



Декабрь: Российский фондовый рынок в конце года: сдержанный позитив

8 декабря 2005 г.

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Прогноз ликвидности на 2006 г. обнадеживает

- За последние пять лет фондовый рынок ежегодно демонстрирует завершающее ралли, которое обычно начинается в середине декабря и длится до конца января. В прошлом продолжительность ралли определялась трендом на рынке акций за предшествующие месяцы (т.е. в годы, когда фондовый рынок был очень сильным, ралли конца года оказывалось сравнительно умеренным, и наоборот). В текущем году - из-за сильной динамики котировок за период с начала года - ралли ожидается сравнительно небольшим. Две другие причины того, что ралли будет лишь умеренным, по сравнению с текущим уровнем: 1) РТС уже на 10% превзошел уровень своей справедливой стоимости; 2) на отечественных биржах в гораздо большей степени теперь доминируют местные трейдеры. Т.е., предвосхищение «ралли конца года» можно быть уже отражено в недавнем сильном подъеме котировок в ходе другого ралли, начавшегося в середине октября (+23%).
- Реальная угроза благоприятному завершению года носит внешний характер, т.е. если цена на нефть упадет еще больше. Этому противостоят положительные факторы: продолжение позитивного тренда, характеризующего приток глобальной ликвидности в Россию и в инвестиционные фонды MSCI EMEA/EM; ралли на мировых фондовых рынках; а также ожидаемое до конца декабря подтверждение отмены «двойного рынка» акций Газпрома. Это предполагает, что «ралли конца года» может растянуться на большую часть января (т.е. пойти по обычному сценарию), поскольку для инвесторов Новый год начнется бумом акций Газпрома и сохранением ряда позитивных факторов, двигавших рынок в 2005 г.
- В ноябре Индекс РТС вырос на 10,9% на сочетании ряда факторов: стабилизации цен на нефть, подъеме мировых цен на драгметаллы, положительных тенденциях на зарубежных фондовых рынках. Явным отечественным лидером был Газпром, чьи котировки выросли более чем на 19% благодаря законодательным изменениям, потребовавшимся для либерализации рынка его акций. Хотя Газпром не присутствует ни на одной из главных отечественных бирж, он смог «поднять» фондовый рынок в целом – и обещает делать то же в декабре. Другим локомотивом российского рынка акций был Сбербанк (+25%) как индикатор макроэкономического положения России и как фишка в игре на ожидаемое смягчение состояния ликвидности в 2006 г. И, наконец, Норильский Никель - после долгого периода относительного бездействия в качестве индикативной акции - заметно (+16%) оживился в условиях высоких мировых цен на металлы).

Портфельные рекомендации*

Газпром - внутренние	На фоне роста эффективности торговых операций к концу года ожидается дальнейший прогресс в деле либерализации рынка акций.
Вымпелком	Потенциал роста 12%. Более дорогостоящая, но менее «проблемная» акция, чем МТС.
Система	Потенциал роста 25%. «Горячая» акция на 2006 г, индикативная для сектора ИТ.
Сбербанк	Акция остается индикативной для финансового сектора; с учетом роста экономики и объема ликвидности она имеет потенциал роста 25%.
Северсталь	В настоящий момент акция привлекательна, так как ее котировки догоняют Норильский Никель. Потенциал роста 8%.

Примечание: * срок инвестиций - 3-6 месяцев

Последние публикации

Калина: красивая игра Светлана Суханова, Елена Бороденко	Ноябрь 7
Отчет Сбера за 9 мес 2005 г.: хорошо быть госбанком Наталья Орлова	Ноябрь 10
Инвестиции в Россию: Правила внутреннего распорядка Крис Уифер	Ноябрь 10
Вымпелком: хорошие итоги 3Кв05 подогрели интерес к мобильным телекомам Андрей Богданов, Светлана Суханова	Ноябрь 21
Сбербанк: Основания для повышения расчетной цены есть Наталья Орлова	Ноябрь 21
Газпром: потенциал роста после либерализации рынка акций Аниса Нагария, Крис Уифер	Ноябрь 21
МТС в 3Кв05: Не так уж и плохо Андрей Богданов, Светлана Суханова	Ноябрь 29

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

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Стратегия.....	3
Типовой портфель.....	4
Конец года.....	5
Конец года и Новый год.....	6
Пять катализаторов рынка.....	6
Тема: Прогноз ликвидности на 2006 г. обнадеживает.....	12
Стерилизация ликвидности чрезмерна.....	12
Бюджетная политика: нынешнее состояние и ожидаемое смягчение.....	13
Прогнозы по инфляции и обменному курсу.....	14
Динамика и оценка акций.....	16
Графики.....	20
Экономика и политика.....	22
Экономические показатели обещают ускорение роста.....	22
Нефть и газ.....	23
Телекомы.....	31
Металлургия.....	36
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	41
Банковский сектор.....	48
Рынок облигаций.....	50
Индекс РТС: с прицелом на 1 295.....	52



Стратегия

Кристофер Уифер, (7 095) 103-7322; Эрик ДеПой (7 095) 789-8518

За последние пять лет фондовый рынок ежегодно демонстрирует завершающее ралли, которое обычно начинается в середине декабря и длится до конца января. В прошлом продолжительность ралли определялась трендом на рынке акций за предшествующие месяцы (т.е. в годы, когда фондовый рынок был очень сильным, ралли конца года оказывалось сравнительно умеренным, и наоборот). В текущем году - из-за сильной динамики котировок с начала года - ралли ожидается сравнительно небольшим. Две другие причины того, что это ралли, по сравнению с текущим уровнем, будет лишь умеренным: 1) РТС уже на 6% превзошел уровень справедливой стоимости; 2) на отечественных биржах теперь в гораздо большей мере доминируют местные трейдеры. Т.е., предвосхищение «ралли конца года», возможно, уже отражено в недавнем подъеме котировок в ходе другого ралли, начавшегося в середине октября (+18%).

Реальная угроза благоприятному завершению года носит внешний характер (т.е. если цена на нефть упадет еще больше). Хотя недавнее снижение цен вызвало ослабление котировок нефтедобывающих компаний (из-за чего мы в начале ноября заменили в нашем типовом портфеле ЛУ-Койл на Норильский Никель), обычный зимний рост спроса на нефть в Северном полушарии не заставит себя долго ждать – и это должно стать гарантией от любого значительного понижения рынка.

Этому противостоят положительные факторы: продолжение позитивного тренда, характеризующего приток глобальной ликвидности в Россию и в инвестиционные фонды MSCI EMEA/EM; ралли на мировых фондовых рынках; ожидаемое до конца декабря подтверждение отмены «двойного рынка» акций Газпрома. Это предполагает, что «ралли конца года» может растянуться на большую часть января (т.е. пойти по обычному сценарию), поскольку для инвесторов Новый год начнется бумом акций Газпрома и сохранением ряда позитивных факторов, двигавших рынок в 2005 г.

За последний месяц российский фондовый рынок вел себя в соответствии с другими развивающимися рынками (EM). «Дешевизна» российского рынка сегодня почти полностью исчерпана, так что основным фактором на нем выступает приток ликвидности в инвестиционные фонды EM и региональные фонды. Акции, не входящие в Индекс РТС, а также те, которых нет (или почти нет) в индексе MSCI Russia (главным образом, Газпром), продемонстрировали в прошедшем месяце сильную динамику, и именно эти акции, как мы ожидаем, будут в конце года самыми привлекательными. Т.е., если надежды на РТС и MICEX – скромные, то отдельные акции (такие как Газпром и мобильные телекомы) обещают инвесторам несколько лучшие результаты.



Илл. 1. Динамика основных фондовых индексов

	В ноябре	С начала года	За 2 года
PTC	11,2%	69,3%	96,5%
MSCI Russia	8,6%	62,5%	80,7%
MSCI Gem	8,3%	23,2%	8,2%
MSCI EMEA	8,3%	27,3%	81,0%
MSCI Asia	8,6%	15,1%	38,5%
MSCI LatAm	7,2%	43,0%	113,1%
Весь мир	4,0%	8,5%	32,7%
Dow Jones Industrials	4,3%	1,0%	11,3%
S&P 500	4,2%	3,8%	18,8%
Japan – Nikkei	9,7%	29,9%	47,8%
Зона ЕС	1,5%	2,3%	30,9%

Источник: DataStream

*по ценам закрытия на 28 ноября 2005 г.

Типовой портфель

Из типового портфеля до конца года исключен ЛУКОЙЛ (в пользу Норильского Никеля)

Из телекомов мы рекомендуем лишь МГТС

Наш типовой портфель, разделенный на «голубые фишки» (с общим удельным весом 50%) и пять инвестиционных категорий, включающих активы 2-го эшелона (по 10% на каждую), представлен ниже – и предлагает инвесторам модель формирования портфелей на рубеже 2006 г. Наш типовой портфель имеет инвестиционный горизонт от 6 до 20 месяцев. В связи с прогнозом снижения цен на нефть и повышения цен на металлы мы исключили ЛУКОЙЛ в пользу Норильского Никеля. До конца года мы еще вернемся к анализу этой «модели».

Во всяком случае, в ближайшие два месяца региональные телекомы, вероятно, будут все еще страдать от негативных последствий отсрочки приватизации Связьинвеста, поэтому в краткосрочном плане мы рекомендуем лишь МГТС. Среди металлургических компаний мы вынуждены приостановить рекомендации по Новолипецкому МК (по причине листинга IPO), а также – временно – прервать освещение ВСМПО (из-за судебного иска, инициированного компанией Ренова).

«Голубые фишки»

Газпром (внутренние и АДА, но внутренние прежде всего)
 Сбербанк
 Норильский Никель (временно - вместо ЛУКОЙЛА)
 МТС
 Вымпелком
 Система
 Северсталь

Нефтянка 2-го эшелона

Пурнефтегаз
 Казаньоргсинтез
 Варьеганнефтегаз
 Мегионнефтегаз

**Региональные банки**

Банк Москвы (перспективная акция на 2006 г.)
Промстройбанк

Региональные телекомы

МГТС (обычно в нашем типовом портфеле присутствуют Сибирьтелеком, ВолгаТелеком и УралСИ, с учетом их стоимостных оценок, но потенциал этих акций едва ли реализуется до конца года)

Потребительский рынок

Калина
Аптеки 36.6
Вимм-Билль-Данн

Металлургия/Машиностроение

Иркут
Мечел
Выксунский трубный

Примечание: в типовом портфеле присутствует НЛМК, а вот ВСМПО временно исключено.

Конец года

**Во всех случаях
декабрьского ралли за
последние пять лет
мы видим «отскок»
цен**

В таблице ниже показан тренд декабря за последние пять лет. Во всех случаях мы видим «отскок», величина которого определяется тем, был ли прошедший год удачным, или нет (как, например, в 2004 г.).

Илл. 2. Ралли акций в конце года

	Декабрьское ралли	РТС за год	GEM за год
2000	+9%	-18%	-32%
2001	+4%	+81%	-5%
2002	+6%	+39%	-8%
2003	+6%	+58%	+52%
2004	+12%	+8%	+22%
2005		+69%	+22%

Источник: DataStream



Конец года и Новый год

Декабрьское ралли обычно распространяется на январь следующего года

В таблице на Илл. 3 «ралли конца года» продлено на первый период следующего года, и во всех случаях сильная динамика в конце декабря обеспечила положительное открытие торгов в новом году. Исключением стал переход 2004-05 гг., когда устойчивое ралли продлилось до марта 2005 г., после чего произошла некоторая фиксация прибылей. Разумеется, 2004 г. был необычным годом – из-за «дела Юкоса» и других налоговых расследований.

Илл. 3. Ралли декабря-января

Год	Период	Повышение
2000	(21-12-00 – 26-01-01)	+36%
2001	(14-12-01 – 22-01-02)	+31%
2002	(16-12-02 – 16-01-02)	+7%
2003	(17-12-03 – 23-01-04)	+16%
2004	(20-12-04 – 09-03-05)	+31%

Источник: DataStream

Пять катализаторов рынка

На состояние рынка в ближайшие два месяца будут влиять пять факторов

Главные факторы, которые будут влиять на состояние рынка в ближайшие два месяца, полезно разделить на пять подгрупп. Разумеется, в перспективе 2006 г. и 2007 г. нам видится более обширный перечень факторов, заслуживающих внимания, и к нему мы подробно вернемся в нашем прогнозе рынка, обычно публикуемом в середине декабря. Однако в ближайшие два месяца катализаторами цен будут следующие факторы:

Международные условия

На прошлой неделе настроение мирового фондового рынка оставалось весьма позитивным, что особенно ярко проявилось на рынках США. В ноябре DJIA и S&P повысились почти на 3,5%, в результате чего показатель первого индекса оказался по итогам года положительным, а NASDAQ показал еще более впечатляющий результат (+5,2%). Гораздо существеннее (в том, что касается технических индикаторов) то, что S&P 500 с легкостью преодолел отметку в 2500 пунктов. Теперь оба индекса вернулись к уровням, в последний раз зафиксированным в начале 2001 г. Экономические и корпоративные данные в целом остаются позитивными, и это – плюс усиления доллара – привлекают инвесторов в активы США. Большинство аналитиков рассматривают устойчивое ралли как неизбежность, а такого рода оптимистический прогноз обычно бывает самореализующимся.

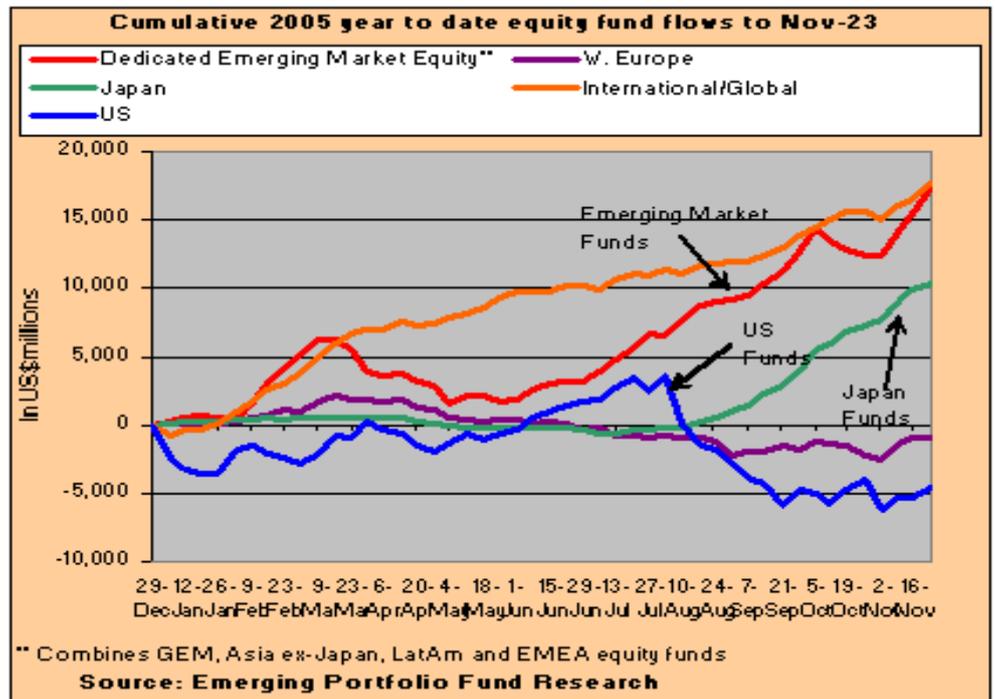


Ликвидность

После нескольких недель низких (или даже нетто-отрицательных значений) приток ликвидности в инвестиционные фонды в целом (и в EM фонды, в особенности) заметно восстановился. По последним сведениям в Emerging Portfolio Fund Research, неделя с 21 по 27 ноября была для глобальных и международных фондов лучшей (за весь год) по притоку инвестиций. Для EM фондов эта же неделя была (с начала года) второй по эффективности: они сумели привлечь \$1,8 млрд (выше был лишь приток средств за первую неделю ноября: \$1,87 млрд). Всего же с начала года чистый приток ликвидности в EM фонды составил \$17,3 млрд, что добавило к их совокупному капиталу 13,4%. Лишь за три последних месяца чистый приток инвестиций составил \$4,8 млрд.

В таблице ниже показан тренд чистого притока средств в фонды всех категорий за год (до 23 ноября). Глобальные и EM фонды акций выиграли за счет потери интереса инвесторов к US и EU фондам, а также – в последнее время – за счет оттока средств с рынка облигаций развивающихся экономик.

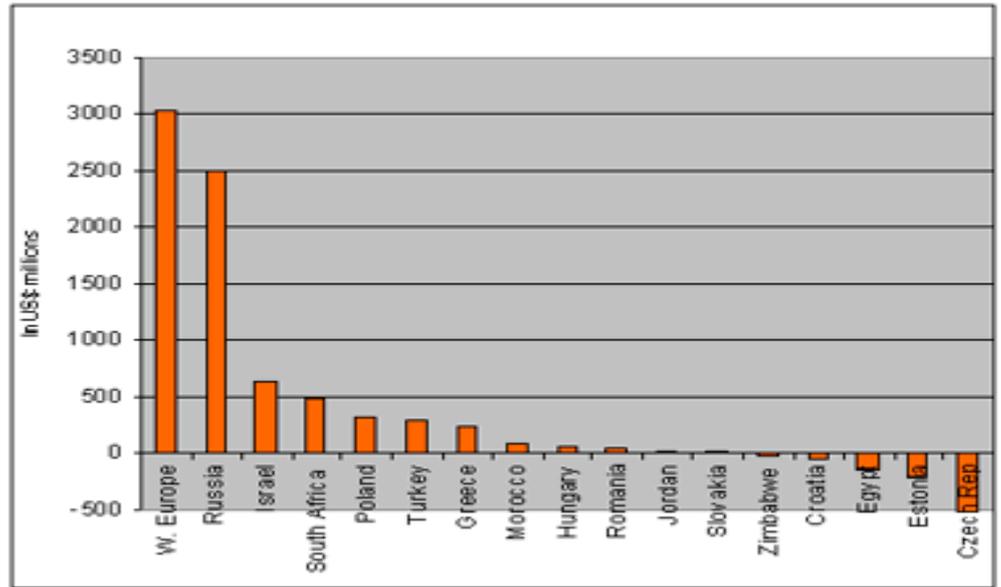
Илл. 4. Потоки ликвидности в фонды акций в 2005 г.



В зоне EMEA крупнейшим бенефициаром текущего года, с точки зрения притока инвестиций, была (с большим отрывом) Россия (\$2,5 млрд), по сравнению с Израилем (чуть выше \$0,5 млрд) и ЮАР (почти столько же).



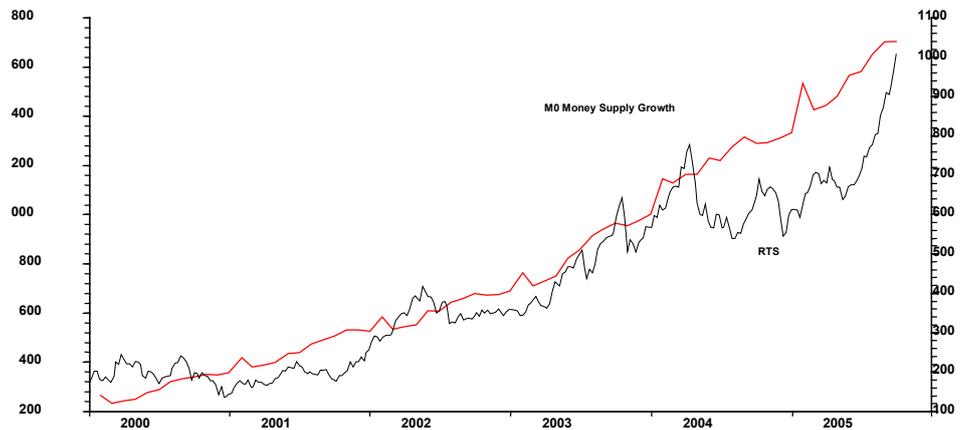
Илл. 5. Инвестиции в зоне EMEA, 2005 г. (с начала года)



Примечание: Emerging Portfolio Fund Research

Внутри страны главным фактором роста фондового рынка остается устойчивый приток ликвидности, и поскольку «центр тяжести» торгов российскими акциями в целом сильно сместился в сторону отечественных инвесторов, увеличение притока средств зарубежных фондов стало своего рода «двойным оберегом».

