабатывают Statoil и Norsk Hydro. По сообщению Ведомостей, это может означать, что Газпром уже определился с участниками финала тендера по Штокмановскому проекту, о чем, возможно, будет объявлено 12 апреля 2006 г. Норвежские Statoil и Norsk Hydro, а также американские ConocoPhillips и Chevron, скорее всего, разделят 49%-ную долю в месторождении. У другого претендента из шорт-листа, французской Total, немного шансов участвовать в сделке. В сделке по обмену активами Norsk Hydro и Statoil могут предложить миноритарные пакеты в проектах Ormen Lange (397 млрд куб м запасов, добыча достигнет 20 млрд куб м в год, доля Norsk Hydro 18%; доля Statoil 10,8%) и Snohvit (300 млрд куб м запасов, добыча достигнет 7,1 млрд куб м в год, доля Norsk Hydro 10%, доля Statoil 22,9%) Газпрому взамен на участие в разработке Штокмановского месторождения (3 200 млрд куб м запасов и ресурсов, начальная добыча 30 млрд куб м в год). Оба норвежских проекта начнут добычу газа в 2006-2007 гг., при этом они будут ориентированы на газовый рынок Великобритании в 100 млрд куб м в год. Ранее сообщалось о заявлении Газпрома о том, что он объявит участников консорциума для разработки месторождения Штокмана не позже 15 апреля. Газпрому будет принадлежать 51% акций в проекте, а два или три иностранных партнера будут владеть оставшимися 49%. Окончательные условия сделки послужат хорошей точкой отсчета для оценки будущих сделок Газпрома по обмену активами.

Март 30

Совет директоров Газпрома одобрил реорганизацию и рассматривает возможность приобретения акций европейских энергокомпаний

Согласно пресс-релизу Газпрома, Совет директоров компании одобрил ее реструктуризацию, обсудил внутренние тарифы на газ и оценил свою позицию на европейском рынке. Как и ожидалось, совет директоров решил продолжать реорганизацию дочерних компаний. Семнадцать дочек, которые составляют 80% активов компании, будут разделены по сферам деятельности на добывающие, транспортные, газоперерабатывающие компании, а также компании, специализирующиеся на хранении и ремонте. Добывающая деятельность останется в сфере существующих компаний, а прочие активы будут преобразованы в шесть самостоятельных юридических лиц. Новые компании будут полностью принадлежать Газпрому и контролироваться им. Реорганизация позволит вести раздельный учет расходов по операциям Газпрома, что повысит прозрачность тарифообразования по отдельным областям: добыче, обработке, транспортировке, хранению и ремонту. Мы считаем, что предполагаемые изменения могут повысить прозрачность и контроль издержек в будущем, однако слабо повлияет на текущие оценки Газпрома.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ
Илл. 42. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	34 058	52 840	50 994	47 916
ЕВITDA, млн. \$	7 109	9 891	8 820	8 932
Чистая прибыль, млн. \$	4 248	6 035	5 206	5 291
P/E	16,9	11,9	13,8	13,6
EV/EВITDA	10,5	7,6	8,5	8,4
Капитализация, млн. \$	71 958			
EV, млн. \$	74 775			
Добыча, млн. бнэ	664			
Запасы, млн. бнэ	20 072			
Количество акций, млн.*	851			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 43. 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. 44. Основные события

Март 14	<p>ЛУКОЙЛ договорился о выкупе долей миноритариев в Chaparral Resources: в целом позитивно</p> <p>ЛУКОЙЛ достиг окончательного соглашения с Chaparral Resources относительно выкупа у компании 40% акций, недостающих до 100%-ного контроля, говорится в пресс-релизе компании. ЛУКОЙЛ предложил за 40%-ный пакет акций \$88,6 млн. Завершение сделки запланировано на май. Мы полагаем, что акции Chaparral Resources обошлись компании относительно недорого и считаем эту новость в целом положительной для российской компании. Chaparral – небольшая нефтедобывающая компания (0,5% совокупной лукойловской добычи углеводородного сырья и 0,2% - запасов).</p>
Март 21	<p>ЛУКОЙЛ: СопосоPhillips оценивает компанию в \$83-100 млрд</p> <p>Дополнительный рыночный оптимизм для ЛУКОЙЛА – на этот раз предложенный его стратегическим партнером, американской компанией СопосоPhillips. В его интервью, опубликованном сегодня газетой Ведомости, Генеральной Директор СопосоPhillips, Джеймс Малва, назвал сумму, которую его компания готова заплатить с целью увеличения ее пакета акций ЛУКОЙЛА до оговоренных 20%. Согласно ему, компания в настоящий момент владеет около 17% акций ЛУКОЙЛА и подтверждает свои планы увеличить этот пакет до 20% до конца этого года с выделенным бюджетом для покупки в размере \$2.5-3.0 млрд. Произнесенная сумма, возможно, вызовет оптимизм на рынке, поскольку она подразумевает рыночную капитализацию ЛУКОЙЛА в размере \$83-100 млрд, или потенциал роста в 23-47% с текущего уровня рыночной капитализации компании в \$67 млрд. Цифры, названные г-ном Малвой, выглядят несколько оптимистичными, на наш взгляд, разве что ЛУКОЙЛ припас для рынка больше положительных новостей. Мы подтверждаем нашу рекомендацию Держать для акций ЛУКОЙЛА.</p>

Источники: оценки Альфа-Банка

Сибнефть
Илл. 45. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	9 250	13 664	13 022	12 438
ЕБИТДА, млн. \$	3 242	4 476	3 667	3 128
Чистая прибыль, млн. \$	2 046	3 186	2 275	1 837
P/E	11,4	7,3	10,3	12,7
EV/ЕБИТДА	7,3	5,3	6,5	7,6
Капитализация, млн. \$	23 375			
EV, млн. \$	23 683			
Добыча, млн. бнэ	260			
Запасы, млн. бнэ	4 827			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 46. 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. 47. Основные события

Март 3

Сибнефть может использовать акции Сибнефть-Юрги и МНПЗ как разменную монету

27 февраля председатель совета директоров Газпрома Алексей Миллер был на встрече с мэром Москвы Юрием Лужковым. В своем пресс-релизе Газпром объявил, что среди других вопросов стороны обсуждали участие Сибнефти в управлении Московским нефтеперерабатывающим заводом (МНПЗ). МНПЗ – нефтеперерабатывающий завод мощностью 12 млн т (0,243 млн баррелей в день) – обеспечивает примерно 40% московского рынка нефтепродуктов. Сибнефть поставляет более 30% необработанного сырья для предприятия. Сибнефть владеет 35,1% акционерного капитала МНПЗ через две офшорные компании, а также 38,1% обычных акций предприятия. Правительство Москвы контролирует 38,1% от общего числа акций и 50,1% обычных акций через МНГК. Сибирь-Энергия является миноритарным акционером в этой холдинговой компании, а Татнефть владеет еще 8,8% от общего акционерного капитала. Акционеры нефтеперерабатывающего завода уже несколько лет борются за контроль над этим чрезвычайно доходным активом. В ноябре 2005 года Сибнефть и Татнефть по решению суда получили право голоса и перевели управление НПЗ в руки нефтяных компаний. Однако в декабре 2005 года данное решение было отменено, в результате чего управление опять перешло МНГК. Тем временем, Сибнефть сократила поставки необработанной нефти на МНПЗ с 0,9 млн т (6,5 млн баррелей) в 3Кв05 до 0,79 млн т (5,8 млн баррелей) в 4Кв05, т. е. на 12%. Годовой выпуск МНПЗ упал на 1% до 9,3 млн т (68 млн баррелей), по сравнению с 6,4% ростом в нефтеперерабатывающей отрасли в 2005 году. Прибыльность предприятия остается одной из самых низких в отрасли, по причине низких выплат по толлинговым соглашениям. За 9М05 чистая прибыль по РСБУ составила \$2,6 млн на \$126,5 млн в продажах, т. е. чистая рентабельность составила 2%.

Март 23

Сибнефть направится в арбитражный суд по поводу своего пакета акций в Московском НПЗ

Конфликт между акционерами Московского НПЗ (МНПЗ) перешел в следующую стадию. По сообщению газеты Ведомости, в Московском арбитражном суде сегодня пройдет предварительное слушание по иску Московской нефтегазовой компании (МНГК), контролируемой московским правительством и являющейся 50%-ным вкладчиком Московского НПЗ. МНГК хочет доказать, что офшорные компании, аффилированные с Сибнефтью, незаконно приобрели акции МНПЗ, и, следовательно, не имеют права голоса в компании. МНГК также постарается наложить арест на пакет акций МНПЗ, принадлежащий Сибнефти, сообщает Ведомости. МНПЗ – завод мощностью в 12 млн тонн (0,243 тыс баррелей в день), на который приходится приблизительно 40% московского рынка нефтепродуктов. Сибнефть обеспечивает более 30% сырья для НПЗ. Сибнефти владеет 35,1% акционерного капитала МНПЗ через две офшорные компании, и имеет 38,1% обыкновенных акций НПЗ. Московское правительство контролирует 38,1% всех акций и 50,1% обыкновенных акций МНГК. Татнефть имеет 8,8% от общего акционерного капитала. Акционеры НПЗ уже несколько лет ведут борьбу за контроль над этим весьма прибыльным активом. В ноябре 2005 г. Сибнефть и Татнефть добились решения суда, давшего право голоса их привилегированным акциям и передавшего контроль над НПЗ нефтяным компаниям. Однако это решение было пересмотрено в декабре 2005 г., и контроль вернулся обратно к МНГК. Между тем, Сибнефть сократила поставки сырья на МНПЗ с 0,9 млн тонн (6,5 млн баррелей) в 3Кв05 до 0,79 млн тонн (5,8 млн баррелей) в 4Кв05, то есть на 12%. Поставки сырья не возобновились с начала года, и их сокращение на февраль 2006 г. составило 35% год-к-году. Мы убеждены, что последние действия акционеров означают эскалацию конфликта. Мы считаем, что этот вопрос не решится в ближайшее время, и продолжаем рекомендовать продажу акций Сибнефти с расчетной ценой \$3,79.

Источники: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 48. Основные события

- Март 6 **Виктор Христенко не исключает возможности слияния Сургутнефтегаза и Роснефти**
В интервью российской ежедневной газете "Ведомости" министр промышленности и энергетики Виктор Христенко упомянул об "актуальности" "серьезный потенциал" там о другом - "Роснефть" в своей нынешней конфигурации к 2010 г. вполне может добывать 100 млн т в год. Это серьезный потенциал для того, чтобы тема слияния с "Сургутнефтегазом" была актуальной – текст из газеты - О.Ф. вопроса о слиянии Сургутнефтегаза и Роснефти, но не говорил о том, что это могло бы произойти в ближайшей перспективе. В. Христенко полагает, что консолидация в нефтегазовом секторе будет продолжаться, поскольку небольшие компании не в состоянии удержать тот набор рисков и возможностей, которые дает нефтяным супергигантам позиционирование в разных уголках мира. здесь тоже на базе текста статьи О.Ф. По нашему мнению, заявление министра ясно говорит о том, что Сургутнефтегаз рассматривается в качестве потенциального объекта приобретения более крупной компанией. Вопрос не о том, продается ли Сургутнефтегаз, а лишь о том, когда такая продажа может произойти. Компания представляет собой исключительно привлекательный актив и, как нам представляется, относительно недооценена. Кроме того, на Сургутнефтегаз может найтись несколько покупателей, что могло бы спровоцировать борьбу за поглощение. Мы по-прежнему рекомендуем ПОКУПАТЬ обыкновенные и привилегированные акции компании при расчетных ценах, соответственно, \$1,40 и \$1,20.
- Март 16 **Сургутнефтегаз назвал кандидатов в совет директоров; очередное общее собрание акционеров состоится 6 мая 2006 г.**
Очередное общее собрание акционеров Сургутнефтегаза состоится 6 мая 2006 г., сообщается в пресс-релизе компании. Дата закрытия реестра на участие в собрании – 20 марта 2006 г. Компания также назвала имена 11 кандидатов на места в совете директоров, в числе которых двое впервые проходят как «независимые». Как оказалось, обе кандидатуры Владислав Дручинин и Николай Захарченко ранее занимали высокие руководящие посты в Сургутнефтегазе. Эта новость может разочаровать тех инвесторов, которые надеялись на радикальное улучшение ситуации с корпоративным управлением. 4 апреля состоится заседание совета директоров Сургутнефтегаза, на котором предполагается утвердить отчет о финансовых результатах за 2005 г. и принять решение о размере дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям. Судя по предварительным данным о размере чистой прибыли по РСБУ (110 млрд руб, или \$3,89 млрд), дивиденды могут достичь 1,01 руб на привилегированную и 0,63 руб на обыкновенную акцию (\$0,0358 и \$0,0223, соответственно).