Илл. 6. Российская денежная масса и тренд фондовых цен



Источник: DATASTREAM



Илл. 7. На дневных торгах доминируют российские трейдеры

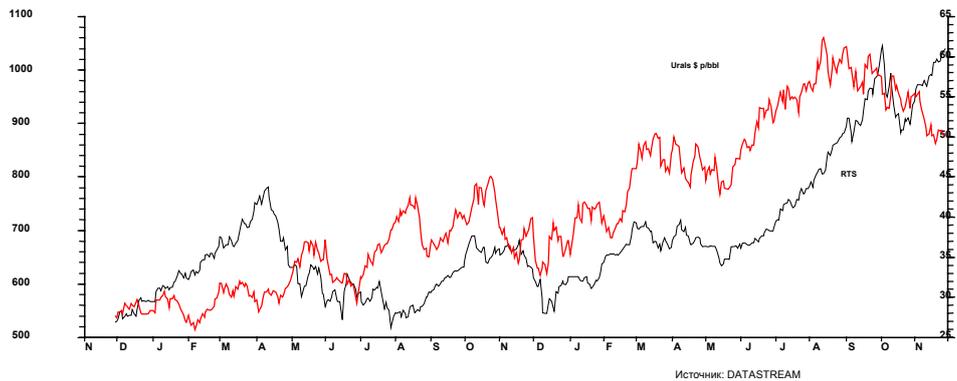
	2002		2003		2004		2005		Последняя неделя*	
	\$ млн	%	\$ млн	%						
Российские биржи	182	50	230	55	527	55	256	54	1109	63
Иностранные биржи	181	50	188	45	429	45	221	46	654	37
Средний объем торгов за день	363		418		956		477		1763	

Примечание: * по данным за 22 ноября 2005 г.

Нефть

Хотя цена на нефть (Urals) теперь (после максимума в начале сентября) вернулась на уровень, отмеченный еще в начале июня, она все еще имеет, очевидно, прочный запас поддержки в зоне чуть выше \$50 за баррель. Нынешнее снижение цены объясняется сравнительно поздним приходом зимы в Северном полушарии, особенно в США, однако есть веские основания ожидать, что вскоре все придет в норму. Это вызовет «отскок» цен на нефть на несколько долларов. Мы прогнозируем на 2006 г. среднюю цену нефти чуть ниже, чем в 2005 г. (по марке Brent мы предполагаем цену \$55/баррель в 2005 г. и \$45/баррель в 2006 г.). Если эта тенденция подтвердится, то в конце весны, возможно, произойдет дальнейшее снижение котировок российских нефтяных компаний. Впрочем, в ближайшие два месяца цена на нефть должна будет поддержать ожидаемый подъем рынка.

Илл. 8. Нефть как фактор поддержки котировок



Корпоративное сообщество

Поток новостей из России остается позитивным, особенно в связи с более решительными мерами правительства в сфере законодательного оформления либерализации рынка акций Газпрома, планируемой до конца года. Хотя окончательная дата устранения «двойного рынка» может быть отнесена на начало 2006 г. (по причинам, связанным с риском судебных исков по поводу изначальных условий эмиссии АДА), мы рассчитываем к концу декабря увидеть хотя бы четкий график отмены ограничений (если они не исчезнут с 1 января).

В начале декабря не ожидается крупных корпоративных новостей, кроме IPO компании НЛМК, поэтому в центре внимания останется Газпром и проблема либерализации рынка его акций. Последний транш платежа за дополнительные 10,7% акций, выпущенных для правительства, намечен на 25 декабря (т.е. на Рождество по западному стилю), поэтому формальное объявление об отмене ограничений ожидается в последнюю неделю года.



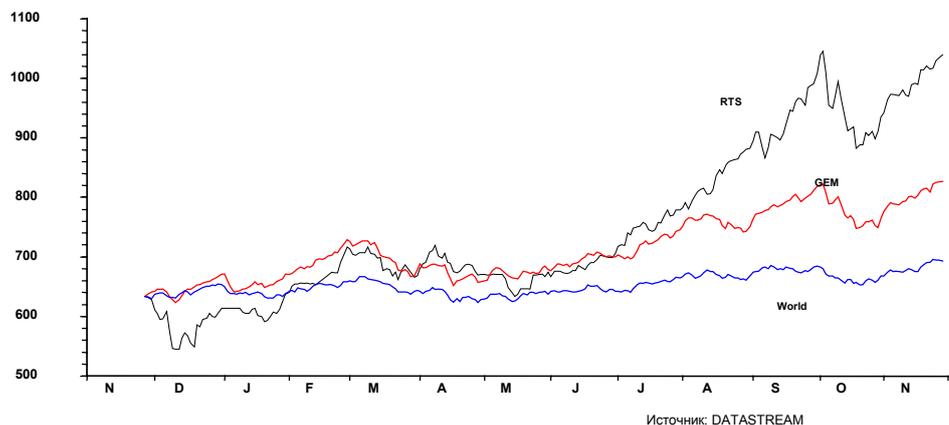
Стоимостные оценки

Наша оценка справедливой цены РТС (с учетом DCF и оценки риска) равна 975 (расчет был сделан в начале августа и предполагал годовой прирост в 12%). Т.о., наш рыночный ориентир на следующие 6 месяцев, опирающийся на расчеты начала августа, близок к 1100 пунктам. Мы вернемся к этим расчетам, применительно к нашим моделям, в анализе рынка 2006 г., что почти наверняка приведет к повышению рыночных ориентиров, но на данный момент причин для существенных изменений (например, по рискам или по ценам на нефть) нет.

Как всегда, стоит подчеркнуть, что речь идет о расчетном уровне Индекса РТС (т.е. об индикаторе рынка в целом), и ряд компаний, не входящих в этот индекс (например, мобильные телекомы и Газпром) имеют (или могут иметь) гораздо больший потенциал роста (в процентном исчислении).

Т.е., хотя нынешний уровень РТС примерно на 5% выше базисного уровня справедливой стоимости, Индекс РТС все еще торгуется ниже расчетного (для середины года) уровня (нормальный прогноз тренда) и, следовательно, не является дорогостоящим.

Илл. 9. Индексы РТС, GEM и World – за год



Источник: DATASTREAM

Акции второго эшелона

В ноябре акции второго эшелона, судя по Индексу РТС-2, значительно уступали рынку (в широком смысле), прибавив 5,3% (против +10,9% основного Индекса РТС). Особо выделить какой-то сектор невозможно: все котировки определялись, в основном, конкретными новостями из компаний. При этом стоит отметить отдельные отраслевые сегменты, такие как автомобилестроительные компании (АвтоВАЗ и ГАЗ), банки (Сбербанк, УралСиб, банк «Возрождение») и металлургия (Воргошорский Рудник, Уфалейникель, Софьяновская Медь). Региональные энергокомпании значительно «снизили обороты»; здесь лишь привилегированные акции Смоленской ГРЭС и Зейской ГЭС вошли в список 20 лидеров РТС в ноябре, а среди худших по динамике оказались бумаги Воронежэнерго, Красноярской ГЭС и Комизэнерго. Отдельные дочерние предприятия Роснефти пострадали после того, как в местную прессу попали данные о сомнительных свопах акций.

Если динамика акций второго эшелона, как правило, отстает от рынка в целом, то в декабре, по мере расширения текущего ралли, мы ожидаем от ряда менее ликвидных компаний показателей, опережающих «голубые фишки». Накануне правительственного пересмотра реформы энергетики (который запланирован на 8 декабря) мы ожидаем возобновления интереса инвесторов к региональным энергокомпаниям. То же ждет и метал-



лургические компании в условиях роста мировых цен на драгоценные металлы. Популярной «темой» останутся банки, как «фишки» в игре на макроэкономическом положении России и с учетом перспектив роста ликвидности в 2006 г. (подробнее см. нашу рубрику «Тема»).

Илл. 10. Акции – лидеры роста в РТС, ноябрь 2005 г.

Компания	Тикер РТС	Изменение, в %
Туапсинский НПЗ	rsty	60,7
АвтоВАЗ	AVAZ	52,9
ГАЗ	GAZA	44,7
Банк УралСиб	USBN	43,0
Смоленская ГРЭС	SMGS	40,0
ГАЗ (привилегированные)	GAZAP	39,5
Банк «Возрождение»	VZRZ	38,5
ЮКОС	YUKO	33,3
Воргашорский Рудник	vorg	32,7
Сбербанк (привилегированные)	SBERP	29,4
ЮТК	KUBN	28,4
Магаданэнерго (привилегированные)	MAGEP	27,7
АвтоВАЗ (привилегированные)	AVAZP	26,9
Магаданэнерго	MAGE	25,0
Седьмой Континент	SCON	25,0
Сбербанк	SBER	24,6
Зейская ГЭС (привилегированные)	ZYGSP	23,4
Уфалейникель	ufal	22,6
Уралкалий	URKA	21,7
Сафьяновская Медь	sfmd	21,4

Источник: сточник: РТС

Илл. 11. Акции – лидеры снижения в РТС, ноябрь 2005 г.

Компания	Тикер РТС	Изменение, в %
Комсомольский НПЗ	knpr	-66,4
Комсомольский НПЗ (привилегированные)	knprp	-64,8
Амтел	kirt	-41,3
Самарский металлургический завод	samz	-33,3
«Алтай-Кокс»	akks	-28,0
Воронежэнерго	VZEN	-26,3
Красноярская ГЭС	KRSG	-25,0
Ставропольнефтегаз (привилегированные)	STNGP	-23,1
Ярославльнефтепродукт	slnе	-22,9
Ставропольнефтегаз	STNG	-22,9
Пурнефтегаз (привилегированные)	PFGSP	-22,6
Корушовский ГОК	kogk	-22,3
Нижнекамскшина	NKSH	-20,7
Пирометр	piro	-20,0
Чебоксарский завод «Агрегат»	chaz	-19,4
Пурнефтегаз	PFGS	-15,0
Нижнекамскшина (привилегированные)	nkshp	-14,9
Уфимский ламповый завод	uelz	-12,2
Комизэнерго	KOEN	-12,0
Казанские Моторы	kmpo	-11,7

Источник: сточник: РТС

**Тема: Прогноз ликвидности на 2006 г. обнадеживает**

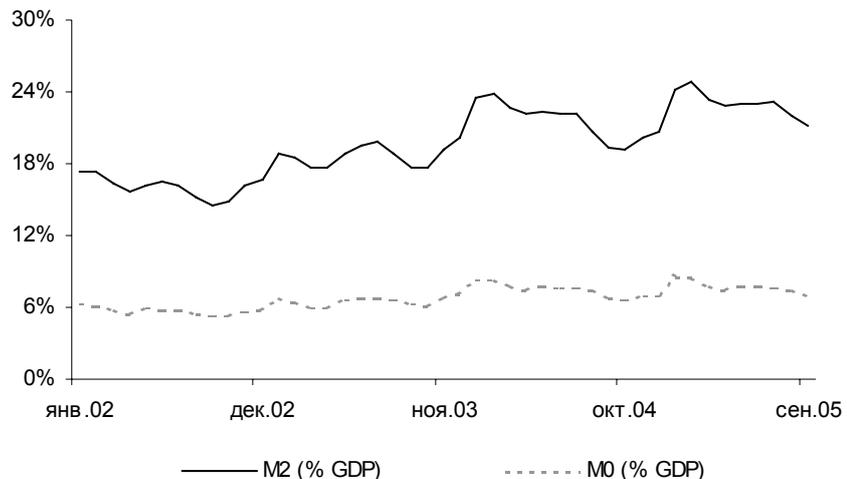
Наталья Орлова (7 095) 795-3677

- Свежие цифры по М2: 21-22% ВВП (против 23% в 1П04); денежная масса остается сжатой
- Банковская ликвидность остается на уровне \$21 млрд, т.е. все еще низка, по сравнению с предкризисной цифрой предыдущего года
- Снижение темпов роста поступлений в Стабилизационный фонд в 2006 г. расценивается как хорошая новость для рынков - и как нейтральная, с точки зрения инфляции

Стерилизация ликвидности чрезмерна

Коэффициент М2/ВВП, по последним данным, равен 21-22% ВВП (т.е. ниже 23% ВВП в 1П04)

В этом году - вопреки высоким ценам на нефть - появились опасения по поводу отечественной ликвидности. Хотя в России, по сравнению с иными странами, монетизация экономики еще низка, проведенная в этом году чрезмерная стерилизация доходов воспрепятствовала ее росту. Коэффициент М2/ВВП остается на уровне 21-22% ВВП, против 23% ВВП в 1П04. Неудивительно, что ключевые банковские индикаторы, такие как «банковские активы/ВВП» и «депозиты как доля ВВП», не меняются.

Илл. 12. Коэффициенты М2/ВВП и М0/ВВП, 2002-2005 гг.

Источники: ЦБР, Росстат, Минфин

Сумма банковской ликвидности (как части денежной базы за вычетом наличных средств) равна лишь \$21 млрд, хотя должна быть \$25-27 млрд

Снижение активности банковского сектора (т.е. коэффициент М2/ВВП) отражает отсутствие улучшения банковской ликвидности, т.е. ликвидных активов, дополняющих денежную базу. Если в конце 2004 г на ликвидных счетах банков было почти \$25,8 млрд, то уже в конце октября 2005 г. банковская ликвидность достигла \$21,4 млрд. Впрочем, в текущем году номинальная стоимость ВВП в долларах США вырастет на 27%, что предполагает рост банковской ликвидности, минимум, до \$25-27 млрд. В этих цифрах отражена значительная стерилизация ликвидности (через бюджет), которая не способствовала контролю над инфляцией, зато помешала развитию банковского сектора и снижению процентных ставок.



Илл. 13. Состав денежной базы, \$ млрд

	Дек. -01	Дек. -02	Дек. -03	Сент.-04	Дек. -04	Март -05	Июнь -05	Окт. 05
Денежная масса в обращении	20,7	25,6	41,6	47,0	60,2	56,7	61,3	66,0
Корреспондентские счета	4,8	5,3	10,4	7,8	17,5	11,7	9,9	10,6
Обязательные резервы	5,2	6,3	9,1	4,0	4,4	4,8	4,8	5,4
Депозиты ЦБР + бонды ЦБР	0,1	1,5	3,0	1,6	3,6	6,3	4,5	5,1
Обратные сделки репо	0,0	0,0	1,0	2,4	0,1	0,1	0,0	0,0
Резервы по внешним операциям	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3
Общая ликвидность в банках	10,1	13,2	23,4	15,8	25,8	23,1	19,3	21,4
Банковская ликвидность, % ВВП	2,1%	3,3%	4,6%	2,7%	3,9%	3,4%	2,6%	2,7%

Источники: ЦБР, оценка Альфа-Банка

Бюджетная политика: нынешнее состояние и ожидаемое смягчение

Нереалистичные макроэкономические предположения позволили в этом году Правительству сохранить сжатый бюджет

Тем не менее, мы ожидаем, что 2006 г. принесет хорошие вести о росте монетизации и об улучшении ликвидности. Хотя ожидается, что политика ЦБР в сфере экономики останется нейтральной, перемены в фискальной политике на следующий год помогут – в отличие от 2005 г. – углубить монетизацию и обеспечить рынки ликвидностью. Благодаря высоким ценам на нефть (с начала года составившим, в среднем, \$50 за баррель марки Urals - против заложенных в бюджете \$30 за баррель), доходы федерального бюджета за 2005 г. превышают первоначальные расчеты на \$60 млрд (хотя дополнительный рост расходов составил лишь \$16 млрд). Вся разница пошла в Стабилизационный фонд, который в этом году получил \$44 млрд, из коих \$20 млрд было использовано на выплату долга Парижскому клубу и МВФ.

Смягчение фискальной политики не является новой угрозой, так как в последние три года общий объем расходов бюджета не менялся

Значительное накопление средств в Стабилизационном фонде создало возможность для смягчения фискальной политики, но этот факт не нужно считать новой угрозой экономической стабильности. В самом деле, хотя власти создают впечатление, будто они увеличивают расходы во многих сферах государственной деятельности, в последние три года общий объем консолидированных расходов бюджета (по словам Александра Жукова, первого заместителя премьер-министра) остаются на одном и том же уровне. Пример: закон о бюджете на 2005 г. установил размер федеральных непроцентных расходов в пределах 15,8% ВВП, или \$104 млрд. Даже при нынешнем уровне цен на нефть – почти вдвое выше расчетных – непроцентные расходы федерального бюджета достигли в номинальном выражении \$115 млрд, что составляет лишь 15,5% ВВП.

В пользу послаблений в бюджете на 2006 г. сыграет повышение «цены отсечения» по нефти при расчете размера поступлений в Стабилизационный фонд; это - хорошая новость, как с точки зрения ликвидности, так и для рынков

Т.о., говоря об предстоящих бюджетных послаблениях накануне выборов 2008 г., мы лишь ожидаем, что государство выполнит свои изначальные обязательства по объему расходов (как доли в ВВП). Повышение «цены отсечения» применительно к нефти, начиная с 2006 г., означает, что дополнительные бюджетные поступления (которые, возможно, окажутся громадными) не пойдут напрямую в Стабилизационный фонд, а вместо этого могут быть перераспределены через расходные статьи бюджета и расширение денежной массы. Поскольку мы не считаем, что нынешняя инфляция, по сути, является денежной, то склонны оценить грядущие бюджетные послабления как безусловно хорошую новость для будущей ликвидности, а, следовательно, и для финансовых рынков.



Илл 14. Денежная масса и состояние ликвидности, 2004-2006 гг.

	2004	2005	2006
Политика ЦБР	В результате прошлогоднего кризиса банков ЦБР влил в банковскую систему \$700 млн (в виде кредита ВТБ, который частично пошел на покупку кредитных портфелей банков). Доля обязательных резервов была снижена (с 9% в начале 2004 г. до 3,5%).	Смягчения денежной политики не произошло: ЦБР был занят стерилизацией ликвидности с помощью эмиссии облигаций. Тем не менее, его позиции значительно ослабли в результате быстрого роста объемов Стабилизационного фонда. Если за этот год бюджет успел стерилизовать порядка 1,2 трлн рублей, то ЦБР способен за год стерилизовать лишь около 200-400 млрд руб. Сегодня облигации ЦБР приобретаются государственными банками, которые располагают избыточной ликвидностью.	ЦБР продолжит стерилизовать ликвидность, находящуюся в распоряжении государственных банков
Приток капитала	Суммарный чистый отток капитала составил \$9,3 млрд.	По предварительным оценкам за 9М05, чистый отток капитала составил \$2,7 млрд и в результате текущего снижения курса рубля может ускориться	Ожидается, что из-за продолжающихся иностранных заимствований, делаемых российскими компаниями и банками, а также благодаря стабильности рубля чистый отток капитала сократится или превратится в чистый приток капитала.
Стабфонд	Стабилизационный фонд аккумулировал 3,8% ВВП и к концу года достиг 4,4% ВВП.	С начала года Стабилизационный фонд аккумулировал 6,0% ВВП, из которых 3,1% ВВП пошло на досрочное погашение долгов. К концу года Фонд прогнозируется на уровне 6,8% ВВП.	За счет повышения «цены отсечения» по нефти с \$20/баррель до \$27/баррель Стабилизационный фонд вырастет на 3% ВВП, и ожидается, что к 2007 г. он (согласно закону о бюджете) достигнет 9,3% ВВП.

Источники: Reuters, Bloomberg, Минфин, Альфа-Банк

Прогнозы по инфляции и обменному курсу

В 2006-07 гг. быстрый рост Индекса цен производителей приведет к резкому повышению инфляции

Хотя мы не видим тесной связи между ростом бюджетных расходов и инфляцией, предполагается, что в ближайшие годы рост цен останется существенным. Главная причина - в том, что российская инфляция по характеру – затратная. Последние цифры Индекса потребительских цен (+9,2% за 9М05) заметно ниже прироста Индекса цен производителей (+16,8%), что является признаком роста расходов российских компаний. С начала 2004 г. рост Индекса цен производителей составил уже 50%, тогда как Индекс потребительских цен вырос лишь на 22%. Это ясно показывает, что инфляция потребительских цен лишь следует за ростом цен производителей. Вот почему мы ожидаем, что в 2006 г. Индекс потребительских цен продолжит рост и увеличится на 11% год-к-году.

Контроль над ростом тарифов может снизить инфляцию, но противоречит задачам повышения эффективности корпораций

Недавняя антиинфляционная кампания не дала серьезных результатов в деле выработки новой экономической политики. В целях контроля над инфляцией Правительство может заморозить рост тарифов, но эта мера является неэффективной и противоречит целям широкой экономической реформы. Низкие тарифы стимулируют чрезмерный рост потребления и создадут проблемы при вступлении России в ВТО. Кроме того, несколько энергетических компаний продемонстрировали рост аппетита по части инвестиций, которые должны быть профинансированы также за счет ускоренного повышения тарифов.

Слабый рубль предпочтителен, так как половина ВВП производится в нерыночных сегментах

Главный инструмент ЦБР по контролю над инфляцией, т.е. номинальное укрепление рубля, выглядит для экономики структурно неприемлемым. В российской экономике около половины добавленной стоимости производится сегментами, работающими вне рынка, в т.ч.:

- полностью нерыночные или регулируемые государством секторы, включая социальные услуги, государственное регулирование и инфраструктуру, вместе дающие 30% добавленной стоимости;
- секторы, зависящие от спроса со стороны государственных организаций, включая значительную долю машиностроения;



- «теневая» экономика: половина торгового сектора, на чью долю приходится 20% российского ВВП (по добавленной стоимости).

Ревальвация рубля уменьшит стоимость, создаваемую в секторах экспортной ориентации, и ударит по спросу на товары, ориентированные на внутренний рынок, в то же время увеличив относительную долю мало-производительных сегментов.

Илл. 15. Российская экономика: добавленная стоимость и занятость по сегментам

Сегмент	Секторы	Доля в ВВП по добавленной стоимости	Доля в занятости	Комментарии
Товары на экспорт	Нефть, газ, химические продукты, бумага и целлюлоза	17%	6%	70% экспорта
Внутренний	Машиностроение, строительство, продукты питания	15%	25%	Рост сектора частично благодаря спросу со стороны государственных монополий (ЕЭС, Газпром) и военного экспорта
Торговля	-	20%	17%	Зависит от конечного спроса, в основном находится в тени
Инфраструктура	Коммунальные услуги, транспорт, связь	10%	9%	Сектор содержит 70% накопленных инвестиций, сильно нуждается в дополнительных инвестициях
Социальные услуги	Коммунальное жилье, образование	9%	25%	Чисто нерыночные секторы
Прочее	Государственное управление, финансы, страхование	28%	18%	В основном нерыночные

Источник: Центр макроэкономического анализа и прогнозов

Если легко снизить инфляцию не удается, активная бюджетная политика способна сгладить социальные дисбалансы

В целом более активная бюджетная политика может стать ключом к устранению социальных дисбалансов, если снижение инфляции является структурно невозможным, а номинальное повышение курса рубля представляется недопустимым. На конец 2006 г. мы прогнозируем курс рубля на уровне 28,4/\$ при инфляции в 11%, но ожидаем, что государство прекратит увеличивать накопления (сегодня составляющие 7% ВВП) и поможет стимулировать рост экономики.



Динамика и оценка акций

Илл. 16. Динамика АДР, с начала месяца, на 2 декабря 2005г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели	
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$
Нефть и Газ								
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	73,0	20,1	105,6	74,2	29,5
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	59,0	2,1	91,9	69,0	26,0
Сибнефть	1	5 в 1	4,0	18,6	4,2	24,0	20,0	12,9
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	53,6	7,0	44,3	72,4	31,0
Татнефть	2	20 в 1	25,0	68,9	3,7	137,8	74,0	26,8
Юкос	1	4 в 1	20,0	7,0	41,8	98,6	7,2	1,5
Энергетика								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	н/д	19,3	1,6	91,1	24,0	9,5
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	52,7	0,0	12,5	52,7	39,8
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	12,3	8,9	-18,3	15,5	7,0
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	42,6	15,3	53,5	42,8	25,1
Телекоммуникации								
ВымпелКом	3	3 в 4	14,0	26,3	-13,4	-0,4	32,0	25,0
Голден Телеком	3	1 в 1	22,0	35,7	-6,5	3,0	42,2	29,3
МТС	3	5 в 1	н/д	22,3	-7,1	н/д	27,2	15,0
Система	4	21 в 1	40,0	46,2	9,3	27,9	46,6	25,0
МГТС	1	1 в 10	н/д	16,4	7,7	47,4	14,0	8,5
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	7,4	10,5	38,5	7,0	4,3
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	14,1	8,1	28,9	16,2	10,0
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	н/д	6,3	8,0	107,7	5,8	2,5
ЮжТелеком	1	1 в 2	н/д	7,0	1,7	15,4	6,9	4,8
Прочие сектора								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	89,8	20,2	63,3	90,4	43,5
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	16,6	5,0	-2,3	63,5	4,8	2,2
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	19,9	10,6	39,1	21,0	11,9

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 17. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 2 декабря 2005 г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2004	2005П	2004	2005П			
Нефть и Газ														
Газпром	6,3	27	140	6,4	2,4	3093,7	150.196	10,8	17,5	9,1	9,7	пересмотр	н/д	пересмотр
ЛУКОЙЛ	58,9	3	94	61,8	26,2	12,4	50.056	8,0	9,7	5,3	6,2	49,27	-16,3	ДЕРЖАТЬ
Сибнефть	3,7	2	23	4,1	2,6	0,8	17.424	6,4	9,7	5,0	7,1	3,27	-11,0	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	1,1	8	43	1,1	0,6	1,6	38.405	15,2	17,3	7,3	7,8	0,96	-10,7	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	3,4	0	139	4,0	1,4	0,4	7.484	8,5	10,2	4,7	5,3	пересмотр	н/д	пересмотр
Юкос	1,7	46	165	1,7	0,4	0,1	3.848	1,3	1,6	0,7	1,1	приостанов	н/д	приостанов
Petrobras	48,7	4	10	49,4	25,6	8,7	50.883	7,2	5,8	4,0	3,2			
PetroChina	0,6	6	20	0,7	0,4	50,9	112.959	9,0	7,6	5,3	4,3			
Sinorep	0,4	-7	-13	0,5	0,4	42,8	34.031	7,0	6,4	4,3	4,2			
Среднее								8,2	9,5	5,1	5,4			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,4	-11	61	0,4	0,2	0,1	1.287	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,6	2	12	1,0	0,6	0,0	765	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,1	6	-14	0,2	0,1	0,0	2.473	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,4	-7	27	0,4	0,3	7,5	14.734	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
CEZ	27,2	-9	97	759,0	278,2	1157,8	2.031	н/д	н/д	н/д	н/д			
Sopel	6,2	2	41	14,7	8,3	0,6	832	н/д	н/д	н/д	н/д			
Eletrobras	17,9	-11	4	49,5	28,1	10,8	4.310	н/д	н/д	н/д	н/д			
Среднее								11,4	9,7	5,2	4,8			
Телекомы														
МГТС	14,0	8	47	14,0	8,5	0,0	1.118	11,3	9,8	6,3	5,6	19,8	16,1	ПОКУПАТЬ
TeleSP	14,8	2	-28	21,8	14,1	0,6	8.901	8,2	7,8	3,5	3,4			
Tele Norte Leste	24,0	10	23	25,0	15,3	6,5	7.851	14,8	11,4	5,8	5,5			
Среднее								11,4	9,7	5,2	4,8			
Ростелеком	2,4	8	29	2,7	1,7	1,1	1.720	8,7	8,8	4,2	4,3	2,6	10,2	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,5	-6	-13	0,6	0,4	6,2	2.646	15,1	11,6	4,4	3,7			
Embratel	2,1	5	-29	4,8	1,7	0,1	1.729	нег	7,9	3,6	3,2			
Среднее								11,9	9,5	4,1	3,7			
Голден Телеком	26,3	-13	0	32,0	25,0	2,4	955	9,9	7,7	4,0	3,1	37	40,6	ПОКУПАТЬ
Netia	2,1	1	4	2,2	1,6	3,3	552	нег	16,8	4,4	4,2			
МТС	35,7	-7	3	42,2	29,3	52,7	14.216	11,7	9,1	6,4	5,3	48	34,6	ПОКУПАТЬ
Система	22,3	-7	1	27,2	15,0	10,4	10.760	16,2	14,4	3,7	3,3	27	21,1	ПОКУПАТЬ
ВымпелКом	46,2	9	28	46,6	25,0	30,9	9.485	16,3	12,4	7,1	5,7	52	12,5	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	19,5	1	4	22,2	14,9	н/д	1.632	16,5	16,0	6,1	5,8			
Mobinil	48,1	-5	51	54,5	29,4	н/д	4.963	21,3	16,5	10,0	8,2			
Среднее								15,3	13,3	5,9	5,1			
Металлургия														
Норильский Никель	87,2	17	60	88,7	43,2	4,0	17.553	12,5	16,5	6,5	7,8	пересмотр	н/д	пересмотр
Amplats	59,3	2	91	63,5	28,8	1628,8	12.931	36,1	24,3	16,0	13,7			
Inco	40,0	2	7	47,4	33,3	83,2	7.576	12,4	10,2	5,4	5,6			
Implats	113,6	3	58	115,9	68,8	2983,9	7.565	17,2	9,6	11,1	11,4			
Среднее								18,7	13,5	9,4	9,0			
Северсталь	9,7	9	51	10,3	6,4	0,4	5.353	4,6	5,5	2,9	3,3	10,5	8,2	ПОКУПАТЬ
СГ Мечел	29,2	-3	31	37,0	13,6	4,6	4.056	7,9	8,7	4,1	4,3	34,5	18,0	ДЕРЖАТЬ
Евраз Холдинг	17,7	0	н/д	18,3	13,5	3,8	6.285	5,3	5,0	3,3	3,1	19	7,3	ДЕРЖАТЬ
China Steel	0,8	5	-19	1,1	0,8	29,4	8.698	5,5	5,5	3,5	3,6			
POSCO	210,9	4	17	233,9	159,5	63,3	18.385	4,7	4,2	2,7	2,5			
Среднее								5,6	5,8	3,3	3,4			
Продукты														
Лебедянский	63,5	10	н/д	65,0	37,2	0,1	1.295	16,2	13,5	10,4	8,8	62,4	-1,7	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	17,6	5	35	18,0	13,0	0,0	774	51,7	25,7	9,3	7,7	22,5	27,8	ПОКУПАТЬ
Cadbury Schweppes (UK)	978,7	4,0	29,8	1031,2	788,2	0,0	11.827	17,6	15,7	11,4	11,4			
Coca Cola Company (USA)	42,8	0,0	2,7	45,3	39,2	0,0	101.780	20,0	18,8	14,0	14,0			
Среднее								26,4	18,4	11,3	10,5			
Торговля														
Пятерочка	25,5	17	н/д	26,1	11,9	0,0	3.900	32,6	23,3	21,2	15,1	15,5	-39,1	ПРОДАВАТЬ
Седьмой Континент	27,0	3	167	27,1	9,3	0,0	1.742	35,1	21,4	21,8	12,5	24,5	-9,3	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	3,4	-2	-4	4,0	3,3	0,1	291,9	14,9	14,7	10,4	12,6			
Tesco PLC	531,1	5	-7	578,0	502,7	2145,8	41660,6	16,8	15,4	9,6	8,8			
Среднее								24,9	18,7	15,7	12,2			
Машиностроение														
ОМЗ	5,2	-7	60	5,7	3,2	0,0	149	41,6	11,6	7,1	6,6	4,8	-8	ДЕРЖАТЬ
Hyundai Heavy	69,5	6	110	79,4	28,3	26,2	5.278	44,7	neg.	22,9	23,4			
Среднее								42,2	11,6	14,8	14,9			

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

Илл. 18. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 2 декабря 2005г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2004	2005П	2004	2005П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	46,00	1	37	47,05	18,50	90	4.575	9,9	н/д	7,1	н/д	пересмотр	н/д	пересмотр
Башнефть	10,30	12	32	10,60	3,68	143	1.753	9,1	н/д	4,1	4,7	пересмотр	н/д	пересмотр
РИТЕК	7,00	6	12	7,00	3,16	426	698	5,1	н/д	3,2	н/д	пересмотр	н/д	пересмотр
Энергетика														
Башкирэнерго	0,53	1	6	0,66	0,29	103	412	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Красноярскэнерго	0,03	0	-16	0,04	0,01	27,000	125	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Кубаньэнерго	0,49	9	9	0,62	0,44	24,067	292	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Кузбассэнерго	15,00		85	15,30	7,30	0	268	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Новосибирскэнерго	0,73	-4	-1	0,74	0,62	26,149	442	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Пермэнерго	23,50	0	26	23,50	13,00	29,250	318	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Ростовэнерго	5,40		4	5,40	4,00	0	196	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Самараэнерго	0,05		43	0,05	0,05	0	156	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Свердловэнерго	0,11	0	-8	0,13	0,10	33,410	396	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Челябэнерго	0,42		0	0,43	0,42	0	217	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	запрещено
Телекомы														
Дальсвязь	2,31	6	35	2,50	0,89	31,441	221	10,4	6,0	5,1	3,8	2,14	-7	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	0,46	4	35	0,49	0,26	43,665	727	neg	29,1	6,2	5,0	0,46	0	ДЕРЖАТЬ
Сев-Зап Телеком	3,72	7	9	4,20	2,47	148,967	916	8,9	6,8	4,1	3,5	4,72	26	ПОКУПАТЬ
Сибирь Телеком	0,75	6	27	0,77	0,44	77,854	661	12,5	9,9	4,9	4,1	0,78	4	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинформ	0,07	2	3	0,07	0,04	127,673	776	7,7	6,8	4,2	3,7	0,074	14	ПОКУПАТЬ
ЦентрТелеком	0,14	6	28	0,14	0,07	39,364	409	neg	432,0	6,8	5,7	0,097	-29	ПРОДАВАТЬ
ЮжТелеком	0,04	1	6	0,04	0,03	369,764	1.221	9,9	7,7	5,3	4,5	0,050	32	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	37,00		11	30,00	22,10	0	1.006	9,5	3,7	2,6	1,9	32,60	-11	ДЕРЖАТЬ
Челябинский труб- ный 3-д	0,98	49	178	1,10	0,21	230,126	508	34,6	12,3	10,4	8,6	1,10	12	ПОКУПАТЬ
Выксунский МЗ	457,00	9	111	425,00	177,00	53,800	860	9,0	8,2	4,8	4,5	460,00	1	ДЕРЖАТЬ
НТМК	1,71	5	28	1,80	0,60	104,772	2.233	4,6	6,2	2,6	3,2	1,80	5	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	1.140	16	53	1.145	669,50	1,923	21.662	н/д	н/д	н/д	н/д	1470,0	29	ПОКУПАТЬ
Иркут	0,65	6	8	0,67	0,49	44,475	571,3	8,9	7,0	7,1	6,6	0,87	33	ПОКУПАТЬ
Калина	38,30	12	89	33,00	16,50	55,269	373,7	13,2	10,7	7,6	6,2	40,00	4	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 19. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 2 декабря 2005г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2004	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Транснефть прив.	1.825	43	18	1.828	950			10,77	0,01	пересмотр	н/д	пересмотр
Сургутнефтегаз прив.	0,86	15	22	0,6825	0,403		22	0,0203	0,03	0,77	-10	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	2,09	24	60	1,295	0,545		36	0,0335	0,02	пересмотр	н/д	пересмотр
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,4	11	19	0,3007	0,213		10	0	2	н/р	н/д	н/р
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,76	18	13	1,72	1,31		24	0,1320	0,07	пересмотр	н/д	пересмотр

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



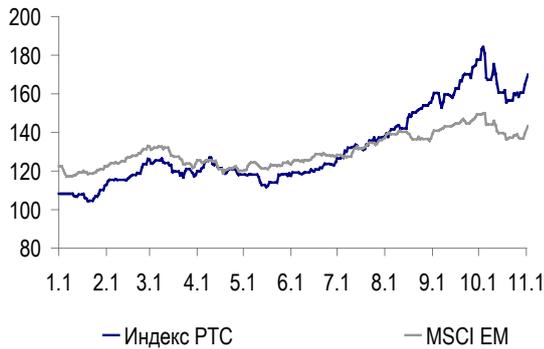
Илл. 20. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания	Событие
Декабрь	Силовые Машины	Внеочередное общее собрание акционеров по выборам Совета директоров
5 декабря	Марийская региональная ГК	Внеочередное общее собрание акционеров по вопросу вхождения в ОГК-5
5 декабря	Удмуртская территориальная ГК	Внеочередное общее собрание акционеров по вопросу вхождения в ОГК-5
8 декабря	РАО ЕЭС	Заседание правительства по вопросам реформы энергетики
14 декабря	Псковэнерго	Продажа Псковской ТЭЦ
15 декабря	РАО ЕЭС	Отчет за 1-е полугодие 2005 г. по МСФО
22 декабря	Крестоваяэнерго	Государственная регистрация акций всех компаний
30 декабря	Читаэнерго	Госрегистрация акций компаний, выделяемых из АО-энерго
30 декабря	Комизэнерго	Утверждение плана реструктуризации на внеочередном собрании акционеров АО-энерго
30 декабря	Кубаньэнерго	Утверждение плана реструктуризации на внеочередном собрании акционеров АО-энерго
30 декабря	Кузбассэнерго	Утверждение плана реструктуризации на внеочередном собрании акционеров АО-энерго
30 декабря	Владимирская ГК	Внеочередное общее собрание акционеров по вопросу вхождения в ОГК-6
Конец 2005 г.	Голден Телеком	Объявление о приватизации Связьинвеста
Конец 2005 г.	ОАО Славнефть	Обнародование схемы дробления акций
Конец 2005 г.	ЯрославльНОС	Обнародование схемы дробления акций
Конец 2005 г.	Киевэнерго	Период выплаты дивидендов
Конец 2005 г.	Мотор Сич	Период выплаты дивидендов
2П05	Сибнефть	Новости о потенциальных дивидендах, но лишь после разукрупнения компании
2П05	Сургутнефтегаз	Возможное участие в аукционе по Чаяндинскому месторождению
2П05	ЦентрТелеком	Отчет за 2004 г. по МСФО
2П05	ЦентрТелеком	Приватизация Связьинвеста; Система заинтересована в покупке ЦентрТелекома
2П05	Черниговоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Черновцыоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Днепропетровскэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Дальсвязь	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Дальсвязь	Объявление о приватизации Связьинвеста
2П05	НПЗ Галичина	Очередное общее собрание акционеров
2П05	Харьковоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Хмельницкоблэнерго	Выплата дивидендов
2П05	Хмельницкоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Херсоноблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Херсоноблэнерго	Эмиссия облигаций на сумму \$2,3 млн
2П05	Кировоградоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Крымэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Львовоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Маркохим	Начало строительства новой коксовой батареи
2П05	Мотор Сич	Отчет эмитента за 2004 г. перед ГКЦБФРУ
2П05	СЗ Телеком	Отчет за 2004 г. по МСФО
2П05	Онако	Конверсия акций ОНАКО в акции холдинга ТНК-ВР
2П05	Сиданко	Конверсия акций СИДАНКО в акции холдинга ТНК-ВР
2П05	ТНК	Конверсия акций ТНК в акции холдинга ТНК-ВР
2П05	Одессаоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Одессаоблэнерго	Эмиссия облигаций на сумму \$4,9 млн
2П05	Полтаваоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Прикарпатьеоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Ростелеком	Объявление о приватизации Связьинвеста
2П05	Севастопольэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Сибирь Телеком	Отчет за 2004 г. по МСФО
2П05	Сибирь Телеком	Объявление о приватизации Связьинвеста
2П05	ЮТК	Отчет за 2004 г. по МСФО
2П05	ЮТК	Объявление о приватизации Связьинвеста
2П05	Тернопольоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Укртелеком	Возможно получение лицензии на оказание услуг мобильной связи
2П05	Укртелеком	Возможная продажа компании Инфоком
2П05	УралСИ	Отчет за 2004 г. по МСФО
2П05	УралСИ	Объявление о приватизации Связьинвеста
2П05	Винницаоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Волга Телеком	Отчет за 2004 г. по МСФО
2П05	Волыньоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Закарпатьеоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Запорожоблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины
2П05	Запорожсталь	Эмиссия Еврооблигаций на сумму \$ 300 млн
2П05	Запорожсталь	Начало разработки Приазовского железорудного месторождения
2П05	Запорожтрансформатор	Открытие представительства в Казахстане
2П05	Житомироблэнерго	Введение единых розничных тарифов на электричество для всех электrorаспределительных компаний Украины

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Графики

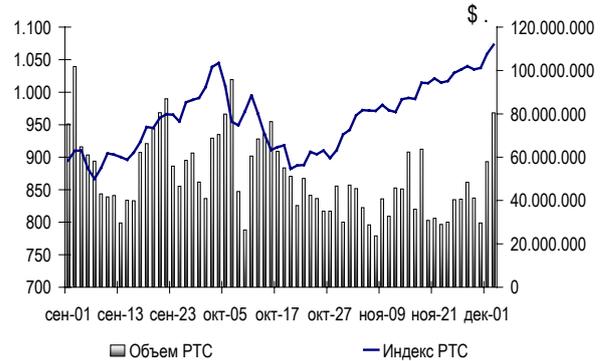
Илл. 21. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2005 года



Источники: РТС, Рейтер

- Достигнув исторического максимума в 1052 пункт, индекс РТС резко скорректировался
- В октябре, в условиях коррекции индекса РТС, совокупный объем торгов на бирже был большим

Илл. 22. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

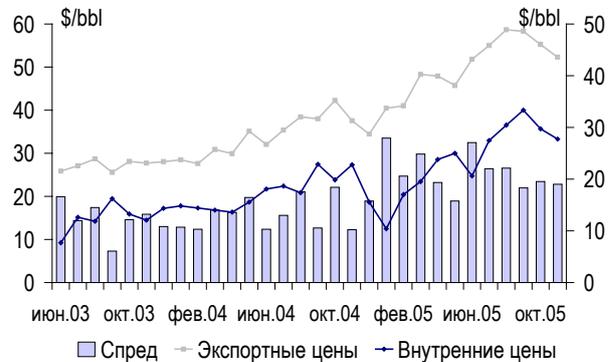
Илл. 23. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

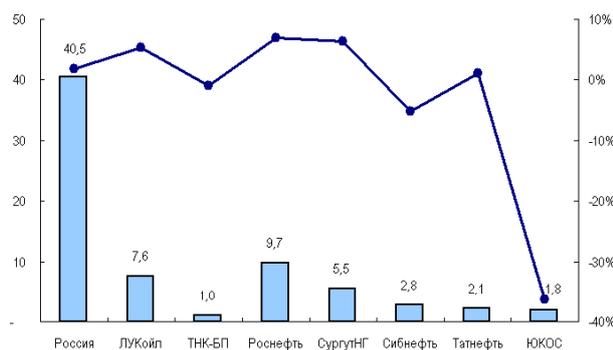
- В октябре темпы роста нефтедобычи достигли пика (+1,8% год-к-году, по сравнению с темпом роста в сентябре, год-к-году)

Илл. 24. Внутренние и экспортные цены на нефть



Источник: Министерство энергетики

Илл. 25. Добыча нефти за месяц, млн тонн



Источник: Министерство энергетики

Илл. 26. Цены на медь и никель, последние 12 мес.