Источники: оценки Альфа-Банка

НоваТЭК

Илл. 49. Основные события

- Март 21 **НоваТЭК выплатит 15% чистой прибыли в виде дивидендов за 2005г – нейтрально**
Финансовый Директор НоваТЭКа Марк Джетвей подтвердил политику компании в плане выплаты дивидендов – а именно 15% от чистой прибыли за 2005 г. Он не уточнил, какая именно чистая прибыль будет приниматься за базу расчета, однако согласно дивидендной политике компании на 2005-2006 гг., на выплату дивидендов будет направляться 15% чистой прибыли по РСБУ. Вчерашнее заявление г-на Джетвея, соответственно, нейтрально для цены акции НоваТЭКа. Мы ожидаем чистую прибыль компании за 2005 г. по МСБУ в размере \$483 млн. Чистая прибыль компании по РСБУ исторически тесно коррелировала с чистой прибылью по МСБУ (равняясь около 90% последней). Принимая это во внимание, мы ожидаем дивиденд за 2005 г. в размере \$21.4 на акцию, что подразумевает дивидендную доходность в 0.6% в расчете на текущую цену акций компании. Это несомненно сравнительно небольшая цифра, однако не предлагающая большого сюрприза – НоваТЭК растущая компания, а не компания электроэнергетики. Мы подтверждаем нашу рекомендацию Держать и ценовой ориентир \$2,830 на акцию НоваТЭКа.
- Март 31 **Чистая прибыль Новатэка за 2005 г. по РСБУ составила \$536 млн: нейтрально**
Как сообщил Interfax, чистая прибыль по РСБУ у Новатэка в 2005 г. выросла почти в 3 раза до 15,2 млрд руб (\$536 млн). Основной причиной роста прибыли является консолидация активов, осуществленная в декабре 2004 г. В результате консолидации Новатек увеличил до 100% долю в капитале своих дочерних предприятий – Таркосаленнефтегаз и Канчейнефтегаз. Соответственно, у Новатэка увеличился объем добычи. Росту финансовых показателей способствовала также благоприятная ценовая конъюнктура на рынке нефти и газа в 2005 г. Объявленный компанией показатель чистой прибыли по РСБУ полностью соответствует нашему прогнозу по МСФО (\$483 млн). В 4кв05 чистая прибыль по РСБУ составила \$107 млн (наш прогноз по МСФО - \$103 млн). Отличительная особенность Новатэка заключается в том, что его показатели чистой прибыли по РСБУ и МСФО не сильно отличаются друг от друга. Мы, соответственно, не меняем наш прогноз по МСФО и полагаем, что данная новость нейтральна с точки зрения динамики котировок акций компании. Исходя из размера чистой прибыли по РСБУ за весь 2005 г., показанного компанией, а также ее доли, обычно направляемой на дивиденды по акциям (15%), мы предполагаем, что Новатек выплатит в виде дивидендов в общей сложности \$80 млн (с учетом промежуточных дивидендов по итогам 9М05). Т.о., дивиденд на акцию составит \$26,5, или 0,7% текущей биржевой цены акции. Следует отметить, что Новатек – это компания, инвестиции в акции которой делаются с расчетом не столько на дивиденды, сколько на рост бизнеса. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ по акциям Новатэка.

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.

Мы ожидаем, что в 4Кв05 выручка и норма EBITDA ВымпелКома снизятся на 3% и 11%, соответственно.

В апреле ВымпелКом объявит свои результаты по US GAAP за 4Кв05 и 2005 финансовый год. Хотя мы не ожидаем такого снижения показателей выручки и рентабельности, как в случае с МТС, мы по-прежнему предвидим последовательное снижение выручки и нормы EBITDA в результате резкого падения ARPU и роста административно-хозяйственных расходов.

Мы ожидаем снижения ARPU в целом по России на 14%, что ниже аналогичного показателя МТС (-18%) на фоне меньшего валового прироста в течение квартала.

В дальнейшем мы прогнозируем сохранение данной тенденции и в 1Кв06, когда операторы мобильной связи планируют начать использовать новые рекламные акции, в чем ВымпелКом, на наш взгляд, проигрывает таким компаниям, как Мегафон и МТС.

Однако, что касается ВымпелКома, то, как нам кажется, разрешение конфликтной ситуации на Украине было бы гораздо важнее для динамики его акций, чем простые отчетные данные, поскольку, несмотря на финансовый рост, это может иметь отрицательные последствия для его бумаг.

Мы сохраняем 12-месячную расчетную цену в \$57,20 и рекомендацию: **ПОКУПАТЬ** акции ВымпелКома, а также продолжаем ожидать поступления оферты Теленора на приобретение Киевстара.

Илл. 50. Финансовые показатели ВымпелКома, прогноз

	4Кв05	3Кв05	Изм.	2005 финансовый год
	\$ млн	\$ млн	%	
<i>Консолидированные</i>				
Выручка	866,3	890,3	(2,7)	3.167
ЕБИТДА	402,8	450,0	(10,5)	1.554
Чистая прибыль	155,1	194,9	(20,4)	618
Норма EBITDA, %	46,5	50,5		49,1
Чистая рентабельность, %	17,9	21,9		19,5
ARPU, \$				
Россия	6,6	7,7	(14,0)	
Казахстан	8,9	10,5	(15,0)	

Источник: отчеты компании, оценки Альфа-Банка

Операторы мобильной связи
МТС
Илл. 51. 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	13,2	11,1	8,8	8,4
EV/ЕБИТДА	7,7	6,1	5,0	4,7
Капитализация, млн. \$	13 479			
EV, млн. \$	16 045			
Число абонентов, '000	34			
Кол-во акций, млн.	399			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 52. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Введение Резерва универсального обслуживания

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 53. Основные события

Март 13	<p>МТС подала заявку на получение третьей в Египте лицензии сотовой связи</p> <p>МТС подала заявку на получение третьей в Египте лицензии на оказание услуг сотовой связи. Тендер будет проведен в июне, стартовая цена - \$430 млн. Т.о., в расчете на душу населения победителю придется заплатить не менее \$5,6, что не мало, но стоит того, если учесть значительный потенциал роста египетского рынка (75 млн чел, уровень проникновения на конец 2005 г. - 17%). В настоящее время египетский рынок мобильной связи поделен между Mobinil и Vodafone (53% и 47%, соответственно), и у МТС, с нашей точки зрения, есть неплохие шансы получить эту лицензию, поскольку обладающие свободными денежными средствами Vodafone и Orascom участия в тендере принимать не будут, причем МТС может выступить в паре с кем-то из местных операторов, что обычно способствует успеху на развивающихся рынках, к которым относится и Египет. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции МТС с расчетной ценой \$53 на ближайшие 12 месяцев.</p>
Март 20	<p>МТС может потратить до \$10 млрд за рубежом и войти в десятку мировых операторов к 2010 году</p> <p>В интервью газете Ведомости генеральный директор МТС Василий Сидоров объявил о далеко идущих планах компании войти в десятку мировых операторов сотовой связи к 2010 году. Это потребует удвоения текущей абонентской базы (до более 100 млн абонентов) и капитализации, а также расходов в \$7-10 млрд на международные приобретения. Среди намеченных областей приобретения г-н Сидоров упомянул 5 стран СНГ, Ближний Восток, Юговосточную Азию, Южную и Юговосточную Европу, а также участие в аукционе за 3-ю сотовую лицензию в Египте.</p>
Март 30	<p>На внеочередном собрании акционеров МТС был переизбран совет директоров в связи с выходом в 2005 г. Deutsche Telekom из состава акционеров</p> <p>Акционеры МТС избрали на своем внеочередном собрании трех новых членов совета директоров, а именно: Александра Горбунова, руководителя департамента корпоративного развития АФК Система; Питера Миддлетона, председателя консультативного совета Barclays Group Asia Pacific; Сергея Щебетова, генерального директора Системы Телеком. Другие члены совета директоров входили в состав прежнего совета, а именно: Алексей Буянов, старший вице-президент АФК Система; Владимир Лагутин, член совета директоров АФК Система; Хельмут Ройшенбах, независимый консультант по финансовым вопросам; Василий Сидоров, президент МТС. Двое представителей Deutsche Telekom, Фридберт Герлах и Михаэль Гюнтер, а также президент АФК Система Александр Гончарук не были переизбраны в совет директоров. Все семеро кандидатов были номинированы АФК Система. МТС решило провести внеочередное собрание акционеров, чтобы переизбрать совет директоров и заменить членов Deutsche Telekom после того, как тот продал 10% акций МТС в сентябре 2005 г. Заседание совета директоров состоялось в тот же день. На нем Сергей Щебетов был назначен председателем, а Владимир Лагутин – заместителем председателя совета директоров МТС.</p>

Источники: оценки Альфа-Банка

Вымпелком

Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	2 147	3 243	3 802	4 176
EBITDA, млн. \$	1 023	1 512	1 895	2 061
Чистая прибыль, млн. \$	350	580	766	829
P/E	25,4	15,3	11,6	10,7
EV/EBITDA	9,9	6,7	5,4	4,9
Капитализация, млн. \$	8 888			
EV, млн. \$	10 163			
Число абонентов, '000	27			
Кол-во акций, млн.	205			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 55. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Теленор и Альфа Груп в качестве стратегических инвесторов

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Введение Резерва универсального обслуживания
- Несправедливое отношение регулятора

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 56. Основные события

Март 31 **Вымпелком может побороться в суде за право на лицензию в регионе Дальнего Востока**

Вымпелком объявил, что его отсутствие в регионах Дальнего Востока и Чечни может в этом году стать препятствием для получения компанией лицензии на оказание услуг в формате 3G. По словам министра информационных технологий Леонида Реймана, министерство планирует провести аукцион по распределению трех общенациональных лицензий на услуги 3G, но его условия еще не разработаны. Как заявил Валерий Фронтов, вице-президент Вымпелкома, критерием для участия в получении лицензии на услуги 3G может стать наличие у компании проникновения сотовой связи во все регионы России. Вымпелком не исключает своего обращения в суд, если правительство будет и дальше тянуть с предоставлением лицензии на обслуживание региона Дальнего Востока. Вымпелком в течение многих лет просит государственную комиссию по частотам предоставить ему лицензию на работу в регионе, где сегодня уровень проникновения составляет 58%. На прошлой неделе компания получила поддержку Российской антимонопольной службы. По данным Вымпелкома, в случае получения лицензии его инвестиции в регион составят \$300-400 млн. Для того, чтобы развернуть сеть услуг, компании потребуется от 4 до 6 месяцев. Возможно, исход конфликта будет для Вымпелкома положительным, но пока поток негативных новостей может вызвать давление на акции компании, по крайней мере, до объявления итогов за 4Кв.05 и за 2005 г. Мы полагаем, что они будут чуть лучше, чем у МТС. Мы подтверждаем наш рейтинг ПОКУПАТЬ акции Вымпелкома при 12-месячной расчетной цене \$57,20.

Источники: оценки Альфа-Банка

Альтернативные операторы

Комстар ОТС

Илл. 57. Основные события

Март 24 **Комстар опубликовал данные по динамике абонентов**

Комстар опубликовал новые данные о количестве абонентов за 2005 г. Общее число абонентов в альтернативных сегментах, т.е. сегментах, исключаящих пользователей традиционных систем фиксированной связи, выросло до 470 000 в 2005 г с 466 000 в 3Кв05. Самый большой рост числа абонентов обусловлен подпиской на широкополосное соединение Интернет. Годовой рост числа этих абонентов составил 145% с сокращением числа подписки dial-up и числа резидентных абонентов в альтернативных секторах телекомов (1,5%). Комстар также зафиксировал рекордное число пользователей платного ТВ, услуги, которую Комстар начал предоставлять в 2005 г. Комстар по-прежнему является крупнейшим провайдером широкополосной связи в Москве (у Корбины Телеком, например, было примерно 10 000 широкополосных абонентов в конце 2005 г). Однако, мы уверены, что конкуренция в этом сегменте резко обострится в 2006 г. и Комстар едва ли сохранит свою текущую долю рынка в широкополосном сегменте.

Источники: оценки Альфа-Банка

Голден Телеком

Илл. 58. 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. \$	1 089			
EV, млн. \$	1 039			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 59. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Относительно низкая ликвидность
- Ограниченная транспортная инфраструктура

Возможности

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

Угрозы

- Увеличение платежей Ростелекому за аренду каналов связи

Источники: оценки Альфа-Банка

Холдинги

АФК Система

Илл. 60. Основные события

Март 15	<p>Система начинает опционную программу для менеджмента Ситроникс</p> <p>АФК Система объявила о переводе 14.72% акций концерна Ситроникс, ее технологического звена, в Ситроникс Менеджмент в соответствии со своей опционной программой. В результате пакет акций Системы в Ситрониксе сократился с 94.53% до 91.56%; этот пакет будет размыться и дальше по мере реализации опционов. Опционы на акции будут выдаваться топ-менеджерам Ситроникс и его подразделений в на протяжении 2006 г. и следующих четырех лет. Это одна из первых опционных программ Системы, целью которых является мотивация топ-менеджеров различных направлений. По результатам оценки Системы методом совокупной стоимости различных видов бизнеса, Ситроникс стоит \$870 млн.</p>
---------	---

Источники: оценки Альфа-Банка

Энергетика
Александр Корнилов (7 495) 788-0334
Объявлен список кандидатов в состав Совета директоров PAO EЭС

Миноритарные акционеры PAO EЭС выдвинули в состав Совета директоров компании очень небольшое число кандидатов: если в прошлом году их было 17, в текущем году их только 6. Все кандидаты, выдвинутые тремя группами миноритарных акционеров, входят в состав действующего Совета директоров PAO EЭС, который приводится ниже.