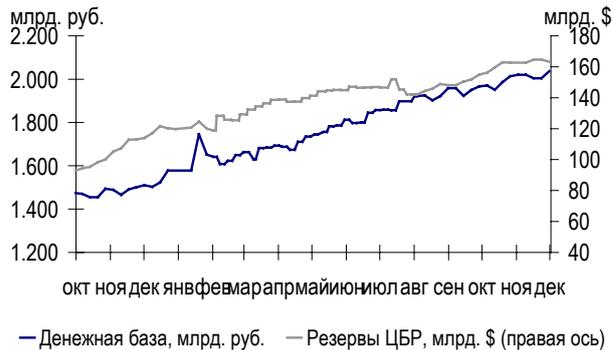
Источник: Блумберг

- В октябре экспортные и внутренние цены на нефть продемонстрировали дальнейшую коррекцию – на 5% и 7%, соответственно

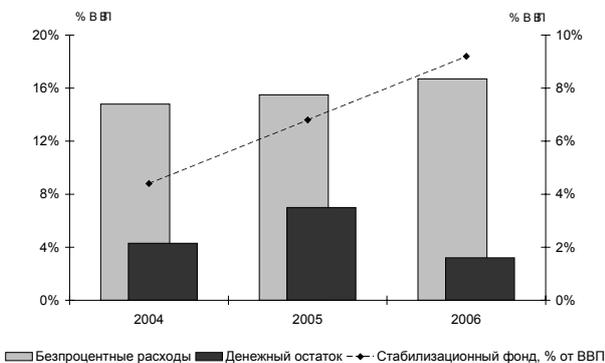
Илл. 27. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев


Источник: ЦБР

- К концу года обменный курс, вероятно, вернется к показателю 28,5 руб/\$
- Резервы ЦБР достигли нового исторического максимума, и по стоимости они сегодня равны объему импорта за 16 месяцев.

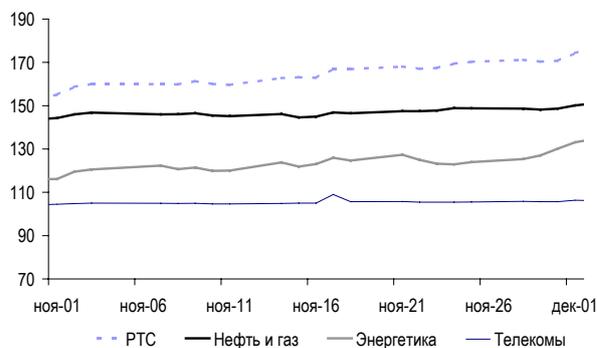
Илл. 28. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев


Источник: ЦБР

Илл. 29. Стабилизационный фонд


Источник: ЦБР

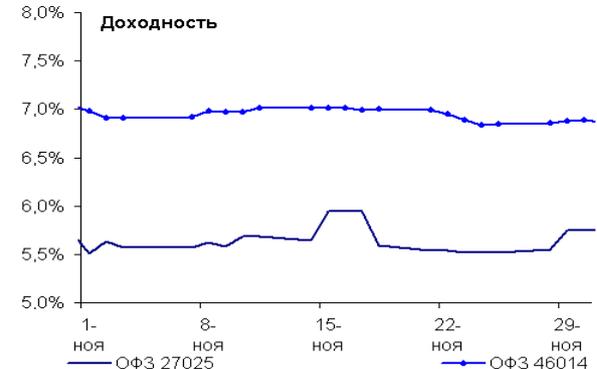
- Значительные накопления средств в Стабилизационном фонде создали условия для смягчения фискальной политики в 2006 г.
- Темпы роста обрабатывающей промышленности остаются высокими, объемы добычи минерального сырья – не меняются

Илл. 30. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 31. Динамика Россия-30, с начала месяца


Источник: Рейтер

Илл. 32. Динамика ОФЗ 27025–46014


Источник: Рейтер

- Низкий уровень ликвидности и высокая стоимость привлечения финансовых ресурсов привели к стагнации рублевой рынок, однако курс облигаций поддерживается устойчивым спросом со стороны крупных банков
- После резкой коррекции рынка ноябрьская картина выглядела лучше – благодаря паузе в снижении курса Казначейских обязательств США и сужению спредов



Экономика и политика

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

Экономические показатели обещают ускорение роста

**Игнатьев остается
Председателем ЦБР;
пакет антиинфля-
ционных мер не
представляется
эффективным**

За прошедший месяц главными темами дискуссий в Правительстве и в ЦБР были: растущие темпы инфляции и возможные меры контроля над ней. За первые 20 дней ноября Индекс потребительских цен вырос на 0,6% и, как ожидается, продолжит рост, к концу года обещая достичь отметки в 11,0%. Тем не менее, пока мало что было сделано по подготовке пакета антиинфляционных мер. Недавно Правительство обнародовало целый ряд плановых шагов в этом направлении, включая ограничение на рост тарифов ЖКХ и лимиты на повышение зарплат в государственных компаниях. Мы полагаем, что регулирование тарифов является одной из эффективных антиинфляционных мер в краткосрочном плане, но оно же может вызвать повышение денежной инфляции в будущем, когда сектор ЖКХ потребует дополнительных средств на финансирование его убыточной деятельности. Что касается контроля над величиной зарплат, то мы не думаем, что эта идея будет иметь успех (ввиду сильного противодействия со стороны государственных компаний). Тот факт, что Игнатьев вновь назначен на пост Председателя ЦБР, заставляет предположить, что монетарная политика ЦБР останется неизменной.

**Мы одобряем
смягчение фискальной
политики в 2006 г.,
поскольку М2 (как доля
в ВВП) остается
неизменной**

Между тем Правительство, в попытке обуздать инфляцию, предприняло большие усилия по стерилизации ликвидности посредством бюджета. Последствием этой политики стал крайне медленный рост денежной массы (М2), которая, по данным ЦБР, увеличилась в октябре лишь на 0,4%. В результате этого монетизация экономики остается низкой, что подавляет основные банковские индикаторы, такие как «банковские активы/ВВП» и «депозиты как доля в ВВП». Мы считаем стерилизацию чрезмерной и одобряем планируемое смягчение фискальной политики, начиная с 2006 г.

**Мы прогнозируем в
2005 г. промышленный
рост на 4,0%, ожидаем
его ускорения в 2006 г.**

В ноябре показатели промышленного производства оказались слабыми: рост за 10 месяцев составил 3,9% год-к-году (против 4,0% год-к-году за 9М05). Основной тренд сохранился без изменений, так как движущей силой промышленного подъема оставался производственный сектор, тогда как в добывающем секторе был отмечен лишь слабый рост (+1,0% год-к-году). Мы подтверждаем наш прогноз на 2005 г. (+4,0%) и ожидаем некоторого улучшения в 2006 г. (в связи со снижением налогов с нефтяного сектора).

Илл. 33. Промышленный рост по секторам, год-к-году, %

	Добыча полезных ископаемых	Промышленное производство	Товары по регулируемым ценам
1Кв.04	8,4	9,6	-1,4
1П04	8,2	8,5	0,1
9М04	7,2	8,9	0,1
10М04	6,9	8,5	0,1
2004 г.	6,5	9,2	0,1
1Кв.05	2,5	5,3	2,5
1П05	1,4	5,6	1,8
9М05	1	6,1	1,9
10М05	1	6	1,4

Источник: Росстат



Новости компаний и отраслей

Нефть и газ

Аниса Редман (44 20) 7382-4186

Константин Батунин (7 495) 786-4876

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

Все внимание приковано к прогрессу в деле либерализации рынка акций Газпрома

Ноябрь оказался месяцем, богатым на события, в центре которых были Газпром и Роснефть. От правительства поступил ясный сигнал о прогрессе в деле либерализации рынка акций Газпрома. Газпром опубликовал хороший отчет за 2Кв.05 по МСФО и объявил о второй сделке по обмену активами в сегменте сжиженного природного газа. Роснефть пригласила нового независимого аудитора, который проведет встречную стоимостную оценку ее дочерних предприятий (в рамках ее стратегии, направленной на консолидацию активов в преддверии IPO).

Из других новостей отметим, что ЛУКОЙл завершил консолидацию своего нефтедобывающего подразделения Севертек и добился прогресса на переговорах с правительством Ирака по вопросу о нефтяном проекте «Западная Курна-2». Сибнефть получила предупреждение о нарушении лицензионных правил добычи, но, с другой стороны, в ее пользу было вынесено еще одно судебное решение в споре с компанией Sibir Energy.

В целом по сектору статистика нефтедобычи за ноябрь повторила общий рост, показанный в октябре. В декабре мы ожидаем ускоренного роста темпов добычи и сохраняем наш годовой прогноз на уровне 2,8%, опираясь на объем среднесуточной добычи нефти.

Несомненно, главным событием декабря станут итоги второго и третьего думского чтения законопроекта о либерализации рынка акций Газпрома.

Россия сохраняет темпы роста нефтедобычи

Предварительные данные о нефтедобыче за ноябрь соответствовали тренду октября: рост на 0,5% месяц-к-месяцу (до 9,59 баррелей в сутки); за период с января по ноябрь ее увеличение составило 2,7%. Ноябрь стал седьмым по счету месяцем непрерывного роста добычи, после неудачного апреля, когда ее объем упал на 0,4%.

По данным ЦДУ-ТЭК, Роснефть вновь лидировала по темпам суточной нефтедобычи в ноябре (рост на 1,2% по сравнению с октябрем) благодаря росту добычи у компании Юганскнефтегаз на 1,7%. Следом шел ЛУКОЙл (рост на 0,6%), тогда как добыча Сургутнефтегаза осталась без изменений, а у Сибнефти даже упала на 0,6%. В целом мы ожидаем, что в декабре рост нефтедобычи слегка ускорится, и сохраняем наш годовой прогноз на уровне 2,8%, учитывая объем среднесуточной добычи.

Дума одобрила в первом чтении законопроект, снимающий ограничения на право нерезидентов

25 ноября, после двухдневной задержки, Дума, в конце концов, утвердила законопроект, призванный снять ограничения на право нерезидентов владеть акциями Газпрома. Это помогло улучшить настроение инвесторов и укрепило надежды на то, что конечный срок проведения реформы (конец года) будет соблюден. Следующими шагами станут: второе и третье чтение в Думе (одновременно), запланированное на 9 декабря, после чего последует утверждение законопроекта Советом Федерации и подписание его Президентом.

Газпром опубликовал хорошие итоги за 2Кв.05 по МСФО ...

Газпром опубликовал итоги за 2Кв.05 и 1П05 по МСФО, которые оказались лучше, чем наш и рыночный прогнозы. Компания выиграла от благоприятной конъюнктуры цен на нефть и газ, но при этом продемонстри-



...и объявил, что подписал второй контракт по обмену газовыми активами

ЛУКОЙЛ завершил сделку по приобретению Севертека

...и получил надежду на продолжение разработки месторождения «Западная Курна-2»

Сибнефть получила предупреждение о нарушении лицензионных правил добычи...

... но, с другой стороны, выиграла еще одно судебное решение в споре с компанией Sibir Energy

Оценка Роснефти, проведенная Deloitte & Touche, шокировала рынок

рвала и большую рачительность в своих операционных расходах. С другой стороны, вырос чистый долг Газпрома, обусловленный увеличением его оборотного капитала.

В конце ноября Газпром подписал второй контракт по обмену газовыми поставками (на этот раз с компанией Gaz de France), имея в виду поставки сжиженного природного газа в США. Первое такое соглашение было достигнуто в сентябре с BG. Хотя объем сделок невелик, они демонстрируют интерес Газпрома к расширению бизнеса в сегменте сжиженного природного газа, в связи с намеченным на начало следующего года вводом в эксплуатацию крупнейшего Штокмановского месторождения.

ЛУКОЙЛ остается верным своей стратегии консолидации основных добывающих активов. Пару недель назад компания объявила о завершении сделки по приобретению оставшейся части (50% акций) Севертека (небольшого добывающего предприятия с основными активами в регионе Тимано-Печоры) у финской Neste Oil, доведя свой пакет до 100%. Хотя эта покупка оказалась сравнительно дорогой, она укладывается в рамки стратегии ЛУКОЙЛА по консолидации его добывающих подразделений - и в среднесрочной перспективе должна оказаться выгодной.

Две недели назад на встрече с главой ЛУКОЙЛА Вагитом Алекперовым министр иностранных дел Ирака Хошияр Зебари заверил, что правительство его страны признает право ЛУКОЙЛА на участие в проекте Западная Курна-2. Министр высказал предположение, что вопрос об этом будет решен новым составом парламента Ирака, выборы которого назначены на 15 декабря.

Министерство природных ресурсов России объявило о том, что им зафиксированы нарушения условий 14 лицензий, выданных Ноябрьскнефтегазу, основному добывающему подразделению Сибнефти, а также ее менее крупной структуре Заполярнефть. Министерство призвало Сибнефть сократить число простаивающих скважин и уточнить данные о величине имеющихся у компании месторождений и располагаемых запасов нефти. На данный момент мы не видим оснований для тревоги по поводу Сибнефти, поскольку такие проверки являются для Минприроды ее обычной практикой. Проведенные ранее проверки выявили аналогичные нарушения лицензионных условий такими нефтедобывающими компаниями, как ЛУКОЙЛ, Сургутнефтегаз, ТНК-ВР и другие.

Восточно-Карибский Высший суд вынес судебное решение против Sibir Energy. Последняя утверждала, что Сибнефть незаконно развела ее долю в компании Сибнефть-Югра (СП, созданное обеими компаниями). В 2003 г. доля Sibir Energy в СП сократилась с 50% до менее 1%, а доля Сибнефти, соответственно, увеличилась. Как сообщают Ведомости, компания Sibir Energy проиграла еще одно судебное дело: в Ханты-Мансийском арбитражном суде. Теперь, когда у руля Сибнефти встал Газпром, шансы Sibir Energy восстановить свою долю участия в Сибнефть-Югра пренебрежительно малы.

Несомненно, в прошлом месяце Роснефть была одним из главных источников новостей. В публикации от 1 ноября *Ведомости* представили оценку Роснефти и ее основных дочерних компаний, сделанную аудиторской фирмой Deloitte & Touche. Самой шокирующей стала оценка наиболее перспективной нефтеперерабатывающей компании Роснефти, Комсомольского НПЗ, которая оказалась более чем в 10 раз ниже рыночной капитализации компании на тот момент. В сфере нефтедобычи цифры Deloitte оказались не менее поразительны. Не считая Юганскнефтегаза, важнейшим дочерним предприятием Роснефти является Пурнефтегаз, располагающий большими запасами нефти хорошего качества. Пурнефтегаз был оценен с 15%-ным дисконтом к рыночной цене. Напротив, Сахалинморнефтегаз с его падающей добычей и истощенными запасами был оценен с существенной премией к рынку. В прессе прозвучали язви-



К оценке дочерних компаний Роснефти решено применить корректирующие коэффициенты

тельные напоминания о том, что нынешний глава Роснефти Сергей Богданчиков ранее возглавлял Сахалинморнефтегаз.

Впрочем, Роснефть не в полной мере согласилась с оценкой Deloitte. Согласно источнику, близкому к Совету директоров Роснефти, решено применить к оценке ее дочерних компаний корректирующие коэффициенты. Кроме того, Совет решил применить 20%-ный дисконт к привилегированным акциям (по сравнению с обыкновенными акциями) большинства дочерних компаний, исключая Юганскнефтегаз (для которого дисконт составил 70%).

Вызывающая тревогу перетасовка активов Роснефти

Происходящая реструктуризация Роснефти, имеющая целью проведение IPO компании в 2006 г., а также планы погашения основной части долга сопровождается вызывающей тревогу перетасовкой корпоративной структуры ее дочерних компаний. Две крупнейших добывающих компании Роснефти - Пурнефтегаз и Сахалинморнефтегаз – учредили компании под теми же названиями, что должно, на наш взгляд, быть как-то связано с реструктуризацией Роснефти. Учитывая непредсказуемый характер Роснефти, мы можем ожидать все что угодно – от вывода активов до решения простых производственных задач. В дальнейшем Пурнефтегаз объявил, что он больше не является владельцем Комсомольского НГДУ, подразделения по разведке, добыче и продаже нефти.

Впечатляющие результаты за 1П05 достигнуты, главным образом, благодаря приобретению Юганскнефтегаза и высоким мировым ценам на нефть

24 ноября Роснефть опубликовала финансовые итоги за 1П05 (по US GAAP), которые – естественно – оказались, по сравнению с прошлым годом, довольно впечатляющими. Объем продаж вырос в 4,3 раза, год-к-году (до \$9,8 млрд). Чистая прибыль выросла в 7 раз (до \$2,44 млрд), по сравнению с \$0,33 млрд за аналогичный период прошлого года. Впрочем, такие результаты достигнуты, главным образом, благодаря приобретению Юганскнефтегаза (что резко увеличило цифры добычи Роснефти) и продаже 50%-ной доли в Севморнефтегазе (за \$1,3 млрд). С поправкой на эту продажу чистая прибыль Роснефти в 1П05 выросла лишь на 245% (до \$1,14 млрд), что отражает более чем благоприятные условия, преобладающие на мировом рынке нефти, и увеличение компанией нефтедобычи на 190% год-к-году (35,8 млн т нефти в 1П05 против лишь 12,2 млн т за аналогичный период прошлого года).

Роснефти, вероятно, удастся сократить свой долг

Впрочем, важнее то, что Роснефть сумела сократить свой долг на \$2,0 млрд (до \$18,6 млрд) против \$20,1 млрд, по данным на 2004 г. В отчете отмечена большая вероятность того, что предъявленные Юганскнефтегазу налоговые претензии могут быть к концу года существенно уменьшены. Мы считаем это удивительным, так как в прошлом году Роснефть купила Юганскнефтегаз со значительным дисконтом, связанным с налоговыми претензиями, которые являлись тяжелым бременем для приобретаемой компании. В данное время спорная налоговая задолженность Юганскнефтегаза составляет \$4,7 млрд. Руководство Роснефти полагает, что эта цифра будет сокращена на \$3,1 млрд, после чего останется заплатить лишь \$1,7 млрд.