Илл. 61. Действующий состав Совета директоров PAO EЭС, избранного в 2005 г.
Действующий состав Совета директоров

Березкин Григорий	ЕСН-Энерго
Бугров Андрей	Интеррос
Волошин Александр	Председатель Совета директоров
Греф Герман	Министр экономического развития и торговли
Медведев Юрий	Заместитель главы Российского Фонда федерального имущества
Оганесян Сергей	Глава Росэнерго
Пушкарева Ольга	Директор департамента правительства РФ
Рашевский Владимир	Генеральный директор компании СУЭК
Ремес Юха Сеппо	Генеральный директор компании ФИМ-Финансовые услуги
Селезнев Кирилл	Генеральный директор компании Межрегионгаз (Газпром)
Уринсон Яков	Заместитель генерального директора PAO EЭС
Христенко Виктор	Министр промышленности и энергетики
Чубайс Анатолий	Председатель правления PAO EЭС
Шаронов Андрей	Заместитель министра экономического развития и торговли
Южанов Илья	Председатель Наблюдательного совета НОМОС-банка

Источник: PAO EЭС

Газпром, владеющий 11,6% акций PAO EЭС, выдвинул двух кандидатов: Кирилла Селезнева (Межрегионгаз) и Григория Березкина (ЕСН-Энерго), но компания все еще не исключает возможности дополнения списка. Норильский никель, владеющий 3,5% акций PAO EЭС, также выдвинул двух кандидатов: Андрея Бугрова (Интеррос) и Сеппо Ремеса (ФИМ-Финансовые услуги), ранее представлявшего интересы портфельных акционеров PAO EЭС. По данным еще одного источника, Норильский никель также добавил в список генерального директора СУЭК Владимира Рашевского. Группа, в состав которой входит по крайней мере 10 портфельных инвесторов, имеющих совместно чуть более 2% акций PAO EЭС, предложила кандидатуру Дэвида Херна, руководителя комитета по реформированию и стратегии при Совете директоров PAO EЭС и генерального директора компании Nalcyon Advisors. Базовый Элемент, владеющий 2-3% акций PAO EЭС, не выдвинул своих кандидатов. Правительство, которое обычно занимает в Совете директоров 10 мест из 15, предложило 13 кандидатов, из которых 10 входят в действующий состав Совета директоров PAO EЭС.

Илл. 62. Список кандидатов в состав Совета директоров на 2006 год

Березкин Григорий	ЕЧН-Энерго	Газпром
Селезнев Кирилл	Генеральный директор компании Межрегионгаз (Газпром)	Газпром
Бугров Андрей	Интеррос	Норильский никель
Ремес Юха Сеппо	Генеральный директор компании ФИМ-Финансовые услуги	Норильский никель
Рашевский Владимир	Генеральный директор компании СУЭК	Норильский никель
Херн Девид	Генеральный директор Halcyon Advisors	Портфельные инвесторы
Волошин Александр	Председатель Совета директоров	Правительство
Чубайс Анатолий	Председатель правления РАО ЕЭС	Правительство
Греф Герман	Министр экономического развития и торговли	Правительство
Шаронов Андрей	Заместитель министра экономического развития и торговли	Правительство
Христенко Виктор	Министр промышленности и энергетики	Правительство
Оганесян Сергей	Глава Росэнерго	Правительство
Медведев Юрий	Заместитель главы Российского Фонда федерального имущества	Правительство
Уринсон Яков	Заместитель председателя правления РАО ЕЭС	Правительство
Пушкарева Ольга	Директор департамента правительства РФ	Правительство
Южанов Илья	Председатель Наблюдательного совета НОМОС-банка	Правительство
Андросов Кирилл	Заместитель министра экономического развития и торговли	Правительство
Дементьев Андрей	Заместитель министра промышленности и энергетики	Правительство
Никитин Глеб	Руководитель департамента Российского Фонда федерального имущества	Правительство

Источник: Интерфакс

Мы полагаем, что в настоящее время вхождение в состав Совета директоров РАО ЕЭС не имеет для большинства стратегических инвесторов такого смысла, как раньше, учитывая активное создание на базе активов РАО ЕЭС новых компаний – ОГК и ТГК. Большинство этих компаний завершат процесс своего формирования и переход на единую акцию уже в этом году, и поэтому мы полагаем, что стратегические инвесторы будут, по-видимому, изыскивать возможности прямого участия в новых генкомпаниях.

**Итальянская Enel
покупает 50%
энергосбытовой
компании
Русэнергосбыт;
позитивно**

Согласно Bloomberg, крупнейшая энергокомпания Италии Enel SpA согласилась купить 50 процентов российской энергосбытовой компании Русэнергосбыт за \$105 млн, поскольку компания поставила цель развиваться за счет покупки активов в странах постсоветского блока. В качестве продавца акций выступит российский партнер Enel ЕЧН-Энерго, возглавляемый Григорием Березкиным. «Благодаря этому активу Enel получила доступ к сбытовому сегменту рынка РФ через кооперацию с крупнейшим независимым поставщиком электроэнергии в российском энергетическом секторе», – заявила расположенная в Риме Enel. Enel назвала это соглашение меморандумом понимания. Enel, бывшая государственная монополия, которой итальянские законы запрещают продавать больше половины электроэнергии в Италии, ищет возможности расширять сбыт и наращивать прибыль за границей. Компания покупает крупнейшего производителя электроэнергии Словакии и подает заявку на покупку активов в Болгарии. Компания также выразила интерес к приобретениям во Франции, России и Турции. Русэнергосбыт, или РЭС, обеспечивает электроэнергией и услугами более 100 000 потребителей, включая таких крупных промышленных клиентов, как ОАО Газпром, Российские железные дороги и Роснефть. Enel сообщила, что, по оценкам РЭС, в этом году объем электроэнергии, реализуемой компанией, удвоится с 11,8 ТВтч до 22,3 ТВтч. В прошлом году объем реализации компании составил 285 евро (\$342 млн), величина EBITDA составила 11 млн евро.

Эта сделка – первая и единственная для энергосбытового бизнеса в России. До сих пор инвесторы, в особенности зарубежные, не обращали особенного внимания на сбытовые компании, отделившиеся

от АО-энерго, а также независимых продавцов, таких как Росэнергосбыт. Согласно текущей отчетности РЭС, Enel собирается купить компанию с коэффициентом EV/EBITDA на уровне 16. Следовательно, мы ожидаем, что данная величина может рассматриваться как хороший ориентир для инвесторов в оценке сбытовых компаний, учитывая отсутствие до сих пор подобных коэффициентов для сбытового сегмента. Мы не уверены в том, что этот множитель может непосредственно применяться ко всем сбытовым компаниям, отделившимся от региональных АО-энерго в связи с большими различиями между ними и РЭС, которая является крупным независимым продавцом. Большинство этих компаний слишком малы, с небольшой базой активов, и в перспективе они получают статус гарантирующих поставщиков, то есть они будут обязаны поставлять электроэнергию определенным потребителям с регулируемой государством сбытовой надбавкой. Учитывая, что проблема перекрестного субсидирования в энергетическом секторе в России еще не решена, тот факт, что крупные промышленные потребители скорее всего станут закупать электроэнергию по прямым соглашениям с оптовыми генерирующими компаниями, а также жесткую конкуренцию в сбытовом сегменте в будущем, – мы считаем, что эти сбытовые компании вряд ли смогут в перспективе получать значительную прибыль. Среди региональных сбытовых компаний, отделившихся от региональных АО-энерго, мы рассматриваем как привлекательные с инвестиционной точки зрения только Мосэнергосбыт (выделенную из Мосэнерго) и Петербургскую сбытовую компанию (бывшую Ленэнерго, пока не прошла листинг). Эти компании владеют обширной базой активов, большим и стабильным количеством клиентов; они обслуживают четыре региона, характеризующихся самым высоким уровнем дохода на душу населения в России. В настоящее время мы пересматриваем наши оценки справедливой стоимости для всех российских энергокомпаний.

Компания Fortum приобретет 12,5% акций Петербургской генкомпания и увеличит свой пакет в ТГК-1 до 30%; позитивно

По информации Ведомостей, финская энергетическая компания Fortum может увеличить свое участие в ОАО "Петербургская генерирующая компания", выделенной из состава Ленэнерго, с нынешних 31% до 43,5%. Компания обсуждает вариант приобретения 12,5% акций Петербургской генкомпания у Ленэнерго. Речь идет о казначейских акциях, которые были отражены в балансе компании после направления предложений об их обратном выкупе акционерам, которые проголосовали на внеочередном собрании акционеров против выделения активов из состава Ленэнерго или не приняли участия в голосовании. По словам генерального директора ТГК-1 Андрея Лихачева, РАО ЕЭС уже ведет с компанией Fortum переговоры о продаже 12,5% акций Петербургской генкомпания. Эти акции будут предложены всем акционерам, но Fortum считается наиболее вероятным покупателем. Увеличив долю своего участия в Петербургской генкомпания, Fortum сможет увеличить свой пакет акций ТГК-1 с 26% до 30%, учитывая наличие у нее блокирующего пакета акций Кольской генкомпания, выделенной из состава Колэнерго. Совет директоров ТГК-1 утвердил стратегическую программу развития компании на период до 2015 г. Компании необходимо 130 млрд руб. (\$4,7 млрд.), из которых 55 млрд руб. (\$2 млрд) будет привлечено в форме займов, 25 млрд руб. (\$0,9 млрд.) из собственных средств, а остальные средства компания планирует привлечь через допэмиссию акций, наиболее вероятным покупателем которой снова рассматривается Fortum.

РАО ЕЭС предлагает государству заложить в бюджет \$7,3 млрд на выкуп части акций ФСК, системного оператора и гидрогенкомпани

Присутствие Fortum в ТГК-1 позитивно для миноритарных акционеров компании – компания, имеющая большой опыт в электроэнергетике, заинтересована в развитии генерирующего бизнеса в России. Основной интерес Fortum – иметь доступ к дешевой электроэнергии, вырабатываемой гидроэлектростанциями Северо-Западного региона, с целью расширить экспортные возможности в скандинавские страны.

Член правления РАО ЕЭС Юрий Удадьцов заявил, что компания предложила предусмотреть в проекте федерального бюджета на ближайшие 3 года сумму в 204 млрд руб (\$7,3 млрд), которая необходима для получения государством пакетов акций в ФСК, Системном Операторе и Гидро-ОГК после завершения консолидации.

Т.о., государство решит три задачи: обеспечит пакеты акций, найдет источники инвестиций в эти компании (они не будут частными) и не допустит резкого скачка тарифов. По словам Удадьцова, РАО ЕЭС ранее произвела оценку всех указанных выше активов: пакет акций ФСК обойдется государству в 160 млрд руб (\$5,7 млрд), в гидрогенкомпани - 39 млрд руб (\$1,4 млрд), в системном операторе - 5 млрд руб (\$0,2 млрд). При этом у государства будет возможность выплатить эту сумму не одновременно, а в течение трех лет. По расчетам РАО ЕЭС, если государство заложит в бюджет указанные выше средства, ФСК, Системный Оператор и Гидро-ОГК могут осуществить допэмиссии акций уже в 2007 г. По плану реформы, государство должно сохранить за собой контрольные пакеты акций гидрогенкомпани, а в ФСК и системном операторе увеличить доли до 75%+1 акция.

Предложение РАО ЕЭС соответствует утвержденной недавно советом директоров РАО стратегии реформирования электроэнергетики “5+5” в части источников финансирования получения контрольного пакета в гидрогенкомпани. Помимо бюджетных средств, государство может задействовать ряд профильных активов (в т.ч. плотины). Мы полагаем, что прямое финансирование из бюджета было бы наиболее прозрачным и понятным для миноритариев механизмом. Ранее РАО ЕЭС рассматривало ряд других механизмов, в т.ч. обмен акций тепловых оптовых генкомпани на акции Гидро-ОГК, что снизило бы прозрачность и увеличило бы риски для миноритариев РАО ЕЭС и дочерних компаний энергохолдинга.

Новосибирскэнерго планирует строительство новой тепловой электростанции; позитивно

По сообщению *Интерфакса*, Новосибирскэнерго планирует строительство новой тепловой электростанции с установленной мощностью от 1,2 ГВт до 3 ГВт. По оценкам компании, строительство будет стоить от \$1,2 млрд до \$4 млрд. Компания сообщила о том, что акционеры уже одобрили этот проект. В настоящее время обсуждается несколько вариантов строительства. Особенным вниманием компании пользуется вариант строительства новой электростанции на базе существующей ТЭЦ-6, строительство которой было заморожено в середине 1990-х. Новосибирскэнерго также рассматривает возможность строительства новой угольной теплоэлектростанции в соседней Кемеровской области. Генеральный директор Новосибирскэнерго Корней Гиберт сообщил, что в данный момент компания ведет переговоры с потенциальными инвесторами.

Новосибирскэнерго является дефицитной энергосистемой Новосибирской области. Помимо собственных ТЭЦ с суммарной установленной мощностью в 2402 МВт, компания арендует Новосибирскую ГЭС (455 МВт) у РАО ЕЭС. Дефицит мощностей компания покрывает, покупая электроэнергию через ФОРЭМ у соседних

Кузбассэнерго, Красноярскэнерго и пр. Ранее компания объявляла о планах расширить установленную мощность, чтобы избежать необходимости закупать электроэнергию на оптовом рынке в долгосрочной перспективе. Новосибирскэнерго – компания, независимая от РАО ЕЭС, т.к. последней принадлежит только 14% ее акций. Вторая по величине угледобывающая компания России Кузбассразрезуголь владеет блокирующим пакетом компании и одновременно является главным поставщиком топлива для ее тепловых станций.

Эта информация положительна для миноритариев Новосибирскэнерго. Мы считаем, что увеличение ее установленной мощности существенно укрепит позицию компании в интегрированной энергосистеме Сибири. Если компании удастся удовлетворять спрос на электроэнергию, используя собственные мощности и не закупая ее со стороны, это позволит избежать рисков колебания цен на рынке электроэнергии после его либерализации. Кстати, планы строительства новой электростанции в Кемеровской области соответствуют недавно объявленным планам стратегического акционера компании, Кузбассразрезугля, построить новую угольную электростанцию в той же области. Мы пересматриваем нашу расчетную цену и рекомендацию по Новосибирскэнерго.

ФСК может отклонить предложение о переходе на единую акцию в электросетевых компаниях; негативно

По словам генерального директора Межрегиональной распределительной сетевой компании (МРСК) Урала и Волги Алексея Боброва, Федеральная сетевая компания (ФСК) может отказаться от консолидации электросетевых компаний в МРСК с единой акцией. Он сообщил, что ФСК обсуждает вопрос о том, стоит ли предложить миноритарным акционерам в региональных электросетевых компаниях обмен акций на акции МРСК. В настоящий момент рассматривается альтернативный путь создания МРСК, а именно их образование в форме классических холдингов с контрольными пакетами акций во всех региональных генкомпаниях. Бобров также подчеркнул, что он говорил со всеми миноритарными акционерами в электросетевых компаниях и что среди них не существует единой точки зрения, таким образом, он не исключает, что некоторые из них примут предложение о конвертации акций, в то время как другие будут против такого решения.

РАО ЕЭС уже образовало четыре МРСК: МРСК Центра и Северного Кавказа, МРСК Урала и Волги, МРСК Северо-Запада и МРСК Сибири – в качестве 100-процентных «дочек». В Дальневосточном регионе дистрибуторские сети должны быть консолидированы в Дальневосточную электросетевую компанию, единоличным владельцем которой станет Дальневосточная энергетическая компания. Согласно плану реформы электроэнергетики, РАО ЕЭС переведет свои акции из всех региональных электросетевых компаний (в большинстве случаев – бывших АО-энерго) в соответствующие МРСК, после чего эти компании перейдут на единую акцию.

Подобное нежелание консолидировать сетевые активы в крупные самостоятельные операционные компании может объясняться трудновыполнимостью этой задачи. В отличие от генерирующей энергетики, МРСК имеют очень сложную структуру и большое количество миноритарных акционеров с противоположными интересами. Кроме того, им приходится консолидировать гораздо больше компаний, чем генкомпаниям (как ОГК, так и ТГК). Таким образом, этот процесс очень сложен, и поведение руководства вполне понятно.

Тем не менее, мы считаем, что консолидация распределительного сектора послужила бы важным катализатором, наряду с изменением механизма установления тарифов, потому что отдельные МРСК с единой акцией могли бы быть более прозрачными и привлекательными для инвесторов, чем холдинговые структуры. Мы полагаем, что многие портфельные инвесторы могли бы приобрести акции электросетевых компаний, чтобы участвовать в игре на консолидации.

Эта новость, таким образом, служит очередным подтверждением тому, что РАО ЕЭС и правительство все еще далеки от принятия решения по реформе распределительного сектора, и мы считаем ее неблагоприятной для акций региональных электросетевых компаний в долгосрочной перспективе. Если учесть высокую степень неясности относительно консолидации (некоторые стратегические акционеры пытаются лоббировать повышение количества МРСК с четырех до 10–12 более мелких компаний), генкомпании кажутся нам более привлекательными. Ожидается, что большинство из них закончат свою консолидацию в этом году (этот процесс значительно проще, чем в случае электросетевых компаний), и мы считаем это сильным катализатором динамики их акций.

ТГК-1, возможно, выделит несколько электростанций в отдельные структуры; негативно

По сообщению Ведомостей, ТГК-1 планирует выделить ТЭЦ-14 с целью привлечь инвестора путем продажи контрольного пакета станции за \$200-300 млн. Помимо ТЭЦ-14, руководство ТГК-1 предлагает выделить в отдельные компании еще несколько станций – ТЭЦ-7 и Кировскую ТЭЦ. В последнем случае ТГК-1 планирует сохранить за собой контрольный пакет, тогда как в ТЭЦ-14 возможно сокращение пакета до блокирующего.

Похожий механизм привлечения инвестиций, подразумевающий выделение генерирующих активов из генкомпании, уже обсуждался в конце прошлого года в Мосэнерго, однако Газпром, владеющий блокирующим пакетом акций в компании, не выразил энтузиазма. Мы также считаем, что это плохая идея, учитывая, что она неизбежно приведет к нарушению прав акционеров генкомпаний в результате размывания их пакетов. В случае ТГК-1 компания могла бы привлечь необходимые инвестиции для ТЭЦ-14 через долговые инструменты, как Мосэнерго, а также путем допэмиссии, которую ТГК-1 планирует организовать в 1Кв2007. Мы ожидаем, что Fortum, скорее всего, заблокирует это решение, учитывая получение финской компанией блокирующего пакета в ТГК-1 после консолидации.

РАО ЕЭС объявило список генкомпаний - кандидатов на IPO; нейтрально

РАО ЕЭС объявило список «пилотных» генкомпаний, которые могут привлечь инвестиции через допэмиссию акций. Это ОГК-3, ОГК-4 и ОГК-5, а также ТГК-1, ТГК-3, ТГК-8, ТГК-9 и ТГК-10, сообщают Ведомости. Включение данных компаний в список РАО ЕЭС мотивирует тем, что они находятся в потенциально энергодефицитных регионах. Кроме того, формирование этих компаний в этом году завершается. РАО ЕЭС планирует представить список в правительство, которое уже будет решать, каким компаниям разрешить проведение допэмиссии акций. В РАО ЕЭС рассматриваются два варианта допэмиссии – IPO и частное размещение, т.е. продажа акций нового выпуска стратегическим инвесторам, уже владеющим определенными пакетами акций генкомпаний. В настоящее время РАО ЕЭС ведет переговоры со всеми стратегическими инвесторами, в т.ч. Fortum, Газпромом, КЭС, ЛУКОЙлом. Пока только КЭС дали согласие приобрести весь объем допэмиссии ТГК-9.

Итак, список «пилотных» генкомпаний известен, но конкретные компании-кандидаты еще не согласованы с правительством. Мы полагаем, что наиболее вероятный сценарий для большинства ТГК – частное размещение акций среди стратегических инвесторов, учитывая их стремление увеличить пакеты до контрольных.

По сообщению Интерфакса, Минпромэнерго и Минэкономразвития отказались поддержать предложение РАО ЕЭС о 3%-ном повышении тарифов на электроэнергию в Москве, С-Петербурге и Сибири в 2006 г. Эти два министерства впервые высказали свою позицию на совещании 17 марта, где обсуждались такие вопросы, как инвестиционная привлекательность электроэнергетики, перекрестное субсидирование и повышение тарифов на электричество. ФСТ ранее выступила против новых повышений тарифов для РАО ЕЭС.

РАО ЕЭС просило правительство пересмотреть темпы повышения тарифов в 2006–2008 гг., т.к. утвержденные ФСТ тарифы были привязаны к прогнозу по инфляции, в то время как фактический рост цен оказался значительно выше.

Мы ожидали, что правительство откажет РАО ЕЭС, поскольку основная задача правительства на данный момент – борьба с инфляцией, которая в январе-феврале уже превысила прогноз.

РАО ЕЭС

Илл. 63. Основные события

Март 2

Объявлен список кандидатов в состав Совета директоров РАО ЕЭС

По сообщению агентства Интерфакс, миноритарные акционеры РАО ЕЭС выдвинули в состав Совета директоров РАО ЕЭС очень небольшое число кандидатов: если прошлым году их было 17, в текущем году их только 6. Все кандидаты, выдвинутые тремя группами миноритарных акционеров, входят в состав действующего Совета директоров РАО ЕЭС. кандидаты: Кирилл Селезнева (Межрегионгаз) и Григория Березкина (ЕСН-Энерго), но компания все еще не исключает возможности дополнения списка. Норильский никель, владеющий 3,5% акций РАО ЕЭС, также выдвинул двух кандидатов: Андрея Бугрова (Интеррос) и Сеппо Ремеса (ФИМ-Финансовые услуги), ранее представлявшего интересы портфельных акционеров РАО ЕЭС. По данным еще одного источника, Норильский никель также добавил в список генерального директора СУЭК Владимира Рашевского. Группа, в состав которой входит по крайней мере 10 портфельных инвесторов, имеющих совместно чуть более 2% акций РАО ЕЭС, предложила кандидатуру Дэвида Херна, руководителя комитета по реформированию и стратегии при Совете директоров РАО ЕЭС и генерального директора компании Halsyon Advisors. Базовый Элемент, владеющий 2-3% акций РАО ЕЭС, не выдвинул своих кандидатов. Правительство, которое обычно занимает в Совете директоров 10 мест из 15, предложило 13 кандидатов, из которых 10 входят в действующий состав Совета директоров РАО ЕЭС.

Март 21

РАО ЕЭС планирует определить «пилотные» генкомпании в качестве кандидатов на IPO, однако не исключает возможность частного размещения; нейтрально

По сообщению Рейтерс, РАО ЕЭС в течение одной – двух недель собирается определить список первых генкомпаний, которые разместят свои акции на фондовом рынке в рамках реформы сектора. Владимир Аветисян, возглавляющий одну из двух бизнес-единиц РАО ЕЭС, сказал, что среди кандидатов на IPO две оптовые генерирующие компании, ОГК-4 и ОГК-5, а также две территориальные генерирующие компании, ТГК-9 и ТГК-10. «В течение одной – двух недель мы сможем определить (пилотные) проекты, подлежащие реализации», сообщил Аветисян по телефону из Сингапура, где он участвует в конференции. Аветисян сообщил, что размер запланированного первого IPO, скорее всего, составит \$300 млн. Ранее представители РАО ЕЭС говорили о том, что ОГК-5, вероятно, первой разместит акции в объеме, соответствующем 25% ее капитала. «Я лично предпочитаю классическое IPO с публично торгуемыми акциями», сказал Аветисян. Между тем, мы не исключаем, что в некоторых случаях могут быть организованы допэмиссии в соответствии со схемой частного размещения, по которой существующие акционеры получают право на покупку дополнительных акций. РАО ЕЭС также учтет мнение миноритариев компаний-кандидатов на листинг, поскольку миноритариям принадлежит преимущественное право на покупку акций, сказал Аветисян. Комплексные энергосистемы (КЭС) и компания, аффилированная с руководством российского нефтяного гранда ЛУКОЙЛ, являются одними из инвесторов. КЭС – второй крупнейший акционер ТГК-9 и ТГК-5 после РАО ЕЭС. Промрегионхолдинг, аффилированный с руководством ЛУКОЙЛ, является крупнейшим миноритарием в другой территориальной генерирующей компании, ТГК-8.

Источники: оценки Альфа-Банка

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

**Листинг акций ОАО
Полюс Золото на
российском рынке
станет главным
событием апреля**

Листинг акций ОАО Полюс Золото в России, намеченный на апрель, станет одним из основных событий на рынках металлов, которые мы охватываем. В преддверии IPO Полюс Золото опубликовал ряд важных новостей.

Генеральный директор Полюс Золото г-н Иванов сообщил некоторые основные финансовые показатели компании за 2005 год, в т.ч. выручку в \$ 462 млн и показатель EBITDA в \$182 млн, что несколько меньше, чем ожидала Альфа: мы прогнозировали прибыль 2005П в \$474 млн и показатель EBITDA в \$212 млн. Мы ожидаем публикации финансовых отчетов компании за 2005 г.