Газпром

Илл. 34. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	33.916	42.926	44.111	44.178
ЕБИТДА, млн. \$	13.128	18.368	17.213	16.858
Чистая прибыль, млн. \$	7.142	8.553	8.580	8.919
P/E	20,2	16,8	16,8	16,1
EV/ЕБИТДА	12,7	9,0	9,7	9,9
Капитализация, млн. \$	150.351			
EV, млн. \$	166.119			
Добыча, млрд. куб. см	3.464			
Запасы, млрд. куб. м	105.816			
Количество акций, млн.	23.674			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 35. 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. 36. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 3	<p>Газпром консолидирует Сибнефть</p> <p>Газпром все более явно связывает свои интересы с Сибнефтью. Вчера газовая монополия объявила о консолидации на своем балансе с 25 октября еще 56% акций Сибнефти (дополнительно к 3%, которыми она владела первоначально). Акции были переданы Газпрому его голландской дочерней компанией Gasprom Finance BV. Теперь участие Gasprom Finance BV в Сибнефти сократилось до 16%, которые были отданы в залог синдикату западных банков, оказавшему Газпрому поддержку в финансировании приобретения 72,7% акций Сибнефти за \$13,1 млрд. На базе текущей рыночной оценки стоимость заложенного пакета составляет \$2,7 млрд. Предоставленный консорциумом кредит состоит из займов сроком на 3-5 лет на общую сумму \$2,5 млрд и краткосрочных займов на сумму \$10,6 млрд. Мы полагаем, что в связи с этим возникают вопросы относительно планов Газпрома по поводу остальных 16% акций Сибнефти, принадлежащих Gasprom Finance BV. Хотя представители Газпрома заявили в ходе телеконференции, проведенной на этой неделе, что компания намерена сохранить у себя все акции Сибнефти, не следует исключать того, что в конечном счете она продаст миноритарный пакет стратегическому партнеру (возможно, иностранному). Такой пакет мог бы включать 20% акций Сибнефти, которые все еще принадлежат ЮКОСу, но в приобретении которых заинтересован Газпром. Это подтвердило бы наше мнение о том, что Газпром строит систему стратегических партнерств. Тем не менее, учитывая, что пока речь идет лишь о догадках, мы не считаем, что это окажет сколько-нибудь значительное влияние на цену акций Газпрома.</p>
Ноябрь 17	<p>Газпром планирует еще одно непрофильное вложение средств</p> <p>Газпром планирует построить офисное здание и футбольный стадион в Ст.-Петербурге, капвложения в которые оцениваются в \$600 млн. Площадь офисного центра составит 300 000 кв.м., а вместимость стадиона – 50 000 мест. Проекты будут завершены соответственно в 2009 и 2010 гг. Bloomberg процитировал мнение экспертов по рынку недвижимости, которые считают, что этот проект будет дорогостоящим. Мы рассматриваем эту новость как негативную для Газпрома. Хотя мы понимаем, что российским компаниям необходимо инвестировать в определенные социальные проекты, цена в \$600 млн для Газпрома слишком высока и подорвет финансовое состояние компании. Однако, рынок может посмотреть на это сквозь пальцы, поскольку правительство продолжает процесс либерализации акций компании. К концу недели министр юстиции должен предоставить свои комментарии по предварительному варианту поправок к российскому законодательству касательно возможности владения Газпромом иностранцами, а Государственная Дума рассмотрит этот пакет документов 23 ноября.</p>
Ноябрь 18	<p>Газпром объявляет о планах по расширению газопровода Голубой Поток: позитивно</p> <p>В Турции состоялось важное для Газпрома мероприятие, участие в котором приняли президент Путин, предправления Газпрома Алексей Миллер, премьер-министр Турции Эрдоган, премьер-министр Италии Берлускони, и.о. президента турецкой Botas Cifti, глава ENI Scaroni. В ходе встречи Владимир Путин объявил о планах Газпрома по развитию газопровода «Голубой Поток» и осуществлению по нему экспортных поставок в Италию, Израиль и ряд стран в Южной Европе. Мы рассматриваем это сообщение как очень позитивный факт с точки зрения Газпрома по следующим причинам. Во-первых, газопровод, в том виде, в каком он был первоначально спроектирован, оказался для Газпрома неудачным проектом. Он был запущен в феврале 2003 г. для обеспечения поставок газа в Турцию, покрывающих внутренние потребности этой страны. Согласно двустороннему соглашению между Россией и Турцией от 1997 года, Турция приняла на себя обязательства по закупке в общей сложности 365 млрд куб м газа в период с 2000 г. по 2025г., на условиях «take-or-pay» (принятие продукции или выплата неустойки). Эта договоренность исходила из оценки среднегодового импорта российского газа в объеме около 14 млрд куб м. Газопровод должен выйти на проектную мощность (16 млрд куб м в год) в 2010 г. Однако, на сегодняшний день, Турция купила только 8,2 тыс.куб.м Газпромовского газа, включая 1,3 тыс.куб.м в 2003г., 3,2 тыс.куб.м в 2004г. и 3,7 тыс.куб.м на сегодняшний день в этом году. По соглашению с Газпромом, Турция запрещено перепродавать на экспорт газ, полученный от Газпрома. Расширение «Голубого Потока» для поставок газа в южно-Европейские страны, анонсированное вчера, позволит Газпрому решить эту проблему, на наш взгляд.</p>



- Ноябрь 21 Проблемы либерализации двойного рынка акций Газпрома и переговоры о судьбе Славнефти**
По мере приближения установленного правительством крайнего срока либерализации торговли акциями Газпрома, появляется все больше признаков стремления правительства добиться дальнейшего прогресса. В пятницу, как было ранее обещано, Минюст утвердил пакет предварительных поправок к закону «О газоснабжении» и двум постановлениям, которые необходимы для проведения либерализации. Следующий этап процесса – принятие этих документов Государственной Думой (первое чтение назначено на 23 ноября, второе и третье – на 9 декабря). Между тем, проект поправок подвергся критике со стороны Правового управления Думы, которое выразило опасения в связи с возможными последствиями снятия ограничений на передачу акций Газпрома в собственность иностранных лиц до установления правительством фактического контроля над пакетом акций компании, превышающим 50%. Согласно действующему закону, участие правительства в Газпроме должно составлять не менее 35%, и идея заключается в том, чтобы повысить этот порог до более 50%. С другой стороны, за государством еще остается последний транш в счет оплаты пакета акций Газпрома (10,74%), приобретенного прошлым летом у дочек газовой монополии (крайний срок платежа - 25 декабря). Кроме того, Роснефтегаз и Росгазификация должны осуществить формальную передачу государству соответственно 10,74% и 0,89% акций Газпрома. Мы полагаем, что для выхода из этой ситуации государство предложит увеличить прописанную в законе 35%-ную долю в газовой монополии до мажоритарной в новом законе еще до того, как оно фактически сосредоточит у себя контрольный пакет компании. В таком случае оно сможет уложиться в объявленные ранее сроки либерализации внутреннего рынка акций Газпрома (до конца 2005 г.).
- Ноябрь 22 Россия и Украина не пришли к соглашению по поводу контракта на поставку природного газа в следующем году**
Отношения между российским газовым гигантом Газпром и его украинским партнером Нафтогазом жизненно важны как для России, так и для Украины, так как в сфере энергетики они сильно зависят друг от друга. В 2004 г. потребление газа на Украине превысило 70 млрд кубометров, лишь 20 из которых были поставлены национальными компаниями. Недостающий объем порядка 50 млрд кубометров был поставлен Россией и Туркменистаном. Вклад Газпрома составил 29,2 млрд кубометров газа в качестве оплаты за транспортные услуги, предоставленные Нафтогазом российскому газовому монополисту для доставки газа за рубеж. Хотя туркменский газ составляет все большую долю в годовом украинском потреблении газа, важным моментом является то, что он поставляется на Украину по трубопроводам Газпрома. Таким образом, Газпром является единственной компанией, контролирующей этот процесс.
- Ноябрь 23 Газпром: Прогноз результатов за 2Кв05 по МСФО**
Мы ожидаем хороших результатов в основном за счет высоких международных цен на нефть и газ и увеличения цен на газ на внутреннем рынке, а также за счет увеличения объема экспорта газа. Мы ожидаем, что выручка во 2Кв увеличится на 35% год-к-году до \$10,1 млрд. EBITDA должна вырасти еще больше (57% год-к-году) до \$3,8 млрд благодаря замедлению роста операционных расходов компании. Причиной последнего стали плохие результаты за 2Кв04, вызванные резким увеличением операционных расходов Газпрома в тот период. Мы ожидаем увеличения операционных расходов во 2Кв04 всего лишь на 22% и считаем эту оценку достаточно консервативной. По нашим прогнозам, что чистая прибыль во 2Кв05 составит \$2,0 млрд, что предполагает увеличение на 140% год-к-году (благодаря слабому показателю в базовый период). В целом мы ожидаем дальнейшего улучшения финансовых показателей Газпрома, в т.ч. роста рентабельности.
- Ноябрь 24 Газпром одобряет планы на добычу и экспорт на 2006-2008 гг.**
Газпром одобрил газовый баланс ЕСГ на 2006 г. и предварительный газовый баланс на 2007-2008 гг. Цифры в значительной степени соответствуют нашим ожиданиям. В частности, Газпром планирует добыть 548, 550 и 552 млрд кубометров газа соответственно в 2006, 2007 и 2008 гг. Компания планирует поставить 296,5, 297,9 и 299,8 млрд кубометров российским потребителям и 151, 157,7 и 162,9 млрд кубометров европейским потребителям соответственно в 2006, 2007 и 2008 гг.
Газпром: В ожидании объявления о дате рассмотрения законопроектов по либерализации рынка акций Газпрома
На данный момент рынок ждет объявления новой даты первого чтения законопроектов, снимающих ограничения на операции нерезидентов с акциями Газпрома. Оно должно было состояться вчера, но было отложено без объяснения причин. Сегодня Совет Думы должен назвать новую дату. Во вчерашнем объявлении об отсрочке рассмотрения в качестве возможной сначала называлось 7 декабря, однако вскоре председатель думского комитета по энергетике, транспорту и связи Валерий Язев сообщил, что первое чтение состоится 25 ноября.
Газпром заключил первый контракт на «газовый своп» с компанией Gaz de France
Газпром сообщил о подписании первого контракта об обмене газом с компанией Gaz de France. По условиям контракта Газпром будет поставлять во Францию дополнительные объемы трубопроводного газа в обмен на СПГ, поставляемый совместным предприятием Gaz de France и Sonatrach в Алжире для дальнейшей поставки танкерами в Коув-Пойнт, штат Мэриленд, США. Газпром не сообщил о согласованных объемах такого обмена. Речь идет о первой сделке такого рода между Газпром и Gaz de France, но уже второй такой сделке с участием Газпрома. В августе российский газовый монополист заключил аналогичные соглашения на поставку СПГ на американский рынок с Shell Western BV и BG Group. Данные сделки находятся в русле стратегии Газпрома, направленной на освоение сектора СПГ, и своповые контракты такого характера являются, по нашему мнению, естественным первым шагом в этом направлении. Газпром намерен начать поставки СПГ на базе среднесрочных контрактов с американскими компаниями с 2006 г., и ввести в эксплуатацию принадлежащее ему Штокмановское месторождение жидкого природного газа в 2010 г., откуда СПГ будет поставляться в Соединенные Штаты по долгосрочным контрактам.
- Ноябрь 28 Газпром опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2Кв 2005**
Газпром опубликовал свои финансовые результаты по МСФО за второй квартал и первую половину 2005 г., которые оказались лучше наших ожиданий и прогнозов большинства аналитиков. Компания почему-то отложила публикацию комментариев руководства к финансовой отчетности до понедельника. Хотя опубликованные данные свидетельствуют о положительном состоянии отчета о прибылях и убытках, они едва ли повлияют на динамику акций Газпрома: мы полагаем, что главным фактором этой динамики по-прежнему будет прогресс в области либерализации двойного рынка акций. Благодаря высокой ценовой конъюнктуре международных рынков нефти и газа, росту внутренних цен на газ, а также увеличению объемов экспорта выручка Газпрома за 2Кв 2005 г. выросла на 35% год-к-году, до \$9,5 млрд. Этот показатель был чуть ниже нашего прогноза и консенсус прогноза Bloomberg в связи с несколько более низким уровнем реализованных цен на газ. Приятно удивив нас и большинство аналитиков, Газпром продемонстрировал более жесткий контроль над операционными затратами, которые возросли во 2Кв только на 7% год-к-году, до \$5,4 млрд, после примерно такого же (8%) повышения в 1Кв (наш собственный консервативный прогноз на 2Кв составлял 25%). Вследствие этого показатель EBITDA подскочил на 70%, до \$4,1 млрд (наша оценка и мнение большинства аналитиков составляли \$3,8 млрд). При этом, однако, компания продолжает демонстрировать ускоренный рост затрат на оплату персонала, которые выросли во 2Кв на 28%.



- Ноябрь 29** Газпром увеличивает лимит на планируемый выпуск еврооблигаций до \$15 млрд
 Нас не удивил этот шаг, поскольку он имеет смысл для компании с точки зрения сокращения расходов, связанных с выпуском новых облигаций. В рамках единой широкой программы еврооблигаций Газпром сможет сэкономить на выпуске новых проспектов для каждого выпуска еврооблигаций. Хотя Газпром не указал временные рамки, к которым привязан лимит в \$15 млрд, из этого не следует, что компания намеревается в будущем значительно увеличить объем займов. Бюджет на 2006 г., равно как и предварительный финансовый план на 2007-2008 гг. предполагают займы в размере 90 млрд руб. (около \$3,1 млрд) в год. Мы рассматриваем текущие события как умеренно позитивные для компании.
- Ноябрь 30** Напряженность между Россией и Украиной по поводу соглашения о поставках газа в будущем году достигла беспрецедентного уровня
 Россия и Украина обменялись рядом критических замечаний в адрес друг друга относительно их затянувшегося спора об условиях соглашения о поставках газа на предстоящий год. Россия намерена отказаться от бартерной системы оплаты транспортных услуг, предоставляемых российскому Газпрому украинской компанией Нафтогаз. Украина, со своей стороны, хотела бы сохранить действующие условия, поскольку они позволяют украинским промышленным потребителям газа платить низкие цены за природный газ, оборачивающиеся прямыми субсидиями для всей экономики Украины.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 37. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	34.058	36.096	32.880	31.586
ЕБИТДА, млн. \$	7.109	9.724	8.449	7.927
Чистая прибыль, млн. \$	4.248	4.376	4.034	4.394
P/E	11,8	11,4	12,4	11,4
EV/ЕБИТДА	7,4	5,4	6,3	6,7
Капитализация, млн. \$	50.056			
EV, млн. \$	52.873			
Добыча, млн. бнэ	664			
Запасы, млн. бнэ	20.072			
Количество акций, млн.*	851			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 38. 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. 39. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 17	ЛУКОЙЛ намерен расширить свое присутствие в болгарском секторе переработки нефти Руководитель ЛУКОЙЛ Вагит Алекперов сообщил о намерении компании вложить еще \$1 млрд в предстоящие 6 лет в болгарские мощности переработки и реализации нефти. \$750 млн из этой суммы будут вложены ЛУКОЙЛОМ в расширение и модернизацию его НПЗ Neftochim Bourgas, остальные \$250 млн – в наращивание розничной сбытовой сети в стране, с увеличением числа эксплуатируемых компанией АЗС с нынешних 120 до 290. Это соответствует примерно \$1,5 млн на одну станцию, что более или менее отвечает средним уровням стоимости строительства одной АЗС в Восточной Европе. Мы рассматриваем данный шаг как позитивный с точки зрения динамики акций ЛУКОЙЛА. Он находится в общем русле принятой компанией стратегии диверсификации деятельности путем расширения ее присутствия в европейском секторе нефтепереработки, и позволит ЛУКОЙЛУ воспользоваться высокой нормой прибыли, сложившейся в данном секторе.
Ноябрь 23	ЛУКОЙЛ приобретает остальные 50% СеверТЭК с 15% премией ЛУКОЙЛ продолжает консолидировать свои активы в секторе нефтедобычи. Во вчерашнем пресс-релизе ЛУКОЙЛА сообщается, что он приобрел остальные 50% акций СеверТЭКа за \$321,5 млн у финской компании Neste Oil, доведя суммарный объем своего участия в этой компании до 100%, которыми ЛУКОЙЛ владеет через свою дочернюю компанию КомиТЭК. СеверТЭК – это небольшое нефтедобывающее предприятие, активы которого расположены в Тимано-Печорском регионе на северо-западе России. По данным независимого аудита, проведенного консультационной компанией Ryder Scott, СеверТЭК владеет 235 млн баррелей доказанных и вероятных запасов. Компания добывает 30.000 баррелей нефти в день.

Источник: оценки Альфа-Банка



Сибнефть

Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	9.265	10.637	9.695	9.264
EBITDA, млн. \$	3.242	3.475	2.457	2.415
Чистая прибыль, млн. \$	2.046	2.197	1.820	1.747
P/E	8,5	7,9	9,6	10,0
EV/EBITDA	5,5	5,1	7,2	7,3
Капитализация, млн. \$	17.424			
EV, млн. \$	17.732			
Добыча, млн. бнэ	260			
Запасы, млн. бнэ	4.827			
Количество акций, млн.	4.741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 41. 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. 42. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 25	<p>Сибнефть обвинили в нарушении условий лицензий на добычу нефти</p> <p>Наконец настал и черед Сибнефти: компания стала объектом тщательных проверок со стороны Министерства природных ресурсов. В пресс-релизе, помещенном вчера на официальном сайте министерства сообщается о том, что комиссия министерства по соблюдению лицензионных соглашений выявила 14 нарушений, допущенных компанией Ноябрьскнефтегаз, основным добывающим подразделением Сибнефти, а также ее менее крупным подразделением Заполярнефть. В названном списке месторождений фигурируют Крайнее, Северо-Пямяляхское, Вынгаяхинское, Суторминское, Западно-Суторминское, Холмогорское, Сугмутское, Еты-Пуровское, Умсейское, Средне-Итурское, Спорышевское, Новогоднее, Вынгапуровское и Яранейское месторождения. Министерство призвало Сибнефть сократить число простаивающих скважин и представить уточненные данные по площади месторождений и объему содержащихся в них запасов. На данном этапе мы не видим оснований для беспокойства по поводу судьбы Сибнефти, поскольку речь идет о серии штатных проверок, обычно проводимых министерством. Предыдущие проверки выявляли аналогичные нарушения лицензионных условий, допущенные ЛУКойлом, Сургутнефтегазом, ТНК-ВР и другими нефтедобывающими компаниями. Основная причина нарушений связана с тем, что условия эксплуатации месторождений, прописанные в лицензионных соглашениях, были составлены давно и требуют уточнения для их приведения в соответствие с фактическим состоянием дел.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	12.841	16.148	14.892	14.174
EBITDA, млн. \$	4.057	4.243	4.006	3.839
Чистая прибыль, млн. \$	2.503	2.406	2.211	2.197
P/E	15,5	17,4	19,0	19,1
EV/EBITDA	5,1	4,9	5,2	5,4
Капитализация, млн. \$	45.399			
EV*, млн. \$	20.818			
Добыча, млн. бнэ	522			
Запасы, млн. бнэ	8.750			
Количество акций, млн.	43.428			

Прим.: * Не включает стоимость собственных акций, принадлежащих дочерней компании
Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 44. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 45. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 15	Сургутнефтегаз: благоприятные результаты за 3Кв 2005 г. по РСБУ Сургутнефтегаз опубликовал благоприятные результаты за 3-й квартал и 9 месяцев 2005 года по РСБУ. Выручка повысилась на 56% год-к-году до \$4,4 млрд за счет высокой динамики международных и внутренних цен на нефть и дальнейшего роста добычи. Это повышение было в определенной степени сведено на нет более быстрым ростом операционных затрат (на 63% год-к-году, до \$2,5 млрд), вследствие которого рост EBIT оказался более скромным (на 49% год-к-году, до \$1,7 млрд). Компания не представила детальной разбивки операционных затрат. Рост чистой прибыли был, кроме того, несколько ограничен более быстрым ростом подоходного налога (на 53% год-к-году, до \$0,4 млрд). Тем не менее, эффективная ставка подоходного налога снизилась с 24% в 2Кв 2005 г. до 23% (по сравнению с предусмотренной законом налоговой ставкой, равной 24%). Сургутнефтегаз сообщил, что его чистая прибыль составила \$1,2 млрд, или на 41% выше, чем в 3Кв 2004 г. В целом компания продолжает демонстрировать хорошие показатели рентабельности: норма операционной прибыли составила 38%, норма чистой прибыли - 28%.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЮКОС

Илл. 46. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 22	Председатель Совета директоров Юкоса Виктор Герашенко подтвердил намерение компании продать принадлежащий ей пакет акций Mazeikiu Nafta Согласно последней информации, распространенной Службой судебных приставов Минюста, с лета 2004 г. Юкос выплатил более 400 млрд руб (свыше \$14 млрд) в счет погашения задолженности по налогам и на данный момент остается должен 199,3 млрд (около \$7 млрд). Консорциум зарубежных банков подал 14 исков с тем, чтобы российская компания вернула еще \$475 млн. У Юкоса еще остаются крупные активы, в т.ч. 20% пакет акций Сибнефти на сумму не менее \$3 млрд (по нему прогнозируются дивиденды в размере \$0,5 млрд) и контрольный пакет в Mazeikiu Nafta стоимостью \$0,8-1 млрд. Таким образом, налоговая задолженность в \$7 млрд может показаться не очень существенной. Теоретически цена акций Юкоса может быть выше текущих уровней (мы оцениваем верхнюю возможную границу цены акции в \$6). Однако мы по-прежнему придерживаемся мнения, что акции Юкоса – высокорисковый инструмент, поскольку в любой момент можно ждать появления новых налоговых претензий, в т.ч. со стороны Роснефти, владеющей Юганскнефтегазом.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Телекомы**

Андрей Богданов, (7 095) 795-3613,
Светлана Суханова, (7 095) 795-3742

Альфа-групп имеет финансовые интересы в Вымпелком Коммьюникейшнз. Оценки аналитиков отражают их личную точку зрения и не зависят ни от цен акций анализируемых компаний, ни от инвестиционных сделок, осуществляемых Альфа-групп в интересах Вымпелком Коммьюникейшнз.