**В марте Полюс продал
свой пакет акций в Gold
Fields за \$2,02 млрд**

Кроме того, в марте Полюс продал свой пакет акций в Gold Fields за \$2,02 млрд. Напомним, что в марте 2004 г. Норильский Никель приобрел этот пакет за \$1,16 млрд. Хотя мы и считаем, что Норильский Никель ищет возможности создать объединение, сочетающее иностранные «золотые» активы Gold Fields и Полюса (даже хотя эти попытки и оказались безуспешными), мы всегда рассматривали этот пакет акций как портфельные инвестиции. По нашему мнению, продажа ценных бумаг была удачной, и мы считаем, что вырученные средства могли бы быть потрачены на слияния и поглощения, что полностью соответствовало бы агрессивной политике Полюса в этой области. Часть вырученной суммы могла бы быть перенаправлена акционерам в качестве дивидендов или через выкуп акций.

И наконец, в ходе подготовки к листингу компании на российских и иностранных биржах прошла регистрация нового юридического лица Полюс Золото, чьи акционеры избрали трех независимых директоров. Мы рассматриваем эту новость положительной.

Следующие шаги по выделению «золотых» активов включают:

- Апрель 2006 г.: Полюс Золото подаст заявку на листинг акций на одной или нескольких российских фондовых биржах.
- Май 2006 г.: Регистрация программы АДР 1 уровня на акции Полюс Золото при условии получения необходимых разрешений. Иностранные инвесторы получают АДА Полюс Золото.

Мы отмечаем, что Норильский Никель/Полюс действуют по установленному графику в том, что касается мероприятий по выделению Полюс Золото, и мы ожидаем, что оставшаяся часть процесса завершится также вовремя, что станет хорошим началом для нового предприятия. Очевидно, что Полюс Золото станет голубой фишкой. Акционеры Норильского Никеля получили большую выгоду от выделения: в 2005 г. цена на акции Норильского Никеля остановилась на \$88,6, когда они продавались совместно с Полюсом. В настоящее время на «сером» рынке акции Полюса оцениваются в \$39,5, а Норильского Никеля – в \$94,3 (т.е. вместе два актива стоят \$133,8 за акцию). Сейчас мы пересматриваем нашу модель дисконтированного денежного потока и нашу оценку Полюса.

В области черной металлургии основные новости в марте поступали от Мечела, среди которых недавнее заявление генерального директора

Ключевой акционер Мечела продал GDR на сумму \$350 млн и трехлетних конвертируемых облигаций на \$150 млн

Консолидация в сталелитейной области продолжается; Абрамович договаривается с Евразом о приобретении 25%-ного пакета акций

Владимира Йориха о его намерении уйти в отставку и продать свой 42%-ный пакет акций председателю Совета директоров Игорю Зюзину.

Мечел повысил коэффициент дивидендных выплат с 15% до 50% от чистой прибыли по US GAAP (с 2005 г.) и переориентировал расход средств со сталелитейной на горнодобывающую промышленность.

По нашим прогнозам, дивиденд за 2005 год мог бы достичь \$1,48 за АДР, что дало бы 5%-ный доход по дивидендам. Мы считаем, что изменение дивидендной политики является положительным развитием событий для компании. Пересмотр программы капиталовложений означает дальнейшее развитие Мечел в горнодобывающей промышленности, где управление компании видит наибольшие возможности роста.

В марте Мечел продал GDR на \$350 млн по цене \$22 за GDR, что означает дисконт в 7,8% к предыдущей цене. В то же время компания продала трехлетние облигации, подлежащие обязательной конвертации в акции Мечела, на сумму \$150 млн. Купон по облигациям составит 10,25%, и предусмотрен опцион на покупку с исполнением через год. Напомним, что ранее была объявлена продажа GDR Мечела за \$700 млн, а также трехлетних конвертируемых облигаций за \$250-300 млн.

Мы хотели бы отметить следующее:

- Было выпущено приблизительно 15,9 млн новых GDR, что составляет приблизительно 11,5% от числа акций в обращении.
- 6,8 млн GDR предназначено для конвертированного обмена, что составляет приблизительно 4,9% от числа акций в обращении.
- В целом 16,4% из 42%-ного пакета Йориха попадет на рынок.
- Число акций Мечела в свободном обращении возросло до 23,5% и увеличится до 28,4% после конвертирования GDR.

По нашим прогнозам, при цене \$22 за GDR оценки Мечела по 2005П EV/EBITDA и 2006П EV/EBITDA составили 4,1 и 4,9, соответственно, тогда как аналогичные средние значения для российских сталелитейных компаний были 4,0 и 4,4, а для сталелитейных компаний развивающихся рынков – 4,5 и 4,7.

Поскольку Зюзин планирует сохранить 51% в компании, мы считаем, что около 16,6% GDR Мечела могут быть дополнительно размещены на рынке, и этот объем окажет краткосрочное давление на рынок.

Мы придерживаемся прежнего мнения, что, хотя в краткосрочной перспективе вливание дополнительной ликвидности очевидно не является положительной новостью для акций Мечела, но в долгосрочной перспективе оно будет иметь позитивное влияние, поскольку компания обеспечит значительный приток ликвидности на более широкий рынок.

Мы сохраняем наш рейтинг ПОКУПАТЬ по АДР Мечела с расчетной ценой на 12 месяцев \$29,7.

Между тем, продолжается консолидация в сталелитейной области. По сообщениям, Роман Абрамович ведет переговоры с мажоритарным акционером Евраза Александром Абрамовым о приобретении 25%-ного пакета акций.

Мы считаем, что это хорошая для Евраза новость, т.к. интерес со стороны такого крупного бизнесмена и политика, как Абрамович, свидетельствует о том, что Евраз может стать центром консолидации российской сталелитейной промышленности. Мы полагаем, что

покупателю придется заплатить некую премию за приобретение блокирующего пакета, хотя, скорее всего, не такую большую, какая фигурировала в недавних крупных сделках по покупке зарубежных сталелитейных активов (в частности, Mittal/Криворожсталь).

Более того, мы считаем эту новость положительной для российской сталелитейной отрасли в целом. В нынешней ситуации, когда продажа больших пакетов акций иностранным стратегическим инвесторам не приветствуется правительством, вероятно, что внутренняя консолидация, направленная на национального сталелитейного лидера, выльется в рост оценок вследствие премий при поглощении.

Тем не менее, на наш взгляд, Евраз справедливо оценивается на рынке, и мы поддерживаем наш рейтинг ДЕРЖАТЬ.

Совет директоров ММК рекомендовал выплату дивидендов за 4Кв05 в размере \$0,019

Совет директоров ММК рекомендовал акционерам компании утвердить выплату дивидендов по обыкновенным акциям за 4Кв05 в размере 0,532 руб (\$0,019). Голосование по этому вопросу состоится на очередном общем собрании акционеров 21 апреля. Расчетная дата была назначена на 3 марта.

Напомним, за 2Кв05 и 3Кв05 ММК выплатил дивиденды в размере 0,655 и 0,667, соответственно, и т.о. совокупные выплаты за 2005 г. составят 1,854 руб (\$0,066) за акцию, а годовая кумулятивная дивидендная выплата составляет около 10%.

Общая сумма выплат за 2005 г. (включая промежуточные дивиденды) составит \$696 млн. Исходя из прогнозируемой чистой прибыли за 2005 г. на уровне \$ 954 млн, коэффициент выплаты дивидендов достигнет 73%.

При этом следует отметить, что в конце 2004 г. менеджмент ММК израсходовал \$1,66 млрд на выкуп собственных акций у государства и СГ «Мечел», и эти расходы пока еще полностью не компенсированы. Отсюда такой высокий коэффициент выплаты дивидендов.

Мы сохраняем расчетную цену по акциям ММК на уровне \$0,62 и рекомендуем инвесторам ДЕРЖАТЬ эту бумагу.

Северсталь опубликовала подробную информацию о независимой оценке компании и ее добывающих активов, принадлежащих Frontdeal

Северсталь опубликовала подробную информацию о независимой оценке компании и ее добывающих активов, принадлежащих Frontdeal, которые последняя намеревается продать Северстали в обмен на 397,5 млн акций нового выпуска Северстали, что составляет примерно 72% от текущего числа акций в обращении. Независимый оценщик Росэкспертиза оценил 100% акционерного капитала добывающих активов, которые будут переданы Северстали, в \$4,8 млрд, а среднее по 90%-ному пакету Frontdeal этих активов в \$4,1 млрд с учетом различных премий и дискаунтов по контрольному или миноритарному пакету акций, соответственно, согласно российскому законодательству (однако, не применяя систему премий и дискаунтов, мы оценили пакет Frontdeal в \$4,4 млрд).

Оценка активов Frontdeal и цена при обратном выкупе для акционеров Северстали совпадали с предыдущими рекомендациями компании.

На наш взгляд, пакет главного акционера Северстали в ее добывающих активах был оценен весьма щедро, по сравнению с нашей оценкой в \$3,5 млрд.

Произведенная оценка добывающих активов Frontdeal подразумевает среднюю премию в 40% к российским горнодобывающим компаниям, тогда как Карельский окатыш был оценен по показателю акционерный капитал/добыча в \$249/т против \$202/т для крупнейшего российского

горнодобывающего завода – Лебединского ГОКа, что означает премию в 23%. Сходным образом, угольные активы Frontdeal оценены с премией в 92% к российским предприятиям отрасли – акционерный капитал/добыча в \$235/т против \$122/т по российским компаниям.

Илл. 64. Расчетная стоимость горнодобывающих активов Frontdeal

Горнодобывающие активы	Продукция	Стоимость акц. капитала, млн \$	Пакет, конечным владельцем которого является Frontdeal, %	Ст-ть пакета, млн \$	Запасы руды, млн т	Добыча 2005, млн т	Расч. ст-ть акц. капитала/запасы, \$/т	Расч. ст-ть акц. капитала/добыча, \$/т
Горнодоб. активы Frontdeal								
Карельский окатыш	Железорудный окатыш	2193	90,8%	1992	1221,7	8,8	1,8	249
Олкон	Железорудный концентрат	480	92,0%	442	630,9	4	0,8	120
Среднее по железной руде							1,3	184,6
Расчетная премия к аналогам								40%
Воркутауголь	Коксующийся уголь	1425	88,9%	1267	438,5	5,3	3,2	269
Шахта Воргашорская	Уголь	227	72,1%	164	129,7	1,5	1,8	151
Шахта Березовская (Кузбассуголь)	Уголь	261	96,1%	251	140,2	0,9	1,9	282
Шахта Первомайская (Кузбассуголь)	Уголь	260	99,3%	258	233,3	1,1	1,1	236
Среднее по углю							2,0	234,5
Расчетная премия к аналогам								92%
По отчету Северстали				4107				
Общая оценка		4846	89,9%	4373				
Сопоставимые компании								
Железная руда								
Лебединский ГОК		4170				20,7		202
Михайловский ГОК		2232				19,8		113
Стойленский ГОК		1054				13,0		81
Качканарский ГОК		1222				9,2		132
Среднее по железной руде								132
Уголь								
УКУЗ		2224				15,8		141
Кузбассразрезуголь		4137				40		103
Среднее по углю								122

Источник: Северсталь, Bloomberg, оценки Альфа-Банка

Однако то, что оценка, опубликованная компанией, явно недооценивает сталелитейный сектор и переоценивает добывающий сектор, является отрицательным фактором

Северсталь оценила себя в \$6,2 млрд, что означает, что цена акции составляет \$11,2, в то время как ее нынешняя рыночная капитализация составляет \$7,7 млрд, а цена акции - \$14.

Мы рассматриваем консолидацию добывающих активов ключевых акционеров Северстали как положительное для нее событие. Однако оценка, опубликованная компанией, явно недооценивает сталелитейный сектор и переоценивает добывающий сектор, что мы расцениваем как негативное событие для акционеров Северстали. Мы учтем эту информацию от компании при нашей оценке.

ГМК Норильский Никель

Илл. 65. 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	10,4	8,1	8,0	10,6
EV/ЕБИТДА	5,7	5,1	5,2	6,6
Капитализация, млн. \$	19 003			
EV, млн. \$	19 214			
Кол-во акций, млн.	190			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 66. 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

Северсталь

Илл. 67. 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	5,4	6,3	7,6	8,6
EV/ЕБИТДА	3,8	3,9	4,6	5,0
Капитализация, млн. \$	7 588			
EV, млн. \$	8 067			
Кол-во акций, млн.	552			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 68. 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. 69. Основные события

Март 31

Северсталь недооценила себя в \$6,2 млрд и переоценила добывающие активы в \$4,1 млрд; НЕГАТИВНО

Северсталь опубликовала подробную информацию о независимой оценке компании и ее добывающих активов, принадлежащих Frontdeal, которые последняя намеревается продать Северстали в обмен на 397,5 млн акций нового выпуска Северстали, что составляет примерно 72% от текущего числа акций в обращении. Независимый оценщик, Росэкспертиза, оценил 100% акционерного капитала добывающих активов, которые будут переданы Северстали, в \$4,8 млрд, а среднее по 90%-ному пакету Frontdeal этих активов в \$4,1 млрд (хотя, основываясь на подробной схеме собственности и стоимости 100% каждого актива, предоставленным руководством компании, мы оценили пакет Frontdeal в \$4,4 млрд).

Источник: оценки Альфа-Банка

Евраз
Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	5 925	6 601	6 731	6 437
EBITDA, млн. \$	2 004	1 958	1 994	1 765
Чистая прибыль, млн. \$	1 084	1 068	1 141	1 001
P/E	8,8	8,9	8,4	9,5
EV/EBITDA	5,1	5,2	5,1	5,8
Капитализация, млн. \$	9 552			
EV, млн. \$	10 151			
Кол-во акций, млн.	350			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 71. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Относительно неблагоприятное расположение
- Низкий технологический уровень

Возможности

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

Угрозы

- Введение новых ограничений в США и Европе

Источники: оценки Альфа-Банка

СГ Мечел
Илл. 72. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	3 636	3 759	3 821	3 810
EBITDA, млн. \$	908	755	633	657
Чистая прибыль, млн. \$	543	412	315	335
P/E	6,7	8,9	11,6	10,9
EV/EBITDA	4,1	4,9	5,9	5,7
Капитализация, млн. \$	3 656			
EV, млн. \$	3 731			
Кол-во акций, млн.	139			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 73. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Относительно низкая доходность (04 EBITDA - 25%)
- Низкий технологический уровень (Разлитие в слитки - 82%)

Возможности

- Программа инвестиционных вложений на 2005-2009 года оценивается в \$900 млн
- Расширение мощностей по стали и прокату до 8.2 млн тонн и 7.1 млн тонн в 2007П

Угрозы

- Введение новых ограничений в США и Европе

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 74. Основные события

Март 9

Мечел поднимает коэффициенты дивидендных выплат с 15% до 50%; капиталовложения переориентированы на разработку месторождений – позитивно

Почти через месяц после того как генеральный директор Мечел с большим стажем г-н Йорих объявил о своих планах уйти в отставку и продать свой 42% пакет своему партнеру, председателю совета директоров г-ну Зюзину, компания объявила о двух крупных стратегических инициативах. Компания меняет свою дивидендную политику: коэффициент дивидендных выплат возрастет с 15% до 50% от чистой прибыли по US GAAP, начиная с дивидендных выплат за 2005 фискальный год. До этих изменений, исходя из 20% выплат за 2005 год, мы ожидали \$0,59 дивиденд на АДР по сравнению с \$1,43 в 2004 году. С учетом новой дивидендной политики и ожидаемой чистой прибыли в \$412 млн, дивиденд за 2005 год мог бы достичь \$1,48 за АДР, что дало бы 5% доход по дивидендам.

Мы считаем, что изменение дивидендной политики является положительным развитием событий для компании. Кроме того, Мечел сообщил, что по результатам процесса внутреннего пересмотра была оптимизирована программа капиталовложений компании и значительные дополнительные средства были выделены на продолжение развития и расширения ее горнодобывающего сегмента. По пересмотренной программе капвложения на пятилетний период с 2006 по 2010 год на \$1,1 млрд распределены между горнодобывающим (\$750 млн) и сталелитейным (\$350 млн) сегментами. Раньше инвестиции компании были сконцентрированы на развитии сталелитейного сегмента. Пересмотр программы капиталовложений означает дальнейшее развитие Мечел в горнодобывающей промышленности, где управление компании видит наибольшие возможности роста. Данные изменения будут включены в нашу модель дисконтированного денежного потока; при этом рейтинг Мечела ДЕРЖАТЬ сохраняется.

Источник: оценки Альфа-Банка

Пищевая промышленность и розничная торговля**Светлана Суханова (7 495) 795-3742; Елена Бороденко (7 495) 795-3692****Мы повышаем расчетную цену на акции Калины на 6% до \$51 и сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ****Dr. Scheller полностью консолидирован в модели дисконтированного денежного потока**

Показатели компании Dr. Scheller были полностью консолидированы в модель дисконтированного денежного потока Калины, тогда как ранее мы рассматривали их по отдельности и рассчитывали расчетную цену Калины методом суммирования частей.

Калина должна вырасти на 12% в год в 2005-2010П

Мы ожидаем, что органический рост Калины в среднем составит 12% в год в 2005–2010П на фоне 8% роста рынка за тот же период. Ожидается, что Dr. Scheller даст 5% CAGR в 2005–2010П. Ожидаемая консолидированная выручка достигнет \$497 млн (11,5% CAGR) в 2010П.

Расчетная цена на 12 месяцев возросла на 6% до \$51 за акцию

С учетом этих поправок мы поднимаем справедливую стоимость Калины с \$43,7 до \$46,3, а расчетную цену на 12 месяцев с \$48,3 до \$51,1. Мы считаем, что в настоящий момент Калина получила полную оценку и сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ для акций компании.

Мы больше не рассматриваем компанию как дешевую

Калина торгуется с показателями 11x 2006П EV/EBITDA и 17x 2006 P/E. Это показывает 11–40% надбавку относительно других производителей товаров народного потребления (Балтика, Лебедянский и Вимм-Билль-Данн) на основе показателя EV/EBITDA и 3–11% надбавку по сравнению с Балтикой и Лебедянским по показателю P/E.

Относительно международных косметических компаний своего уровня Калина торгуется с дисконтом в 10–30%, но мы бы не стали рекомендовать относиться к компании как к дешевой, поскольку этот дисконт справедлив и отражает более рискованный профиль с учетом особенностей страны и компании.

Результаты 2005 г. разочаровывают из-за снижения рентабельности

21 марта Калина объявила неоднозначные финансовые результаты за 2005 г. по МСФО (ранее Калина вела отчетность по US GAAP). Несмотря на высокую выручку (+58% по причине консолидации с Dr. Scheller), показатели рентабельности оказались ниже, чем мы ожидали.

Органический рост Калины достиг 22% в 2005 г. на фоне 13% роста рынка

Органический рост Калины в России составил 22%, в соответствии с нашими прогнозами. Dr. Scheller, консолидированный с апреля 2005 г., увеличил выручку Калины на \$66 млн. В будущем компания не ожидает значительного роста на немецком рынке (2–3% в год), но должна получить прибыль от сбыта декоративной косметики марок Dr. Scheller как на российском, так и на украинском рынках.

Рентабельность EBITDA в 2005 г. снизилась на 2 п. п. до 14% (мы ожидали цифры на уровне 2004 г.). Основной причиной этого стал рост расходов на рекламу (14% от выручки в 2005 г. по сравнению с 10% в 2004 г.) и персонал (9% и 7% соответственно). Обе статьи расходов возросли по причине активного продвижения марок Dr. Scheller посредством рекламы и увеличения штата продавцов, необходимого для обеспечения сбыта. Рост расходов на рекламу также может объясняться возросшей конкуренцией со стороны крупных международных компаний, которые тратят 60–90% выручки от новых марок на рекламную

Рентабельность поддержку. В будущем Калина рассчитывает тратить на рекламу 12–13% от выручки.
ЕБИТДА упала на 2 п. п.

в результате роста

Источники: Альфа-Банк

	1П05	2П05	2005	2005	2004	Изменение (2005/04)	Органический рост (2005/04)	2004	2004
	(US GAAP)		(МСФО)	(искл. Dr. Scheller)	(МСФО)			(US GAAP)	Разница (IFRS против US GAAP)
	\$ млн	\$ млн	\$ млн	\$ млн	\$ млн			\$ млн	
Выручка	133	155	288	222	181,8	58%	22%	182,6	0%
Себестоимость	66	88	153	111	89,7	71%	24%	91,8	-2%
Валовая прибыль	67	67	135	111	92,1	46%	20%	90,8	1%
Коммерческие и управленческие расходы	42	61	103		65,1	58%		59,5	9%
ЕБИТДА	28	12	41		29,1	39%		33,4	-13%
Операционная прибыль	26	6	32		27	19%		31,3	-14%
Чистая прибыль	18	5	23	21,3	18,4	24%	16%	19	-3%
Норма валовой прибыли	51%	44%	47%	50%	51%	-4		50%	
Норма ЕБИТДА	21%	8%	14%		16%	-2		18%	
Норма операционной прибыли	19%	4%	11%		15%	-4		17%	
Норма чистой прибыли	13%	3%	8%	10%	10%	-2		10%	

Источник: Отчеты компании

В России рынок косметики вырос на 13% в 2005 г. по сравнению с 2–3% ростом в Европе

Мы прогнозируем 13% рост рынка косметики в России в 2006 г.

В 2005 г. рынок косметики вырос на 13,2% до \$7,0 млрд; в 2006 г. ожидается 12,7% рост рынка до \$7,9 млрд. За этот же период Калина органически выросла на 22%, опередив рост рынка, чему способствовало проникновение в новые сегменты, такие как декоративная и мужская косметика.

Мы считаем, что к 2010 г. рынок должен вырасти до \$10,4 млрд (+8% CAGR в 2005–2010 г.), и ожидаем, что органический рост российского бизнеса Калины за тот же период составит 12%.

Основные новые тенденции на российском рынке:

- растущая доля розничных сетей, прямых продаж и аптек в системе сбыта (48,5% в целом в 2005 г. по сравнению с 47,0% в 2004 г.);
- уменьшающаяся доля отечественных производителей (40% в 2005 г. по сравнению с 70% в 1999 г. и 50% в 2002 г.);
- более быстрый рост цен на отечественные продукты по сравнению с импортными, частично из-за подорожания рубля (подробности см. выше);
- более агрессивная маркетинговая политика.

Вимм-Билль-Данн
Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1 189	1 399	1 645	1 858
EBITDA, млн. \$	98	141	185	200
Чистая прибыль, млн. \$	24	30	57	66
P/E	53,5	42,6	22,4	19,6
EV/EBITDA	15,2	10,5	7,7	7,0
Капитализация, млн. \$	1 339			
EV, млн. \$	1 523			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Седьмой Континент
Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	496	744	1,203	1,502
EBITDA, млн. \$	44	80	140	173
Чистая прибыль, млн. \$	27	49	80	100
P/E	59,0	32,8	20,1	16,2
EV/EBITDA	35,2	20,3	12,9	10,0
Капитализация, млн. \$	2 835			
EV, млн. \$	2 853			
Кол-во акций, млн.	65			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 77. 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. 79. 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. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	994	1 216	1 851	2 483
ЕБИТДА, млн. \$	253	377	520	653
Чистая прибыль, млн. \$	132	237	320	399
P/E	35,5	19,8	14,6	18,1
EV/ЕБИТДА	20,5	13,6	9,4	7,1
Капитализация, млн. \$	5 363			
EV, \$ млн	6 256			
Производство, млн	22			
Кол-во акций, млн	3 306			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 81. 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

Пятерочка

Илл. 82. 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	36,9	28,5	23,1	19,1
EV/ЕБИТДА	25,1	17,8	14,3	11,4
Капитализация, млн. \$	2 682			
EV, млн. \$	2 797			
Кол-во акций, млн.	153			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 83. 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

Аптеки 36,6

Илл. 84. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	211	324	458	618
EBITDA, млн. \$	19	22	33	41
Чистая прибыль, млн. \$	1	5	3	8
P/E	285,8	40,0	64,4	25,4
EV/EBITDA	15,5	12,4	8,9	6,8
Капитализация, млн. \$	336			
EV, млн. \$	290			
Кол-во акций, млн.	8			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 85. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Конкуренция снизит прибыльность
- Рост может быть сдержан недостаточным финансированием

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 86. Основные события

Март 2

Сеть аптек 36,6 войдет в Омск; позитивно

Аптечная сеть 36,6 объявила о приобретении сети Фармаком в Омске, в результате чего в общем портфеле компании 36,6 оказалось более 500 торговых точек. Фармаком располагает 13 аптеками со средней площадью 74 кв м. Управление новыми аптеками будет осуществляться из омского офиса компании, подотчетного западносибирскому подразделению сети 36,6 (расположенному в Новосибирске), к которому относятся 17 торговых точек в Западной Сибири, включая аптеки Фармакома. Цена приобретения не разглашается. Это позитивная новость для компании 36,6, соответствующая ее стратегии активной экспансии в регионы, и мы ожидаем, что компания будет и дальше делать приобретения в Сибири.