В основе дивидендной политики региональных телекомов, МГТС и Ростелекома лежат показатели чистой прибыли по РСБУ. Поскольку конец 2005 г. близок, и компании уже опубликовали итоги за 9M05 по РСБУ, мы решили объявить наши прогнозы в отношении дивидендов по их акциям за 2005 г. В основе наших предположений - дивидендные выплаты (в размере 10%) по их привилегированным акциям, а также (в рамках прогноза выплат по обыкновенным акциям) анализ дивидендной истории этих компаний.

Дивиденды по акциям МГТС не учитывают безналичный доход за 1Кв.05

При расчете дивидендов по акциям МГТС мы исключили не требующий денежных выплат доход за 1Кв.05, возникший благодаря переоценке доли МГТС в Комстар ОТС. По данным компании, этот безналичный доход, как таковой, при выплате дивидендов учитываться не будет.

Прогноз дивидендной доходности по привилегированным акциям: 1,0-5,3%

Мы ожидаем, что дивидендная доходность привилегированных акций составит 1,0-5,3%. Возглавят список Дальсвязь и МГТС; дивидендная доходность по обыкновенным акциям невелика (0,7-1,6%).

Илл. 47. Акции телекомов – дивиденды, ожидаемые за 2005(П)

Компания	Дата сверки	Дивиденд, руб/акция		Дивиденд, \$/акция		Дивидендная доходность		Дивидендная выплата		Комментарий
		Обыкновен.	Привилег.	Обыкновен.	Привилег.	Обыкновен.	Привилег.	Всего, \$млн	В % от чистой прибыли за 2005(П)	
ЦентрТелеком		0,0857	0,1285	0,0030	0,0045	0,7%	1,3%	7,0	30%	20% от чистой прибыли по обыкновенным акциям, 10% по привилегированным акциям
СЗ Телеком		0,3390	0,6563	0,0117	0,0227	1,6%	3,9%	16,0	23%	15% от чистой прибыли по обыкновенным акциям, 8,3% по привилегированным акциям
ЮТК		0,0076	0,0250	0,0003	0,0009	0,2%	1,0%	1,6	21%	10% от чистой прибыли по обыкновенным акциям, 11% по привилегированным акциям
Волга Телеком		1,0741	2,1488	0,0372	0,0745	1,0%	2,6%	15,3	25%	15% от чистой прибыли по обыкновенным акциям, 10% по привилегированным акциям
УралСИ	Конец апреля – начало мая	0,0108	0,0223	0,0004	0,0008	1,0%	3,0%	18,2	30%	20% от чистой прибыли по обыкновенным акциям, 10% по привилегированным акциям
Сибирь Телеком		0,0169	0,0255	0,0006	0,0009	0,9%	1,9%	10,5	30%	20% от чистой прибыли по обыкновенным акциям, 10% по привилегированным акциям
Дальсвязь		0,9254	2,7908	0,0321	0,0967	1,5%	4,8%	6,1	20%	10% от чистой прибыли по обыкновенным акциям, 10% по привилегированным акциям
МГТС		3,8053	19,0301	0,1319	0,6594	0,8%	5,3%	21,1	20%	10% от чистой прибыли по обыкновенным акциям, 10% по привилегированным акциям
Ростелеком		0,5542	1,1086	0,0192	0,0384	0,8%	2,3%	23,3	25%	15% от чистой прибыли по обыкновенным акциям, 10% по привилегированным акциям
Вымпелком МТС (на АДА)	н/д Конец апреля	н/д н/д	н/д н/д	н/д 1,2185	н/д н/д	н/д 3,2%	н/д н/д	н/д 485,8	н/д 40%	н/д 40% чистой прибыли по US GAAP

Источники: данные компаний, оценка Альфа-Банка



Операторы мобильной связи

МТС

Илл. 48. 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	1.567	1.660
P/E	13,9	11,7	9,1	8,6
EV/ЕБИТДА	8,0	6,4	5,3	5,0
Капитализация, млн. \$	14.216			
EV, млн. \$	16.782			
Число абонентов, '000	34			
Кол-во акций, млн.	399			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 49. 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. 50. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 2	МТС приобретает еще 49% туркменской ВСТІ со скидкой 30% по сравнению с первым приобретением Продолжая политику консолидации долей в своих дочках, МТС приобрела еще 49% акций ВСТІ за \$18,5 млн, доведя свою долю до 100%. Первоначальную долю в 51% МТС приобрела еще в июне 2005 г. за \$28,1 млн. ВСТІ имеет в Туркменистане лицензии на работу в стандартах GSM-900/1800 и AMPS на территории всей страны с населением 6,6 млн (т.е. исходя из указанной выше цены, МТС платит за каждого жителя страны \$7). Распространенность мобильной связи в Туркменистане все еще составляет менее 1%, а проводной связи - 6%. ВСТІ имеет около 60 000 абонентов и является лидером из двух работающих в стране операторов стандарта GSM. Сделка была совершена со скидкой примерно 30% по сравнению с первой покупкой (контрольный пакет в 51%). Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ для акций МТС с расчетными ценами \$48 и \$9,6 за АДС и российские акции соответственно.
Ноябрь 8	Решением арбитражного суда АСВТ может получить 1,5% акций МТС Московский арбитражный суд принял постановление о ликвидации компании ВАСТ (владельца 3,1% акций МТС) до 7 апреля 2006 г. Это означает, что АСВТ, владелец 49% пакетом акций ВАСТ, получит в непосредственное владение 1,5% акций МТС и примерно \$10 млн накопленных дивидендов. АФК Система, которой принадлежит 51% ВАСТ, намерена обжаловать данное арбитражное решение. Как бы то ни было, исход этого спора не должен нанести ущерба ни МТС, ни АФК Система, которая отражает в своей отчетности свое участие в МТС с учетом пакета акций ВАСТ. Тем не менее, проигрыш Системой данной апелляции мог бы повлиять на настроения рынка. На данном этапе мы считаем спор незначительным как для МТС, так и для АФК Система, и сохраняем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям обеих компаний.
Ноябрь 10	МТС второй месяц подряд занимает первое место по числу новых абонентов мобильной связи Октябрь показал схожие с сентябрьскими тенденции на рынке мобильной связи. Уровень охвата российского рынка мобильной связи вырос на 2,9% (в сентябре рост составил 3,1%, в августе – 3,4%) и достиг 80%. В ноябре можно ожидать некоторого снижения темпов (если операторы не начнут активную рекламу уже в этом месяце, как это было в 2004 г.), а в декабре – обычного сезонного подъема, связанного с эффектом рождественской и новогодней рекламы. МТС уже второй месяц подряд привлекает наибольшее число абонентов как по России в целом, так и по Москве и регионам. Вымпелком не отстает от МТС в регионах и стал первым в Санкт-Петербурге (где, как это ни удивительно, доля лидера местного рынка Мегафона в чистом приросте абонентов оказалась равной нулю). Учитывая более ограниченный уровень покрытия, который обеспечивает Вымпелком (это единственный национальный оператор, не имеющий лицензии на Дальневосточный федеральный округ), разница в его доле в чистом приросте абонентов по России (220.000 человек) является, по нашему мнению, несущественной.
Ноябрь 24	Отчетность МТС за 3Кв05: сомнительная политика учета абонентов вызвала снижение котировок В целом мы считаем результаты нейтральными и полагаем, что вчерашнее снижение котировок акций компании могло быть чрезмерным, даже с учетом вопросов по поводу качества корпоративного управления, возникших в связи со списанием абонентов. Компания сообщила о важных улучшениях операционных показателей (сокращение численности персонала, строительство волоконно-оптической сети на Украине) и о многообещающих планах приобретения активов в СНГ (планируется приобретение 8 компаний), а также продемонстрировала в ходе телеконференции новый конструктивный стиль руководства. Компания имеет качественный баланс и является российским лидером по показателям выручки. Кроме того мы рассматриваем повышение веса МТС в индексе MSCI с 5% до 9,3% с 1 декабря в качестве важного фактора роста котировок акций МТС в краткосрочном плане. С учетом всех перечисленных факторов, мы сохраняем для МТС нашу расчетную цену \$48 (потенциал роста - 34%) и рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВЫМПЕЛКОМ

Илл. 51. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	2.147	3.243	3.802	4.176
EBITDA, млн. \$	1.023	1.512	1.895	2.061
Чистая прибыль, млн. \$	350	580	766	829
P/E	27,1	16,3	12,4	11,4
EV/EBITDA	10,5	7,1	5,7	5,2
Капитализация, млн. \$	9.485			
EV, млн. \$	10.760			
Число абонентов, '000	27			
Кол-во акций, млн.	205			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 52. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 53. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 14	<p>Вымпелком приобрел УРС за \$231,3 млн</p> <p>Вымпелком объявил о приобретении УРС (торговая марка WellCom) за \$231,3 млн. Покупная цена составила \$206,5 и \$24,8 млн – капложения, которые Вымпелком согласился компенсировать УРС перед внеочередным общим собранием акционеров Вымпелкома, одобрившем покупку УРС. Вымпелком также взял на себя долговые обязательства УРС на сумму около \$23,5 млн. Кроме того, Ericsson согласился обменять существующее оборудование УРС и выплатить \$52,6 млн за старое оборудование в обмен на контракт с УРС на сумму \$200 млн. Контракт подразумевает сооружение сети в ближайшие 3 года. Эта сделка – часть более крупного контракта с Вымпелкомом, заинтересованного в приобретении оборудования и услуг у Ericsson на \$500 млн. Мы полагаем, что приобретение УРС определенно представляет ценность для Вымпелкома. Президент Вымпелкома Александра Изосимов ожидает, что в течение следующих двух лет компания получит примерно 15% украинского рынка мобильной связи, используя проверенную технологию увеличения своей доли на новых рынках. Согласно пресс-релизу руководство Вымпелком продолжает переговоры с Теленор в отношении ряда нерешенных вопросов, связанных со сделкой.</p>
Ноябрь 18	<p>Финансовые результаты Вымпелкома за 3 кв 05: ожидания полностью оправдались</p> <p>Вымпелком опубликовал свои финансовые результаты за 3кв05. Они полностью совпали с оценками большинства аналитиков, оказавшись лишь незначительно слабее их. Основное расхождение с прогнозами продемонстрировала выручка. Хотя рынок ожидал небольшого роста ARPU за квартал (1-2%), этот показатель остался на прежнем уровне. EBITDA также оказалась несколько ниже ожиданий, хотя ее норма вышла на прогнозный уровень (51%). Благодаря тому, что эффективная налоговая ставка за квартал была ниже обычной (25,5% против 27%), чистая прибыль оказалась ближе к уровню ожиданий. Мы полагаем, что нулевой рост ARPU и повышение оттока клиентов (8,8% за квартал) были следствиями новогодних рекламных кампаний прошлого года и более длительного срока учета «спящих» абонентов. Хотя абоненты, привлеченные в ноябре-декабре прошлого года, пользовались услугами Вымпелкома очень редко, они считались активными абонентами (у компании самый длинный в «большой тройке» операторов срок учета «спящих» абонентов). Мы сохраняем по акциям Вымпелкома рекомендацию ПОКУПАТЬ с расчетной ценой \$52.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	584	761	948	1,131
EBITDA, млн. \$	171	229	288	345
Чистая прибыль, млн. \$	65	96	125	150
P/E	14,7	9,9	7,7	6,3
EV/EBITDA	5,3	4,0	3,1	2,6
Капитализация, млн. \$	955			
EV, млн. \$	905			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 55. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 56. Основные события**

Дата	Событие
Ноябрь 7	<p>Голден Телеком опубликовал не очень впечатляющие финансовые результаты за 3Кв05</p> <p>Финансовые результаты Голден Телеком за 3Кв05 оказались не очень впечатляющими: и выручка, и доход оказались несколько ниже ожидавшихся. Несмотря на благоприятные сезонные факторы, действующие в третьем квартале, выручка возросла на 11% год-к-году и только на 3% кв-к-кв. Озабоченность также вызывают растущие операционные затраты (на уровне которых сказался размер вознаграждения высшего руководства и выходного пособия бывшего руководителя компании, а также расходы, связанные с отказом от сделки с компанией Хадсон). Проект приобретения Хадсон Телеком – возможно, крупнейшего из остающихся независимых альтернативных операторов проводной связи в России – расстроился после того, как собственники Хадсон отказались идти на компромисс в вопросе цены приобретения. Однако Голден Телеком сумел завершить сделки по приобретению двух активов поменьше: 100% Сочи Телеком (альтернативного оператора проводной связи Краснодарского края) и 49% of Раском – компании с хорошей инфраструктурой на северо-западе России, мощностями на линии Москва-Ст. Петербург и международным шлюзом с Финляндией.</p>
Ноябрь 30	<p>Голден Телеком приобретает контроль над Раскомом</p> <p>Голден Телеком завершил приобретение еще 5% акций компании Раском за \$1,05 млн. Эта сделка увеличивает консолидированное участие Голден Телекома в Раскоме до контрольного пакета (54%). Ранее Голден Телеком купил 49% акций Раскома примерно за \$10 млн. Раскому принадлежит инфраструктура и оборудование связи на линии Москва - Ст. Петербург и далее до российской границы с Финляндией. Новость следует считать весьма позитивной, поскольку ранее рынок не был уверен, сумеет ли Голден Телеком получить контрольный пакет Раскома – компании, владеющей важными мощностями связи на тракте, через который реализуется наибольший объем трафика Голден Телеком. Мы сохраняем по акциям Голден Телеком нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ и расчетную цену \$37.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи

МГТС

Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	481	562	638	707
EBITDA, млн. \$	168	202	229	257
Чистая прибыль, млн. \$	75	99	114	131
P/E	22,0	16,6	14,5	12,6
EV/EBITDA	10,4	8,6	7,6	6,7
Капитализация, млн. \$	1.574			
EV, млн. \$	1.735			
Используется линий, '000	4.196			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 58. Краткий обзор компании

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Ростелеком**Илл. 59. Основные события**

Дата	Событие
Ноябрь 2	<p>Ростелеком показал рост выручки в 3Кв05 год-к-году на 9%; нейтрально</p> <p>Финансовые результаты Ростелекома за 3Кв05 по РСБУ не принесли сюрпризов: выручка выросла на 2% кв-к-кв и на 9% год-к-году, составив \$360 млн. Норма EBITDA не является репрезентативной ввиду недостаточного резервирования по РСБУ, которое может означать сильные колебания прибыльности от квартала к кварталу. Ростелеком имел в 3Кв05 позитивную денежную позицию: чистая сумма денежных средств на балансе компании составила \$110 млн. Ожидается, что новости будут нейтральными для динамики акций, в связи с чем мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ при расчетной цене \$2,07.</p>
Ноябрь 23	<p>Ростелеком в 1П05: высокая конкуренция в Москве не позволила сохранить долю на рынке</p> <p>Ростелеком опубликовал результаты по МСФО за 1П05, которые не очень отличаются от прогнозов с точки зрения финансовых показателей: умеренный рост выручки (+13% год-к-году) и стабильные показатели рентабельности (неизменная норма EBITDA в 36,4%). Хотя в целом результаты должны быть нейтральны для акций Ростелекома, мы начинаем их ПЕРЕСМОТР, чтобы учесть в нашей модели последние изменения в ситуации.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

ЮжТелеком

Илл. 60. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 7	В 3Кв05 выручка ЮТК по РСБУ увеличилась только на 9% год-к-году за счет разовых операций Результаты Южтелекома за 3Кв05 по РСБУ носят неоднозначный характер. Чистый долг, составляющий \$705 млн на конец 3Кв05, стабилизировался квартал-к-кварталу, что не может не радовать. В то же время выручка в размере \$161 млн увеличилась всего на 9% год-к-году против 15-20% у других региональных компаний. Это подтверждает наше предположение о том, что причиной заметного роста выручки в 3Кв04 (+6%) послужило увеличение числа новых линий, а также результаты проектов, носивших разовый характер. EBITDA и показатели рентабельности по РСБУ чрезвычайно нестабильны и являются индикативными.

Источник: оценки Альфа-Банка

Уралсвязьинформ

Илл. 61. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 3	Выручка Уралсвязьинформ за 3Кв05 по РСБУ увеличилась на 14% кв-к-кв за счет консолидации и повышения тарифов Уралсвязьинформ опубликовал результаты за 3Кв05, которые отражают крупные события в жизни компании: полную консолидацию бизнеса сотовой связи с 1 июля 2005 г. и увеличение местных тарифов с 1 сентября. Это привело к увеличению выручки на 14% квартал-к-кварталу до \$278 млн, в то время как в среднем по отрасли выручка увеличилась на 1-3%. По тем же причинам выручка увеличилась на 34% год-к-году против 15-20%-ного увеличения по отрасли. Увеличение прибыльности (до 36% нормы EBITDA) не является ярким показателем из-за разницы в распределении расходов между МСФО и РСБУ. Чистый долг вырос на 13% квартал-к-кварталу до \$680 млн (отчасти, возможно, из-за полной консолидации мобильного бизнеса). В целом результаты нейтральны для акций компании и мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ с расчетной ценой \$0,047.

Источник: оценки Альфа-Банка

Холдинги

Система

Илл. 62. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 1	Дочка АФК «Системы» Комстар-ОТС расширяет бизнес в Тюменской области АФК «Система» объявила о том, что ее «дочка» Комстар-ОТС приобрела 89,4% обыкновенных и 31,9% привилегированных акций Тюменьнефтегазсвязи за \$7,8 млн. Тюменьнефтегазсвязь – альтернативный оператор, предоставляющий услуги проводной связи в Тюменской области, ХМАО и ЯНАО. По итогам 2004 г. компания получила выручку и EBITDA в размере \$16,4 млн и \$2,4 млн, соответственно. Компания владеет оптико-волоконными и радиорелейными сетями и в настоящее время обслуживает более 55 тыс. абонентов. Установленная емкость – 74 тыс. номеров. Доля корпоративных клиентов и населения в совокупной выручке – 56% и 36%, соответственно. Это приобретение вполне согласуется с проводимой Системой стратегией географической экспансии своего телекоммуникационного бизнеса. Также кажется, что была проведена разумная оценка. Хотя самые свежие имеющиеся данные относятся к 2004 г., по нашим оценкам, стоимость приобретения соответствует примерно трем показателям EBITDA за 2005, но меньше, чем двукратный размер выручки за тот же год, что мы находим вполне разумным.

Источник: оценки Альфа-Банка

Металлургия

Наталья Шевелёва, (7 495) 795-3725

Владимир Жуков, (7 495) 795 3736

В ноябре ГКМ Норильский Никель опубликовал хорошие неконсолидированные результаты (РСБУ). Выручка выросла на 8% год-к-году до \$4375 млн, что, с нашей точки зрения, произошло, в основном, благодаря росту цен на металлы (за исключением палладия) за 9М05.

Илл. 63. Динамика цен на металлы в январе-сентябре 2004-05 гг.

	9 мес 2004	9 мес 2005	9М05/9МП04	1Кв05	2Кв05	3Кв05	3Кв05/2Кв05
Медь, \$/т	2 789	3 475	25	3 267	3 392	3 753	11
Никель, \$/т	13 754	15 455	12	15 420	16 404	14 568	-11
Платина, \$/унция	846	878	4	864	872	897	3
Палладий, \$/унция	239	190	-21	190	192	188	-2

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

При этом себестоимость реализованной продукции уменьшилась на 6% год-к-году, и валовая прибыль, т.о., выросла на 17% (до \$2825 млн). Снижение административно-хозяйственных расходов (на 17% год-к-году) послужило дополнительным фактором увеличения операционной прибыли на 23% год-к-году (до \$2547 млн); при этом операционная рентабельность выросла с 51% за 9М04 до 58% за 9М05.

Илл. 64. Структура выручки: 2000-3Кв05

Доля в выручке	2000	2001	2002	2003	2004	1Кв2005	2Кв2005	3Кв2005
Никель	28,7	23,4	39,5	52,5	43,8	49,5	49,3	43,9
Медь	15,4	17,1	17	11,7	14,5	12,9	12,6	17,2
Платина	10,4	13,2	11,1	8,9	7,5	6,1	7,6	9,7
Палладий	32,8	33,6	16,7	14,7	11,4	6,6	8,1	8,7

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Однако, несмотря на хорошие операционные результаты, резкий рост прочих расходов (+259% год-к-году) привел к тому, что за 9М05 чистая прибыль выросла лишь на 1% год-к-году, или до \$1400 млн. Самый большой объем расходов пришелся на второй квартал в результате передачи доли Норильска в Gold Fields с баланса материнской компании ГКМ Норильский Никель на баланс ее дочки.

На поквартальной основе выручка уменьшилась на 6% (в основном из-за снижения цен на никель в 3Кв05 против 2Кв05), а себестоимость реализованной продукции увеличилась в 3Кв05 на 3%. Т.о., операционная прибыль упала на 10% квартал-к-кварталу, тогда как операционная рентабельность составила 57% в 3Кв05 (против 60% во 2Кв05). Чистая рентабельность выросла с 23% во 2Кв05 до 36% в 3Кв05, однако рост произошел в основном из-за упомянутых выше высоких неоперационных расходов во 2Кв05, связанных с передачей доли в Gold Fields (не будет отражено в МСФО).