Источник: оценки Альфа-Банка

РБК

Илл. 87. Основные события

Март 13

РБК запустила на Украине новостной портал: нейтрально

Компания Балтика объявила, что Екатерина Азиминая, занимавшая ранее должность директора по финансам, 1 мая возвращается после декретного отпуска на позицию вице-президента по финансам. Нынешний главный финансовый директор Петр Чернышев, ранее возглавлявший пивоварню «Вена» (самый ценный актив ВВН в России), 1 мая вступает в должность президента ВВН Украина (Славутич и Львовский пивзавод). До прихода в ВВН Чернышев в течение 2 лет был главным финансовым директором ВВН Украина. Мы полагаем, что менеджмент Балтики всегда был высокого уровня и что последние назначения не окажут существенного влияния на компанию и котировки ее акций. Мы подтверждаем рекомендацию ДЕРЖАТЬ и расчетную цену на ближайшие 12 месяцев на уровне \$40,74 за акцию.

Март 26

РБК объявил о хороших результатах за 2005 год и возможных приобретениях медийных компаний

РБК объявил результаты за 2005 год, которые, в общем, соответствуют нашим и рыночным ожиданиям. Выручка выросла органически на 31% по сравнению с 2004 годом до \$105 млн, причем основную выручку принесли сегменты РБК ТВ (+42%) и Медиа (+38%). Показатель EBITDA возрос на 74% по сравнению с 2004 годом до \$34 млн (рентабельность EBITDA - 33%) из-за безубыточности сегмента ТВ. По той же причине чистая прибыль выросла более чем в два раза до \$22,5 млн. В интернет-рекламе тарифное расписание РБК увеличилось вдвое (в апреле и сентябре) и достигло 36% в целом. К концу февраля общая суточная аудитория интернет-сайта РБК достигла 1,35 млн отдельных посетителей (0,65 млн в 2004 г.), а ежемесячная выросла до 10 млн (5,7 в 2004 году). По данным КОМКОР-Медиа, недельная аудитория РБК ТВ в России выросла до 4,1 млн человек в ноябре 2005 г., на 32% выше по сравнению с 2004 годом. РБК ожидает, что лимит времени телевизионной рекламы возрастет с 25% в 2004 году до 35% в 2006 году и собирается поднять цены на 15% от цен за сентябрь 2006 г. и на 30% в год в будущем, как другие телеканалы. В общем, РБК ожидает, что новый закон о рекламе окажет благоприятное влияние на компанию, поскольку будет способствовать переносу целевой рекламы с главных телеканалов на РБК ТВ из-за возросших цен на последнем.

Источник: оценки Альфа-Банка

Банковский сектор
Наталья Орлова (7 495) 795-3677

Иностранные инвесторы смогут покупать до 10% банков без разрешения ЦБ РФ; хорошие новости для вторичного рынка

Недавно ЦБ РФ обнародовал предложение по внесению изменений в законодательство, благодаря которым иностранные инвесторы получат возможность приобретать до 10% уставного капитала банка без разрешения ЦБ РФ. Ожидается, что эта мера будет способствовать увеличению капитализации банковского рынка и тем самым – интереса банков в IPO. Тем не менее, процедура банковских IPO по-прежнему будет строго регламентироваться рядом ограничений, *например* подтверждением финансового статуса потенциальных покупателей. По этой причине мы считаем, что предложения ЦБ РФ имеют значение, главным образом, для вторичной торговли, в случае утверждения ликвидируя так называемые «очищенные» акции. Тем временем, банковские IPO остаются сложной процедурой.

Ожидается, что розничное кредитование превысит 7% ВВП к 2010 г.

Недавно Альфа-Банк провел телеконференцию с руководителями своих подразделений, занимающихся ипотекой, автокредитованием и операциями с пластиковыми картами, которая выявила некоторые интересные аспекты текущей ситуации в розничном кредитовании в России и его перспективы. Ниже дается сводка основных обсуждаемых вопросов:

- Российский рынок розничного кредитования достиг 5,4% ВВП на конец 2005 года, но по-прежнему сохраняет простую структуру, т.к. около 75% частного кредитования имеют форму личных кредитов, выдаваемых наличными. Ипотека, автокредиты, потребительские кредиты и пластиковые карты вместе взятые составляют всего 25% от рынка в целом.

Илл. 88. Структура розничного рынка, \$ млрд

	2004	2005	2010
Ипотека	0,9	2,0	20,0
Автокредиты	2,5	4,5	18,0
Потребительские кредиты	1,8	3,0	8,0
Кредитные карты	0,5	1,0	10,0
Личные кредиты	16,3	31,5	56
Рынок в целом	22	42	112

Источники: ЦБ РФ, оценка Альфа-Банка

- В последующие годы ситуация изменится: ожидается, что к 2010 году рынок превысит 7% ВВП, а доля личных кредитов сократится до 50% от рынка в целом.
- Банки постоянно применяют стратегии слияний и приобретений для укрепления позиций на рынке розничного кредитования: все лидеры рынка розничного кредитования – Росбанк, УралСиб, Райффайзен и ВТБ – сделали приобретения в 2005 году с целью увеличения своей рыночной доли.
- Средний уровень просроченных кредитов в настоящий момент стабилен и составляет 6-7% для всех сегментов рынка, но, как ожидается, возрастет в будущем при более глубоком проникновении банковских услуг. В некоторых сегментах,

например экспресс-кредитах, штрафная ставка достигает 30-35%.

Сбербанк

Илл. 89. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Активы, млн. \$	50 170	67 453	75 983	84 870
Чистая прибыль, млн. \$	473	767	824	929
P/E	60,5	37,3	34,7	30,8
Капитализация, млн. \$	29 308			
Кол-во об. акций, млн	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 90. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Рынок облигаций

Екатерина Леонова (7 495) 785-9678

Марина Власенко (7 495) 783-5029

Дата	События и комментарии
2 марта	<p>Европейский Центробанк повысил ключевую ставку на 25 б.п. до 2,5% годовых. Повышение ставки не явилось сюрпризом для участников рынка, и было практически заложено в цены. Однако председатель ЕЦБ Жан Клод Трише дал понять, что ожидание еще одного повышения ставки является обоснованным из-за существующего давления инфляции.</p> <p>Базовый индекс потребительских цен в Японии вырос более, чем на ожидавшиеся 0,5%, вынуждая Банк Японии прекратить ультрасвободную монетарную политику скорее раньше, чем позже. Это повышение индекса – рекордное за последние восемь лет. Базовый ИПЦ, исключая продукты питания, но не энергоносители, непрерывно растет в последние три месяца.</p>
8 марта	<p>Банк Японии объявил о завершении пятилетнего периода борьбы с дефляцией. Управляющие банка уверены, что экономика страны достаточно устойчива, чтобы уже в этом году выдержать повышение процентной ставки после трех рецессий с 1990 г. По сообщениям банка, краткосрочные процентные ставки пока останутся практически на нулевом уровне, а инфляция останется на уровне 0–2%. Участники рынка ожидали такого решения банка. Это вызвало переоценку стоимости денег и опасения в уменьшении глобальной ликвидности, что, в свою очередь, привело к рекордному повышению доходности КО США и сильному давлению на развивающиеся рынки.</p>
9 марта	<p>Банк Бразилии понизил ключевую ставку на 75 б.п. до 16,5% годовых. Трое участников голосования, несогласных с его результатами, проголосовали за понижение ставки на 1 п.п., что стало бы рекордным понижением за период с декабря 2003 г. Более интенсивное понижение ставки может стимулировать крупнейшую экономику Латинской Америки. Центральный банк снижает стоимость кредитов с целью стимулировать инвестиции и расходы потребителей по кредитам после двойного уменьшения в прошлом году темпов экономического роста до 2,3%.</p>
17 марта	<p>Потребительские цены в феврале выросли на 0,1%, что означает эффективность мер по сдерживанию инфляции. Рынок внешнего долга продемонстрировал ралли в результате публикации данных по инфляции в США. Некоторые инвесторы были обеспокоены возможным скачком инфляции в феврале, но цифры соответствовали общим ожиданиям. Инфляция составила 0,1%, базовый индекс (исключающий энергоносители и продукты питания) оказался даже ниже, чем ожидалось – 0,1% против консенсус-прогноза в 0,2%. Доходность КО США упала на 10 б.п. до 4,64% годовых.</p>
27 марта	<p>Министр финансов Бразилии Палоччи ушел в отставку после очередного обвинения во взяточничестве. Его последователь – Гвидо Мантега. От него ожидают более мягкой бюджетной политики, которая приведет к увеличению расходной части бюджета. Позитивный образ Бразилии в глазах инвесторов основан главным образом на ожидании повышения суверенного рейтинга страны вслед за достигнутыми Палоччи улучшениями в бюджетной политике и досрочным погашением внешнего долга.</p>
28 марта	<p>ФРС повысила базовую процентную ставку на 25 б.п. до 4,75% годовых. Повышение ставки на 25 б.п. было уже заложено в цены, однако заявление ФРС прозвучало несколько более пессимистично, чем ожидалось. ФРС дала понять, что необходимы непрерывные дальнейшие повышения. Однако ФРС уверена в том, что эти разочаровывающие экономические показатели за 4Кв05 объясняются специфическими, временными факторами. Таким образом, ФРС не считает угрозой снижения экономического роста настолько серьезной, чтобы исключить дальнейшее повышение процентной ставки.</p>
29 марта	<p>PIMCO планирует организовать Азиатский фонд облигаций в ближайшие полгода. Ведущий участник рынка облигаций развивающихся стран планирует организовать фонд для инвестирования в азиатские долговые бумаги, номинированные в долларах США. Представитель компании сообщил, что значительный потенциал роста развивающихся рынков и ожидание повышения суверенных рейтингов вызывает рост интереса клиентов к такого рода инвестициям. Наиболее вероятным кругом инвестирования фонда являются еврооблигации Китая, Южной Кореи, Малайзии, Индонезии, Пакистана и Вьетнама. Мы считаем, что это позитивная новость для развивающихся рынков, поскольку PIMCO – крупнейший покупатель облигаций развивающихся стран, который пользуется доверием и уважением своих клиентов.</p>

Источник: Календари Reuters и Bloomberg, C-Bonds, Альфа-Банка

Начало 2006 г. было отмечено высокими уровнями доходности...

На протяжении марта доходности на внешнедолговом рынке держались на очень высоком уровне. Доходности по 10-летним КО США колебались в пределах 4,6–4,8% годовых, к концу марта преодолев уровень основного сопротивления в 4,8%.

Понижительные настроения на рынке были обусловлены в основном (1) неопределенностью монетарной политики ФРС в будущем после отставки Гринспена, а также (2) глобальной переоценкой стоимости привлечения средств, вызванной повышением ключевых ставок крупнейшими Центробанками (ЕЦБ, ФРС) и ожиданиями, что Банк Японии изменит свою ультрамягкую монетарную политику.

Рынок российских еврооблигаций испытывал сильное давление со стороны доходностей по КО США и ожидаемого повышения ставок, и позитивный эффект от досрочного погашения внешнего долга был практически сведен к

нулю. Спред суверенных облигаций Россия-30 к 10-летним КО США расширился с 97 б.п. (в конце февраля) до 115 б.п. (в конце марта).

Позитивные внутренние факторы развивающихся рынков остаются, однако негативные изменения в глобальной ликвидности приведут, скорее всего, к оттоку капитала с рынка BRIC и других развивающихся рынков. Более того, из заявления ФРС, опубликованного 28 марта после повышения ключевой процентной ставки, следует возможное дальнейшее повышение ставки до 5% годовых и даже более.

Внимание инвесторов по-прежнему будет сфокусировано на публикуемых макроэкономических данных, тогда как доходности по КО США приближаются к новому уровню основного сопротивления в 4,9% и даже в 5% годовых. Рынок ожидает передышки, но все еще нет никаких признаков остановки в кампании ФРС по ужесточению денежной политики, поскольку Комитет по открытому рынку не выказывает озабоченности по поводу замедления экономического роста или проблемы дефицитов.

Индекс РТС: формируя двойную вершину?