Илл. 65. Норильский Никель: Финансовые показатели за 9 мес. 2005 гг.

	9 мес 2004	9 мес 2005	9 мес 2005/ 9 мес 2004	1Кв05	2Кв05	3Кв05	3Кв05/2Кв05
	млн \$	млн \$	%	млн \$	млн \$	млн \$	%
Выручка	4 056	4 375	8	1 439	1 512	1 424	-6
Себестоимость реализованной продукции	-1 647	-1 550	-6	-513	-511	-525	3
Валовая прибыль	2 409	2 825	17	926	1 001	899	-10
Коммерческие и общехозяйственные расходы	-337	-279	-17	-93	-101	-85	-15
Операционная прибыль	2 072	2 547	23	833	900	814	-10
Прочие издержки	-166	-596	259	-92	-389	-114	-71
Прибыль до налогообложения	1 906	1 951	2	741	510	699	37
Налоги	-526	-551	5	-190	-171	-189	11
Чистая прибыль	1 380	1 400	1	551	339	510	50
Рентабельность							
Валовая	59,4	64,6	9	64,3	66,2	63,1	-5
Операционная	51,1	58,2	14	57,9	59,5	57,1	-4
Доналоговая	47,0	44,6	-5	51,5	33,8	49,1	45
Чистая	34,0	32,0	-6	38,3	22,5	35,8	60

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Важное напоминание: 1 января 2006 г. - дата отсечения для получения акций Полюса

Важное напоминание: Норильский Никель ближе и ближе к отделению золотодобывающей компании Полюс (что будет, на наш взгляд, позитивным для акционеров Норильского Никеля). 1 января 2006 г. объявлено «датой отсечения» для получения акций Полюса; после даты отсечения акции Норильского Никеля будут торговаться за вычетом стоимости Полюса. Более подробно об отделении Полюса см. нашу аналитическую записку от 18 августа. В настоящее время по причине, главным образом, пересмотра прогнозных цен на металлы мы пересматриваем модель дисконтированного денежного потока и нашу рекомендацию по акциям компании.

В итоге отделения золотодобывающей компании Полюс до 5% акций Норильского Никеля могут быть аннулированы

Между тем, по сообщению Норильского Никеля, держатели 5% его акционерного капитала (10 835 738 акций), которые 30 сентября не проголосовали (или проголосовали против планируемого отделения Полюса), подали заявки на ранее объявленный выкуп по цене 1855 руб. (\$64,5) за акцию (выкуп состоится между 24 ноября и 14 декабря). Как было объявлено, приобретенные в результате выкупа акции будут аннулированы.

При этом цена предложения оказывается более чем на 20% ниже цены закрытия на дату накануне объявления о выкупе. Учитывая дисконт, мы считаем, что фактически акций может быть выкуплено меньше.

Советы директоров Евраз Груп и «дочек» выдали рекомендации по промежуточным дивидендам за 9М05

Советы директоров Евраз Груп и ее «дочек» объявили рекомендации по выплате промежуточных дивидендов за 9М05:

Совет директоров ЗСМК объявил рекомендации по выплате промежуточных дивидендов за 9М05 в размере 97,11 руб. (\$3,4) на обыкновенную и привилегированную акцию. Общий объем дивидендов за 9М05 может составить 1,3 млрд руб. (\$45 млн).

Совет директоров НТМК принял рекомендацию о выплате промежуточных дивидендов за 3Кв05 в размере 2,14 руб. (\$0,07) на акцию. Общий объем дивидендов за 3Кв05 может составить 2,8 млрд руб. (\$97 млн). Напомним, что промежуточные дивиденды компании за 1П05 составили 2,29 руб. (\$0,08) на акцию, или 3 млрд руб. (\$107 млн), так что кумулятивные промежуточные дивиденды за 9М05 могут составить \$0,15 на акцию, или \$204 млн. Норма выплаты дивидендов по РСБУ за 9М05 является, таким образом, весьма высокой - 50%.



Евраз Груп объявляет о переменах в высшем руководстве

Свердловский обл-ой арбитражный суд отложил слушание дела по иску Реновы в отношении ранее принадлежавшей ей доли в ВСМПО-Ависма (что разочаровывает, но не удивляет нас)

Совет директоров Евраз Груп рекомендовал выплатить промежуточные дивиденды в \$1,65 на обыкновенную акцию или \$0,55 на ГДР. Дивиденды подлежат выплате до 8 декабря. Право на получение дивидендов имеют акционеры, зарегистрированные в реестре акционеров по состоянию на 24 ноября. Общая сумма дивиденда составит \$195 млн; дивидендная доходность составляет около 3%.

Компания предупредила, что изменившаяся конъюнктура рынка оказывает негативное влияние на ее деятельность, что может привести к ухудшению результатов за 2П05 по сравнению с 1П05.

Кроме того, Евраз Груп объявляет об изменениях в высшем руководстве. С 1 января Александр Абрамов уйдет с поста Президента компании. Совет директоров рекомендовал собранию акционеров назначить новым президентом компании Валерия Хорошковского, управляющего директора по операционным вопросам. Хорошковский пришел в Евраз в 2004 г.; ранее он занимал в правительстве Украины ряд ключевых постов, в том числе пост министра экономики Украины, а также владел и управлял рядом компаний.

Совет директоров также избрал Александра Фролова новым председателем Совета. А. Фролов приступит к исполнению новых обязанностей 1 мая 2006 г., сменив на этом посту Александра Абрамова, который останется членом Совета директоров.

Выплата дивидендов – позитивный факт для Евраз Груп и ее «дочек», но из-за ограниченных потенциалов роста мы сохраняем по акциям всех вышеперечисленных компаний рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

В ноябре Свердловский областной арбитражный суд отложил слушание дела по иску Реновы, касающемуся принадлежавшей ей доли в ВСМПО-Ависма. Слушание отложено за неявкой Владислава Тетюхина и Вячеслава Брешта, следующее слушание назначено лишь на 11 января 2006 г.

Напомним, что по условиям заключенного в мае опциона «русская рулетка» Ренова предложила свой пакет акций (13,4%) топ-менеджерам ВСМПО-Ависмы Вячеславу Брешту и Владиславу Тетюхину за \$149 млн. Брешт и Тетюхин уплатили эту цену, и в августе сделка была закрыта. Однако в октябре Ренова заявила, что возникли вопросы по поводу законности процедуры платежа средств по сделке (одно из условий сделки предусматривало запрет на использование этого пакета акций в качестве залога, и Ренова пытается доказать, что это условие было нарушено).

После этого на 73,4% акций ВСМПО-Ависмы был наложен арест, а Федеральная служба финансовых рынков, следуя судебному решению, приостановила торги акциями ВСМПО-Ависмы на РТС и ММВБ.

Мы все еще сомневаемся, что платеж будет аннулирован, однако продолжающийся спор и судебная тяжба чреваты негативными последствиями для ВСМПО-Ависмы и могут привести к тому, что ее давно ожидавшееся IPO будет отложено. При этом отсрочка в рассмотрении дела не стала для нас неожиданностью, поскольку быстрое окончательное разрешение конфликта выглядело маловероятным.

Назначенные на 11 января слушания по делу станут важным катализатором динамики акций компании (которые сейчас, к сожалению, могут торговаться лишь на внебиржевом рынке). Мы продолжим внимательно следить за ситуацией, и пока сохраняем по акциям ВСМПО рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

Норильский Никель

Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	7.033	6.058	5.490	4.917
ЕБИТДА, млн. \$	3.375	2.673	2.231	1.880
Чистая прибыль, млн. \$	1.832	1.399	1.064	765
P/E	9,6	12,6	16,6	23,0
EV/ЕБИТДА	5,2	6,5	7,8	9,3
Капитализация, млн. \$	17.623			
EV, млн. \$	17.486			
Кол-во акций, млн.	201.4			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 67. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Пересмотр итогов приватизации и реструктуризации
- Рост налогового бремени

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 68. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 25	<p>Держатели 5% акционерного капитала Норильского Никеля подали заявление на выкуп</p> <p>По сообщению Норильского Никеля, держатели 5% его акционерного капитала (10835738 акций), которые 30 сентября не проголосовали или проголосовали против планируемого отделения золотодобывающей компании Полюса, подали заявления на объявленный ранее выкуп по цене 1855 руб. (\$64,5) за акцию (выкуп состоится между 24 ноября и 14 декабря). Как было объявлено ранее, приобретенные в результате выкупа акции будут аннулированы. Цена предложения более чем на 20% меньше вчерашней цены закрытия. Учитывая дисконт, мы считаем, что фактически акций может быть выкуплено меньше. Кроме того, отдельной новостью, мы рассматриваем нашу модель дисконтированного денежного потока и рекомендацию по акциям компании.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	6.648	6.861	6.763	6.536
ЕБИТДА, млн. \$	2.124	1.921	1.688	1.461
Чистая прибыль, млн. \$	1.401	1.162	969	786
P/E	3,8	4,6	5,5	6,8
EV/ЕБИТДА	2,6	2,9	3,3	3,8
Капитализация, млн. \$	5.353			
EV, млн. \$	5.509			
Кол-во акций, млн.	552			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 70. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма ЕБИТДА (МСБУ) в 2005Е г. - 32%
- Профессиональная команда руководства

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка



Евраз

Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	5.925	6.190	6.385	5.958
ЕБИТДА, млн. \$	2.004	2.075	2.209	1.861
Чистая прибыль, млн. \$	1.084	1.183	1.269	1.046
P/E	5,8	5,3	4,9	6,0
EV/ЕБИТДА	3,4	3,3	3,1	3,7
Капитализация, млн. \$	6.267			
EV, млн. \$	6.867			
Кол-во акций, млн.	350			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 72. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Относительно неблагоприятное расположение
- Низкий технологический уровень

Возможности

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

Угрозы

- Введение новых ограничений в США и Европе

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 73. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 28	Евраз Груп выплатит промежуточный дивиденд в \$0,55 на ГДР; изменения в высшем руководстве Совет директоров Евраз Груп рекомендовал выплатить промежуточные дивиденды в размере \$1,65 на одну обыкновенную акцию или \$0,55 на ГДР. Дивиденды подлежат выплате до 8 декабря. Право на получение дивидендов имеют акционеры, зарегистрированные в реестре акционеров по состоянию на 24 ноября. Общая сумма дивиденда составит \$195 млн; дивидендная доходность составляет около 3%. Компания предупреждает, что изменившаяся рыночная конъюнктура оказывает негативное влияние на деятельность компании, что может привести к ухудшению результатов за 2П05 по сравнению с 1П05.

Источник: оценки Альфа-Банка

Мечел

Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	3.636	4.055	4.177	4.339
ЕБИТДА, млн. \$	908	887	828	760
Чистая прибыль, млн. \$	543	512	464	413
P/E	7,2	7,6	8,4	9,5
EV/ЕБИТДА	3,8	3,9	4,2	4,5
Капитализация, млн. \$	3.905			
EV, млн. \$	3.445			
Кол-во акций, млн.	139			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 75. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Введение новых ограничений в США и Европе

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 76. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 24	Челябинский металлургический комбинат временно остановил производство из-за аварии На основном предприятии Группы Мечел – Челябинском металлургическом комбинате – было остановлено производство (за исключением выработки кокса) из-за аварии на местной насосной станции, в результате которой было прервано водоснабжение. По сообщению компании, ее технический персонал сделал все возможное, чтобы предотвратить негативные последствия для оборудования завода. Вчера Группа объявила о своих планах возобновить производство сегодня и полностью перезапустить его в течение следующих двух дней.

Источник: оценки Альфа-Банка



Пищевая промышленность и розничная торговля

Светлана Суханова, (7 095) 795-3742

Елена Бороденко, (7 095) 795-3692

В ноябре Седьмой континент, Балтика и Калина опубликовали очень хорошие финансовые результаты, что способствовало впечатляющему росту их котировок (+25%, +14% и +13%, соответственно).

EBITDA Седьмого континента возросла за 9M05 на 85% год-к-году

Седьмой континент объявил основные финансовые показатели по МСФО за 9M05 (неаудированные), которые оказались весьма благоприятными и совпали с нашими прогнозами. За первые 9 месяцев 2005 г. компания открыла 18 новых магазинов, вследствие чего продажи возросли на 45% год-к-году, составив \$493,2 млн (1 п.п. выше нашей оценки). По данным на 1 октября 2005 г. сеть Седьмого континента включала 95 торговых предприятий четырех различных форматов (24 магазинов «Пять звезд», 31 универсам, 39 магазинов по продаже товаров повседневного спроса и один гипермаркет).

Компания увеличила норму валовой прибыли на 1 п.п. (до 30,2%), при этом коммерческие и общехозяйственные расходы практически не изменились (25% от выручки). Седьмой континент сумел повысить свою рентабельность по EBITDA: норма EBITDA улучшилась на 2,3 п.п. и составила 10,7% (точно совпав с нашей оценкой), в результате EBITDA возросла на 85% и достигла \$52,6 млн. Норма чистой прибыли выросла на 1,3 п.п. (до 6,1%), соответственно, а чистая прибыль увеличилась на 84%, составив \$30,3 млн.

Мы считаем эти итоги позитивными, но, поскольку они соответствуют нашим прогнозам, мы сохраняем расчетную цену \$24,5 и рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

Илл. 77. Седьмой Континент: Фактические показатели за 9 месяцев 2005 г. по МСФО – и прогнозные

	9 мес 2005Ф	9 мес 2005П	Расхождение, Ф/П	9 мес 2004	Изменение, 9 мес 2005 / 9 мес 2004
	млн \$	млн \$	%	млн \$	%
Выручка	493,2	487,9	1%	340,3	45%
Стоимость реализованной продукции	344,3	341,9	1%	241,0	43%
Валовая прибыль	148,9	146,0	2%	99,3	50%
Коммерческие и общехозяйственные расходы	124,2	120,5	3%	85,0	46%
Прочие расходы	-16,7	-15,6	7%	-8,2	104%
Операционная прибыль	41,4	41,1	1%	22,5	84%
Прочие расходы	1,4	0,1	1300%	0,2	600%
Прибыль до налогообложения	40,0	41,0	-3%	22,3	79%
Налоги	9,7	9,8	-1%	5,7	70%
Чистая прибыль	30,3	31,2	-3%	16,5	84%
EBITDA	52,6	52,1	1%	28,4	85%
Рентабельность					
Валовая	30,2%	29,9%	27%	29,2%	1,0
Операционная	8,4%	8,4%	-4%	6,6%	1,8
Норма EBITDA	10,7%	10,7%	-1%	8,4%	2,3
Чистая рентабельность	6,1%	6,4%	-25%	4,8%	1,3

Источник: отчеты компании

На фоне роста котировок Седьмого континента произошло и повышение курса GDR Пятерочки (на 15%), поскольку этот инструмент более удобен для инвесторов ввиду его сравнительно высокой ликвидности.

EBITDA Балтики в 9M05 выше на 41% год-к-году; позитивно

Балтика опубликовала очень хорошие результаты по МСФО за 9M05. Продажи компании выросли на 16,9% (в объемном выражении до 17,8 млн гектолитров), тогда как по данным Союза Российских Пивоваров рынок вырос лишь на 4,8%. Средняя цена за гектолитр увеличилась на 7,5%, и в результате за первые 9 месяцев этого года продажи Балтики



выросли на 25,7% (до \$957 млн). За 9М05 рыночная доля компании составила 24% (против 22% за 9М04). Эффективная маркетинговая политика позволила Балтике укрепить позиции в ключевых рыночных сегментах – среднем (+5,4 п.п. до 36,5%), премиум (+7,1 п.п. до 30,4%) и нижнем среднем (+3,1 п.п. до 29,4%).

Стоимость реализованной продукции уменьшилась с 56% до 48% от выручки, что привело к увеличению валового показателя рентабельности на 4,9 п.п. (до 52,1%). В результате EBITDA за 9М05 резко увеличилась на 41% до \$302 млн (норма EBITDA выросла на 3,5 п.п. до 31,5% против 23% и 25% у конкурентов на развитых и развивающихся рынках, соответственно). Поскольку ставка подоходного налога уменьшилась с 24% за 9М04 до 18% за 9М05, чистая прибыль увеличилась на 60% до \$195 млн, а чистая рентабельность – на 4,4 п.п. до 20,3% (против 10% и 12% у конкурентов на развитых и развивающихся рынках).

Мы рады позитивным результатам компании и сохраняем ее расчетную цену в \$33 и рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

Илл. 78. Балтика: Фактические и расчетные финансовые результаты за 3Кв05 и за 9 месяцев 2005 г.

	3Кв05	3Кв04	Изменение, 3Кв05/3Кв04	9 мес 2005Ф	9 мес 2004	Изменение, 9 мес 2005/9 мес 2004
	млн \$	млн \$	%	млн \$	млн \$	%
Выручка	375,9	314,4	20%	956,8	761,2	25,7%
Стоимость реализованной продукции	175,8	159,0	11%	458,6	402,3	14,0%
Валовая прибыль	200,1	155,7	28%	498,2	358,9	38,8%
Коммерческие и общехозяйственные расходы	94,2	79,3	19%	261,3	199,1	31,3%
Операционная прибыль	105,9	76,5	38%	236,9	159,9	48,2%
Прочие издержки	1,3	1,5	-9%	-0,3	0,2	-241,7%
Прибыль до налогообложения	104,6	75,0	39%	237,1	159,7	48,5%
Налоги	15,8	22,0	-28%	42,5	38,3	10,8%
Доля миноритарных акционеров	0,0	0,0	Н/Д	0,0	0,0	Н/Д
Чистая прибыль	88,8	53,0	68%	194,7	121,4	60,4%
ЕБИТДА, \$ млн	128,2	94,4	36%	301,6	213,2	41,4%
Рентабельность						
Валовая	53,2%	49,5%	3,7	52,1%	47,2%	4,9
Операционная	28,2%	24,3%	3,8	24,8%	21,0%	3,8
Норма прибыли до налогообложения	27,8%	23,9%	4,0	24,8%	21,0%	3,8
Чистая	23,6%	16,9%	6,8	20,3%	15,9%	4,4
Норма EBITDA	34,1%	30,0%	4,1	31,5%	28,0%	3,5

Источник: отчеты компании

В 1П05 чистая прибыль Калины выросла вдвое (год-к-году); поскольку потенциал роста ее акций сократился, мы меняем рекомендацию на ДЕРЖАТЬ

Калина выпустила очень хороший отчет за 1П05 – консолидированные (начиная со 2Кв05) неаудированные показатели по US GAAP с учетом Dr. Scheller.

По сравнению с 1П04 выручка выросла на 46% (до \$133,1 млн), в т.ч. \$25,3 млн пришлось на долю Dr. Scheller. Выручка самой Калины (без Dr. Scheller) в 1П05 увеличилась на 18% год-к-году (по нашим оценкам, в 2005 г. рынок косметической продукции вырастет на 15%). Рост выручки объясняется также увеличением доли фирменной продукции (76,2% по сравнению с 66,2% в 1П04).

Из-за малого увеличения доли себестоимости реализованной продукции в выручке консолидированная норма валовой прибыли снизилась на 0,3 п.п. (до 49,3%). Доля же коммерческих и общехозяйственных расходов в выручке (в основном из-за сокращения расходов на рекламу) снизилась с 32% до 30%, что позволило увеличить норму EBITDA на 2,9 п.п. до 21,6% (по сравнению со средней нормой EBITDA у зарубежных аналогов на уровне 18%). В результате показатель EBITDA вырос на 69% до \$28,7 млн. Существенное снижение ставки налога на прибыль (с 33% в 1П04 до 14% в 1П05) объясняется более эффективной учетной политикой. В результате норма чистой прибыли увеличилась на 3,8 п.п. (до 13,3%), а сама чистая прибыль выросла на 105% (до \$17,7 млн).

Отраженные в отчете отдельно ключевые показатели фирмы Dr. Scheller позволили нам рассчитать ряд цифр только по Калине. При этом рост рентабельности по самой Калине оказывается еще более внушительным (причина в более низкой рентабельности Dr. Scheller – 6%-ная норма EBITDA и 1%-ная чистая рентабельность). Т.о., норма EBITDA у Калины выросла на 6,6 п.п. (до 25%), чистая рентабельность - на 6,8 п.п. до 16%. EBITDA и чистая прибыль выросли на 60% и 104%, соответственно (до \$27,3 млн и \$17,4 млн).

Мы расцениваем отчет как очень хороший, но не уверены, что компании удастся сохранить столь же высокую рентабельность и во 2П05.

После публикации отчета президент Калины Тимур Горяев уменьшил свою долю в капитале компании, которая составляла 50,025%, продав иностранным инвесторам 20% акций за \$74,4.