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

Илл. 91. Индекс РТС – основные технические характеристики

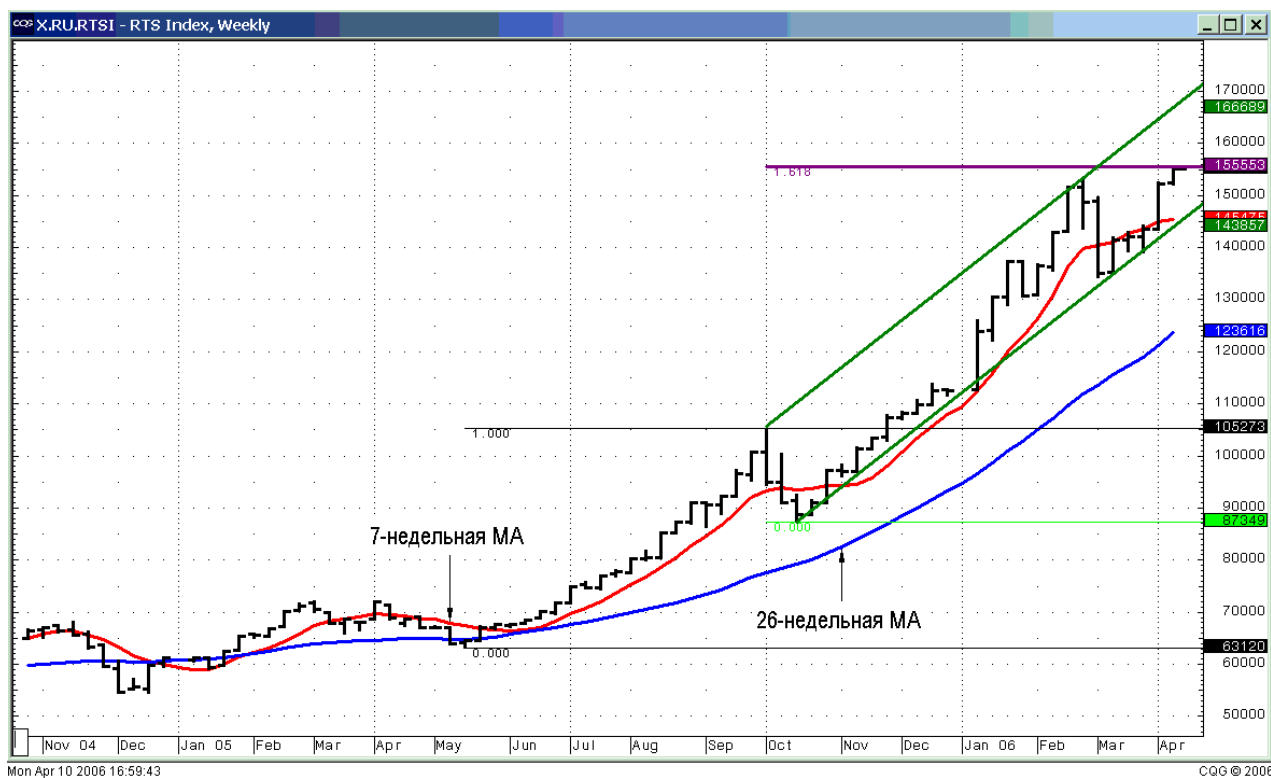
Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления	Уровень поддержки		Диапазон 1 - 31 марта			
		Краткосрочный	Долгосрочный							
РТС	ПРОДАВАТЬ ЦЕЛЬ 1300	1555	Восходящий	Восходящий	R4	S1 1453.33	7-недельная МА	OP 1453.70		
				Цикл	Замедляется	R3	S2 1438.57	Линия тренда	HI 1497.52	
				приближается к		R2 1666.89	S3 1235.77	26-недельная МА	LO 1341.59	
				вершине		R1 1555.53	Граница канала	S4 1061.44	200-дневная МА	CL 1434.99
							161.8% FiboE			

Источник: оценка Альфа-Банка

Основные выводы

- Индекс РТС возобновил рост от нижней границы долгосрочного восходящего торгового канала и в настоящее время приближается к нашей долгосрочной технической цели 1555.
- Мы полагаем, что индекс РТС сформирует асимметричную модель перелома тенденции «двойная вершина».
- Триггером для возобновления сильного падения на РТС должно стать понижение индекса ниже предыдущего исторического максимума 1531.27.
- Мы рекомендуем **ОТКРЫВАТЬ СПЕКУЛЯТИВНЫЕ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ** на индекс РТС по 1555 и выше с технической целью 1300.

Илл. 992. Индекс РТС - Месячные технические характеристики, по состоянию на 10 апреля 2006 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

Классический технический анализ

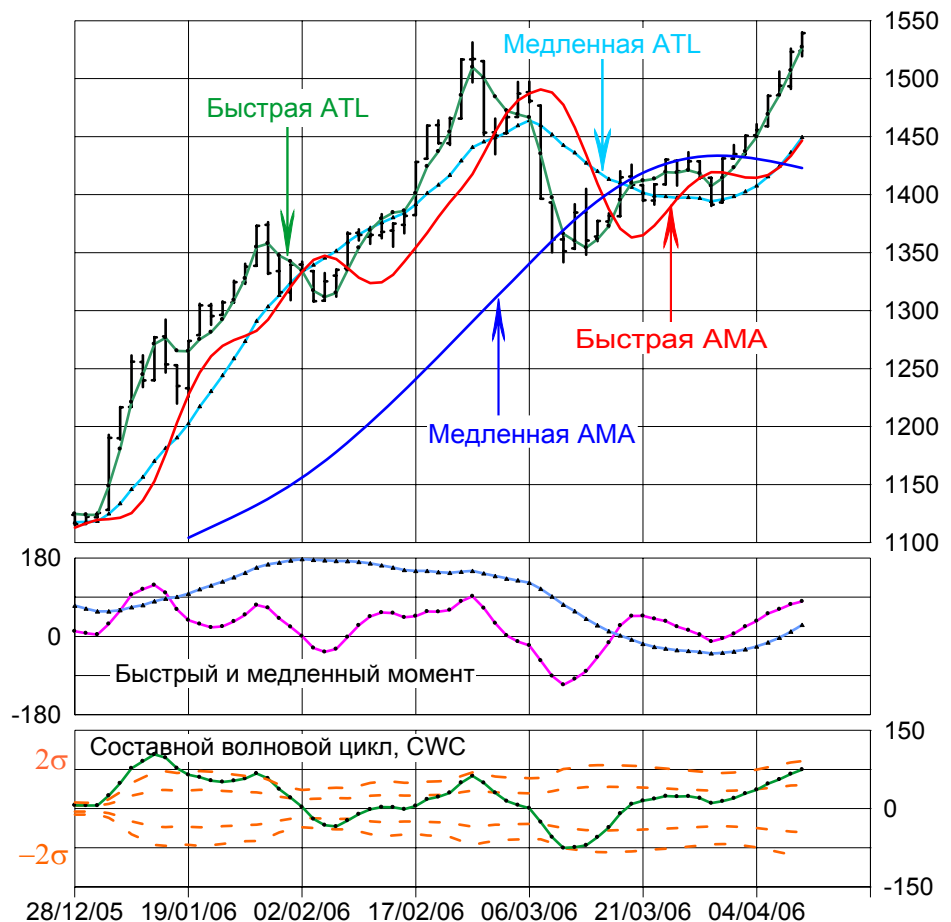
Индекс РТС возобновил рост от нижней границы долгосрочного восходящего торгового канала и в настоящее время приближается к нашей

На рынке вероятно формирование модели асимметричная «двойная вершина»

долгосрочной технической цели 1555. Мы полагаем, что индекс РТС сформирует асимметричную модель перелома тенденции «двойная вершина». Триггером для возобновления сильного падения на РТС должно стать понижение индекса ниже предыдущего исторического максимума 1531.27.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 93. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 10 апреля 2006 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Краткосрочный тренд на РТС стал восходящим

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 93 продолжила рост на прошлой неделе и пересекла медленную адаптивную скользящую среднюю (АМА) снизу вверх. Это значит, что краткосрочный тренд на рынке стал восходящим. В то же время, медленная адаптивная скользящая средняя (АМА) сформировала свою вершину и сейчас направлена вниз, что должно указывать на нестабильный рост на рынке и косвенно подтверждает возможность формирования модели «двойная вершина».

Медленный момент продолжил рост

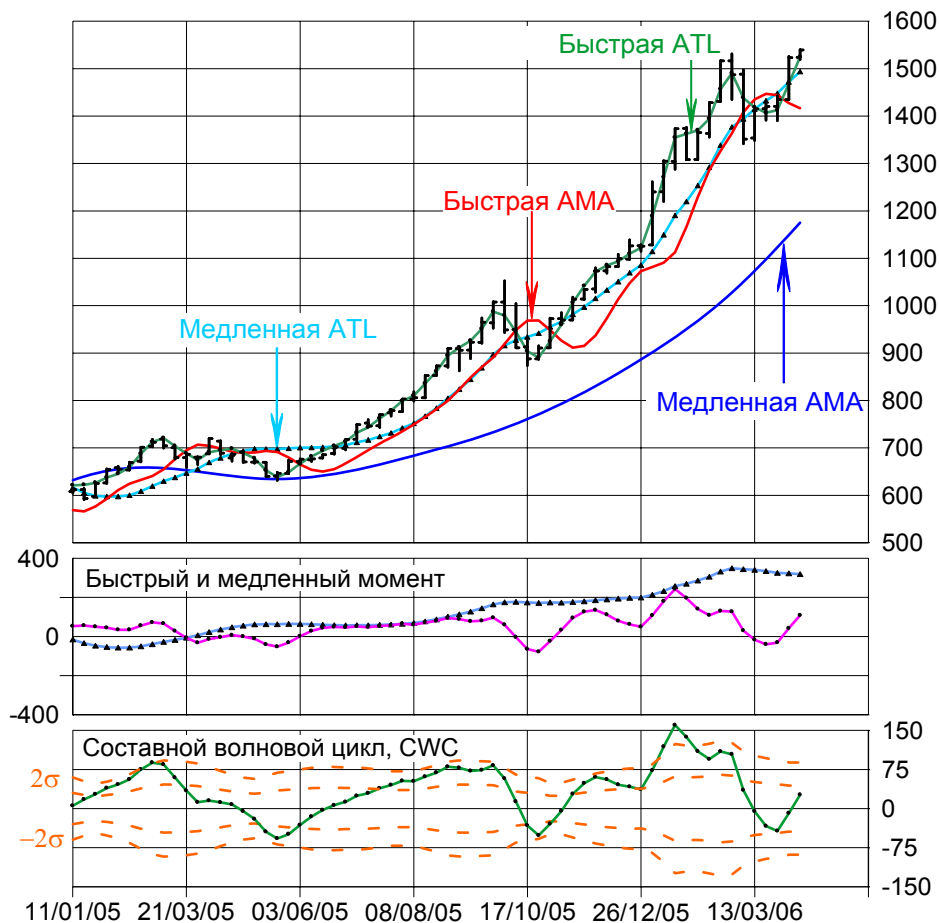
Индикатор медленного момента в средней части Илл. 93 по-прежнему растет, и уже достиг положительной территории, что подтверждает возвращение быков на рынок, по крайней мере, на время. В то же время, быстрый момент, по-видимому, приближается к своей новой локальной вершине на положительной территории. Такая комбинация индикаторов момента указывает на скорое возобновление падения на рынке.

Краткосрочный составной цикл CWC достиг перекупленной области

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 93 достиг сильно перекупленной области вблизи уровня «плюс два сигма», что следует рассматривать как еще одну потенциально медвежью предпосылку.

Долгосрочный тренд и циклы

Илл. 94. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 10 апреля 2006 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Долгосрочный тренд на РТС по-прежнему восходящий

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 94 продолжила свой рост в марте. Это указывает на то, что на РТС сохраняется долгосрочная тенденция к повышению. Тем временем, быстрая адаптивная скользящая средняя (АМА) сформировала свою вершину и начала понижаться, что сигнализирует о большой вероятности начала глубокой коррекции в сторону понижения.

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

Индикатор медленного момента в середине Илл. 94 формирует «плато» на положительной территории, что указывает, по крайней мере, на завершение фазы ускорения долгосрочной тенденции к повышению на российском рынке акций или даже на её замедление. Что касается быстрого момента, то он пока растет, отражая факт отскока на рынке.

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) сформировал новую локальную «впадину» в умеренно перепроданной области и возобновил рост. Однако уже сейчас он приближается к перекупленной области, что указывает на ограниченный потенциал роста индекса РТС за счет цикла.

**Основной уровень
сопротивления
расположен вблизи
отметки 1555**

**Мы рекомендуем
ПРОДАВАТЬ индекс
РТС по 1555 и выше**

Уровни поддержки и сопротивления

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл. 91 и 92. Основной уровень сопротивления на РТС расположен вблизи отметки 1555.

Потенциал роста и падения

С учетом вышеприведенных факторов мы делаем следующие выводы:

1. Индекс РТС возобновил рост от нижней границы долгосрочного восходящего торгового канала и в настоящее время приближается к нашей долгосрочной технической цели 1555.
2. Мы полагаем, что индекс РТС сформирует асимметричную модель перелома тенденции «двойная вершина».
3. Мы полагаем, что ожидаемая глубокая техническая коррекция создаст еще лучшие возможности для долговременных покупок акций российских компаний.

Мы рекомендуем ОТКРЫВАТЬ СПЕКУЛЯТИВНЫЕ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ на индекс РТС по 1555 и выше с технической целью 1300.

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

Аналитический отдел

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

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

Технический анализ
Аналитическая поддержка российских клиентов
Группа переводчиков
Подготовка продуктов

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам

Адрес

Alfa Capital Markets (Лондон)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

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

(7 495) 795-3676/(7 495) 745-7897
Рональд Смит
Кристофер Уифер
Надежда Казакова CFA, Аниса Редман,
Константин Батуни
Наталия Орлова, Светлана Ковальская
Андрей Богданов
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.

Ринат Гайнуллин
Брэндан Франич, Дмитрий Таскин,
Элина Кулиева

(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

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

(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, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица, на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.