Эта новость нейтральна для акций компании и нашей расчетной цены в \$40 за акцию в силу ряда факторов. Во-первых, технико-экономические показатели компании и ее стратегия не изменились. Во-вторых, Горяеву все равно принадлежит около 30% акций, что позволит ему сохранить операционный контроль над работой компании.

Однако есть и положительные моменты: доля свободнообращающихся акций увеличится примерно с 40-45% до почти 65%, что сделает ее акции более ликвидными. Мы все еще считаем, что Калина может быть интересна крупным международным компаниям как объект приобретения (принимая во внимание сильную позицию ее брендов, крупную долю в ключевых сегментах рынка и потенциал для совместной деятельности).

Илл. 79. Калина: Фактические и прогнозируемые показатели за 1П05 по US GAAP

	Консолидированный показатель за 1П05Ф	Калина без Dr. Scheller	Калина без Dr. Scheller	Расхождение Ф/П	1П04Ф	Изменение	Изменение
	млн \$	1П05Ф, млн \$	1П05П, млн \$	%	млн \$	1П05Ф (Консолидированный) /1П04	1П05Ф(Калина без Dr. Scheller)/1П04
Выручка	133,1	107,8	110,1	-2,1%	91,2	46%	18%
Ст-ть реализованной продукции	67,4		54,9		46,0	47%	
Валовая прибыль	65,6	55,7	55,2	1,1%	45,2	45%	23%
Коммерч. и общехоз. расходы	39,9		36,3		29,2	36%	
Операционная прибыль	25,7	24,8	18,8	31,9%	16,0	61%	55%
Прочие издержки	3,3		2,9		3,1	6%	
Прибыль до налогообложения	22,4		15,9		12,9	74%	
Налог	3,2		3,8		4,3	-17%	
Доля миноритарных акционеров	0,1		0,0		0,0	н/д	
Прибыль (убыток) от прекращаемой деятельности	1,7		0,0		0,0	н/д	
Чистая прибыль	17,7	17,5	12,1	45,0%	8,6	105%	104%
EBITDA	28,7	27,3	20,3	34,5%	17,0	69%	60%
<i>Рентабельность</i>			<i>j</i>		<i>j</i>		
Валовая	49,3%	51,7%	50,1%	1,6	49,6%	(0,3)	2,1
Операционная	19,3%	23,1%	17,1%	5,9	17,5%	1,8	5,5
Норма EBITDA	21,6%	25,3%	18,4%	6,9	18,7%	2,9	6,6
Чистая	13,3%	16,3%	11,0%	5,3	9,9%	3,8	6,8

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Рост доли рынка – это еще не все, важны и показатели рентабельности

Прежде инвесторы уделяли больше внимания коэффициентам роста, чем улучшению показателей прибыльности, однако эта тенденция, по всей видимости, постепенно меняется. По крайней мере, компаниям не следует все усилия направлять лишь на завоевание рыночной доли, пренебрегая при этом уровнем рентабельности.



Следует также отметить, что ВБД, чьи показатели прибыльности весьма низки, продемонстрировал впечатляющую динамику котировок (+10%), но в данном случае этот рост был подкреплен слухами о возможных переменах в составе менеджмента компании.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1.189	1.382	1.569	1.764
ЕБИТДА, млн. \$	97	114	139	167
Чистая прибыль, млн. \$	23	23	30	41
P/E	58,0	28,9	27,0	19,8
EV/ЕБИТДА	10,2	8,4	8,0	6,5
Капитализация, млн. \$	869			
EV, млн. \$	1.160			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 81. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

Седьмой континент

Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	496	791	1.285	1.598
ЕБИТДА, млн. \$	44	78	126	151
Чистая прибыль, млн. \$	27	51	80	95
P/E	33,8	20,6	21,6	18,4
EV/ЕБИТДА	21,0	12,0	13,5	11,2
Капитализация, млн. \$	1.678			
EV, млн. \$	1.700			
Кол-во акций, млн.	65			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 83. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Присутствие только на рынке Москвы
- Низкая рентабельность

Возможности

- Региональная экспансия
- Повышение рентабельности

Угрозы

- Рост арендных ставок
- Ужесточение конкуренции на рынке

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 84. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 3	ЕБИТДА Седьмого континента возросла за 9М05 на 85% год-к-году; позитивно Седьмой континент объявил основные финансовые показатели по МСФО за 9М05 (неаудированные), которые оказались весьма благоприятными и совпали с нашими прогнозами. За первые девять месяцев 2005 г. компания открыла 18 новых магазинов, вследствие чего продажи возросли на 45% год-к-году, составив \$493,2 млн (1 п.п. выше нашей оценки). По состоянию на 1 октября 2005 г. сеть Седьмого континента включала 95 торговых предприятий четырех различных форматов (24 магазинов «Пять звезд», 31 универсам, 39 магазинов товаров повседневного спроса и 1 гипермаркет). Компания увеличила норму валовой прибыли на 1 п.п., до 30,2%, при этом коммерческие и общехозяйственные расходы практически не изменились (25% от выручки). Седьмой континент сумел повысить свою рентабельность по ЕБИТДА: норма ЕБИТДА улучшилась на 2,3 п.п. и составила 10,7% (точно совпав с нашей оценкой), в результате ЕБИТДА возросла на 85% и достигла \$52,6 млн. Норма чистой прибыли выросла на 1,3 п.п., до 6,1%, соответственно, чистая прибыль увеличилась на 84%, составив \$30,3 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 85. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	994	1.443	1.688	2.008
ЕБИТДА, млн. \$	253	390	458	539
Чистая прибыль, млн. \$	132	230	277	333
P/E	20,7	14,7	12,7	18,2
EV/ЕБИТДА	11,9	9,0	9,0	7,6
Капитализация, млн. \$	4.072			
EV, млн. \$	4.119			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 86. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 87. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 14	ЕБИТДА Балтики в 9М05 выше на 41% год-к-году; позитивно Балтика опубликовала чрезвычайно хорошие результаты по МСФО за 9М05. Продажи компании выросли на 16,9% в объемном выражении до 17,8 млн гектолитров, в то время как по данным Союза Российских Пивоваров рынок вырос всего лишь на 4,8%. Средняя цена за гектолитр увеличилась на 7,5%, и в результате за первые 9 месяцев этого года продажи Балтики выросли на 25,7% до \$957 млн. В 9М05 рыночная доля компании составила 24% против 22% в 9М04. Эффективная маркетинговая политика позволила Балтике укрепить свои позиции в ключевых рыночных сегментах – среднем (+5,4 п.п. до 36,5%), премиум (+7.1 п.п. до 30,4%) и нижнем среднем (+3,1 п.п. до 29,4%). Стоимость реализованной продукции уменьшилась с 56% до 48% от выручки, что привело к увеличению валового показателя рентабельности на 4,9 п.п. до 52,1%. В результате ЕБИТДА в 9М05 резко увеличилась до 41% до \$302 млн (норма ЕБИТДА выросла на 3,5 п.п. до 31,5% против 23% и 25% у конкурентов на развитых и развивающихся рынках соответственно). Поскольку ставка подоходного налога уменьшилась с 24% в 9М04 до 18% в 9М05, чистая прибыль увеличилась на 60% до \$195 млн, а чистая рентабельность – на 4,4 п.п. до 20,3% (против 10% и 12% у конкурентов на развитых и развивающихся рынках).
Ноябрь 17	ВВН увеличивает долю в Ярпиве до 87,5%; положительно для Балтики Baltic Beverages Holding (ВВН) увеличил свою долю в Ярпиве до 87,5%, выкупив 26% акций у руководства компании. 12% акций были проданы президентом Ярпива Анатолием Арзимановым, который скорее всего уйдет из компании в конце года по истечении трудового соглашения. Мы считаем, что новость положительна для Балтики, поскольку это ускорит процесс консолидации с Ярпивом. ВВН планирует интеграцию своих пивоваренных активов (Вена, Пикра и Ярпиво) на базе Балтики в 2006-2007 гг., что позволит увеличить долю ВВН на российском рынке до 40% с текущих 36%. По нашим оценкам на 2005 г., рыночная доля Ярпива составляет 6,3%.

Источник: оценки Альфа-Банка

Пятерочка

Илл. 88. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1.106	1.616	2.364	3.063
ЕБИТДА, млн. \$	111	191	267	320
Чистая прибыль, млн. \$	74	119	167	195
P/E	32,7	28,9	20,6	17,7
EV/ЕБИТДА	21,2	15,1	13,3	11,1
Капитализация, млн. \$	3.448			
EV, млн. \$	3.589			
Кол-во акций, млн.	153			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 89. 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

Лебедянский

Илл. 90. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 2	<p>Выручка Лебедянского выросла за 9М05 на целых 37%; позитивно</p> <p>Лебедянский объявил свои неаудированные финансовые и производственные результаты за 9М05, которые оказались весьма впечатляющими. Компания увеличила физический объем консолидированных продаж на 25%, до 532,6 млн литров. Продажи соковой продукции выросли на 23%, до 502,4 млн л, объем реализации детского питания подскочил на 56%, составив 30,2 млн л. По данным аудита предприятий розничной торговли за август-сентябрь 2005 г., проведенного компанией AC Nielsen, за 9 месяцев 2005 г., занимаемая Лебедянским доля рынка соковой продукции по физическому объему возросла на 0,9 п.п. и составила 31% (в стоимостном выражении его доля на этом рынке составляет в настоящее время 32%). Лебедянский также улучшил свои позиции на рынке детского питания: компания добилась увеличения своей доли в сегменте детских соков до 26,1% (+7,8 п.п. год-к-году), в сегменте детских пюре – до 17,7% (+4,2 п.п.). Выручка Лебедянского в 9М05 возросла на 37%, до \$378 млн (что на 4% выше нашего прогноза), главным образом за счет усовершенствования системы реализации и региональной экспансии. Выручка в сегменте соков выросла на 33%, до \$341 млн, в сегменте детского питания рост выручки составил 84% (\$37 млн). Доля детского питания в консолидированной выручке возросла с 7% в 9М04 до 10% в 9М05. По итогам 9 мес 2005 г. валовая рентабельность по соковому сегменту повысилась на 1,8 п.п. до 41,6%, по детскому питанию – на 1,2 п.п. до 54,2% из-за роста отпускных цен (+8% в долларовом выражении по сокам и на 17% по детскому питанию).</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Калина

Илл. 91. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 9	<p>Калина: в 1П05 чистая прибыль выросла в 2 раза год-к-году - позитивно</p> <p>Калина выпустила вчера очень хороший отчет за 1П05 по US GAAP – консолидированные (начиная со 2Кв05) неаудированные показатели с учетом Dr. Scheller. Выручка выросла на 46% по сравнению с 1П04 до \$133,1 млн, в т.ч. \$25,3 млн пришлось на долю Dr. Scheller. Т.о., выручка самой Калины (без Dr. Scheller) в 1П05 увеличилась на 18% год-к-году (по нашим оценкам, в 2005 г. рынок косметической продукции вырастет на 15%). Рост выручки объясняется также увеличением доли фирменной продукции (76,2% по сравнению с 66,2% в 1П04). Из-за небольшого увеличения в выручке доли себестоимости реализованной продукции консолидированная норма валовой прибыли снизилась на 0,3 п.п. до 49,3%. Однако доля коммерческих и общехозяйственных расходов в выручке (в основном из-за снизившихся расходов на рекламу) снизилась с 32% до 30%, и это позволило увеличить норму EBITDA на 2,9 п.п. до 21,6% (по сравнению со средней нормой EBITDA у зарубежных аналогов на уровне 18%). В результате показатель EBITDA вырос на 69% до \$28,7 млн. Существенное снижение ставки налога на прибыль (с 33% в 1ПН04 до 14% в 1П05) объясняется более эффективной учетной политикой. В результате норма чистой прибыли увеличилась на 3,8 п.п. до 13,3%, а сама чистая прибыль выросла на 105% до \$17,7 млн.</p>
Ноябрь 17	<p>Основной акционер Калины продает 20% акций; нейтрально</p> <p>По сообщению Reuters, президент Калины Тимур Горяев уменьшил свою долю в компании, которая составляла 50,025%, продав иностранным инвесторам 20% акций за \$74,4. Эта новость нейтральна для акций компании и нашей расчетной цены в \$40 за акцию в силу следующих факторов. Во-первых, технико-экономические показатели компании и ее стратегия не изменились. Во-вторых, Горяеву все равно принадлежит около 30% акций, что позволит ему сохранить операционный контроль над работой компании. Однако есть и положительные моменты: доля свободнообращающихся акций увеличится с примерно 40-45% до почти 65%, что сделает ее акции более ликвидными. Мы все еще считаем, что Калина может быть интересна для крупных международных компаний с точки зрения приобретения, принимая во внимание сильную позицию ее брендов, крупную долю в ключевых сегментах рынка и потенциал для совместной деятельности.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

КОСМЕТИКА

Аптеки 36,6

Илл. 92. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	211	333	476	619
EBITDA, млн. \$	19	28	35	42
Чистая прибыль, млн. \$	1	3	6	11
P/E	н/д	67,7	32,3	18,4
EV/EBITDA	15,5	12,9	9,2	7,3
Капитализация, млн. \$	234			
EV, млн. \$	287			
Кол-во акций, млн.	8			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 93. 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. 94. Основные события

Дата	Событие
Ноябрь 21	<p>Аптечная сеть 36.6 опубликовала противоречивые результаты за 3Кв05</p> <p>Аптечная сеть 36.6 опубликовала противоречивые результаты за 3Кв05 по МСФО. Хотя выручка значительно возросла, компания не смогла удержать под контролем затраты в сегменте розничной торговли. Консолидированная выручка возросла в 3Кв05 на 50% год-к-году, до \$74,2 млн, при этом чистые убытки составили \$2,6 млн. Благодаря вводу только в 3Кв05 53 аптек (включая 21 аптеку, приобретенную у других сетей), а также открытию новых аптек в предыдущих кварталах года, компания сумела поднять свои розничные продажи на 50%, доведя их до \$48,7 млн. Однако неблагоприятные сезонные факторы и ввод большого количества новых аптек (32) привели к отрицательной EBITDA и убыткам в размере \$0,2 млн. Производственный бизнес (Верофарм) порадовал высокими темпами роста выручки (ее прирост за 3Кв05 составил 49% год-к-году, до \$20,7 млн) и повышением нормы прибыли, показав высокую способность сопротивления негативным сезонным факторам, обычно влияющим на норму прибыли в 3Кв05.</p>
Ноябрь 30	<p>Аптечная сеть 36.6 намерена приобрести три региональные сбытовые сети в Перми со 117 пунктами продажи; позитивно</p> <p>По информации газеты Бизнес, Аптечная сеть 36.6 намерена приобрести 3 пермские сети: «Пермские аптеки» (37 точек сбыта, 22 из которых работали на основе франшизы оз), «Чаша здоровья» (20 точек сбыта) и «Планета здоровья» (60 точек сбыта в Перми и области). Сделка, стоимость которой оценивается в \$15-16 млн, позволит «36.6» установить контроль над 40% пермского рынка. Судя по всему, учитывая открытие за 9 месяцев года 100 новых аптек, компания сможет выполнить намеченный ею план: присоединить к своей сети в течение 2005 г. 240 новых торговых точек. Наш прогноз на 2005 г. составляет 150 новых аптек, а поскольку приобретенные «36.6» пермские аптеки будут консолидированы с 2006 г., мы полагаем, что наша оценка на 2005 год останется верной.</p>



Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

В 3Кв.05 объем розничных кредитов превысил объем розничных депозитов на \$300 млн; спрос на кредиты обусловлен высоким темпом инфляции

В ноябре Сбербанк опубликовал хороший финансовый отчет за 9М05

Впервые с момента, когда в России начался бум розничного кредитования, объем выданных розничных займов превысил объем привлеченных депозитов (по данным за 3Кв.05). Общий объем розничных депозитов в банках России (по данным на 1 октября) составил около \$88 млрд, что все еще гораздо выше, чем \$34 млрд розничных кредитов. Тем не менее, розничное кредитование развивается быстро, и отношение розничных кредитов к ВВП может вырасти с 3,8% в 2004 г. до 4,8% в 2005 г. На наш взгляд, растущий спрос на банковские кредиты обусловлен, главным образом, высоким темпом инфляции.

9 ноября Сбербанк опубликовал финансовый отчет за 9М05, который показал рост доналоговой прибыли на 61% год-к-году (против повышения на 52% год-к-году в 1П05). В подкрепление этого оптимизма 16 ноября на встрече с аналитиками зампред Сбербанка Алла Алешкина изложила ряд важных моментов, которые в наступающем году предполагают высокий потенциал роста акций Сбербанка. Эти моменты включают следующее:

- Активизация заимствований на мировом рынке, отражающая стремление Сбербанка снизить будущую стоимость финансирования;
- Сокращение объема резервов на покрытие «плохих кредитов»;
- Рост комиссионных доходов;
- Экспансия в СНГ, открывающая путь к соперничеству с ВТБ в сфере операций на внешнем рынке;
- Повышение ликвидности акций, обеспеченное плановым дроблением ценных бумаг Сбербанка.

В ожидании этих позитивных событий мы повысили нашу расчетную цену обыкновенных акций Сбербанка до \$1470 и привилегированных акций – до \$18,0, что означает рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Сбербанк

Илл. 95. 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	47,0	29,0	27,0	23,9
Капитализация, млн. \$	22.962			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 96. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • 75%-ная монополия на рынке депозитов • Гос.участие гарантирует доверие вкладчиков
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Рост кредитов ухудшает качество кредитного портфеля • Филиальная сеть в 1329 отделений слишком дорогостоящая • Гос.участие отбивает интерес менеджеров повышать капитализацию
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Развитая филиальная сеть облегчает ипотечное кредитование • Расходы (сейчас 40% доходов) могут быть сокращены на 25%
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Пенсионная реформа может подолвать монополию на вклады пенсионеров • Страхование депозитов увеличит стоимость их обслуживания на 10%

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 97. Основные события**

Дата	Событие
Ноябрь 10	<p>Результаты Сбербанка за 9М05: лучше, чем ожидалось – более высокий возврат по кредитам, доход от комиссий увеличил прибыль до налогов</p> <p>Сбербанк опубликовал результаты за 9М05, в которых сообщается об увеличении прибыли до налогов на 61% год-к-году по сравнению с 52%-ным увеличением год-к-году в 1П05. Структура данных подтверждает наше мнение о том, что рост прибыли банка в основном обусловлен увеличением выручки, в то время как до управления расходами на персонал еще далеко. С точки зрения выручки, Сбербанк продолжает выигрывать от благоприятных рыночных условий, т.е. высокого спроса на банковские кредиты. При этом ему удается контролировать свои процентные расходы. Показатели рентабельности снова улучшились в 3Кв05, оставаясь на уровне 8,4% против 7,5% во 2Кв05 и 7% в 1Кв05. Чистая прибыль от комиссий также оказалась больше ожидаемой за счет увеличения комиссий за транзакции, связанные с социальными услугами. В то же время очевидно, что банк не способен контролировать расходы на персонал, и мы не думаем, что в ближайшем будущем эта ситуация улучшится: в 9М04 административные расходы и затраты на персонал увеличились на 10-15% против 35% в 9М05. Поскольку быстрый рост выручки компенсируется быстрым увеличением затрат, мы сохраняем расчетную цену в \$1170 для обыкновенных акций.</p>
Ноябрь 17	<p>Сбербанк: хорошие перспективы на 2006 г., мы пересматриваем расчетную цену по акциям банка</p> <p>Зампредседателя правления Сбербанка Алла Алешкина сообщила, что по итогам года банк получит чистую прибыль в размере более 60 млрд руб (мы прогнозировали несколько меньшую цифру). Кроме того, Алешкина сделала ряд важных замечаний, указывающих на наличие факторов, которые могут способствовать существенному росту акций банка в будущем году. В настоящее время мы пересматриваем расчетную цену по акциям Сбербанка в сторону повышения. С нашей точки зрения, есть пять факторов роста акций банка, которые должны материализоваться к моменту очередного общего собрания акционеров (предположительно июнь 2006 г.). Увеличение объема заимствований на международном рынке. Сбербанк намерен подготовить программу таких заимствований с указанием конкретных объемов. Т.о., налицо стремление банка снижать стоимость фондирования в будущем. Снижение резервов на плохие долги. Согласно отчетности по РСБУ, размер этих резервов уменьшился с 5,2% в 2003 г. до 3,7% в текущем году. В такой же пропорции должны сократиться и резервы в отчетности по МСФО, что позволит сохранить достаточно высокие темпы роста прибыли. Увеличение комиссионного дохода. В 1П05 увеличение по этой статье дохода составило порядка \$200 млн, что стало возможным в результате заключения новых договоров с бюджетными организациями. В 2006 г. предполагается увеличение комиссионного дохода еще на \$50 млн. Расширение операций в странах СНГ. Сбербанк намерен приобрести местные банки в Украине и Казахстане, начав тем самым конкуренцию с ВТБ в секторе зарубежных операций. В целом руководство Сбербанка будет выступать в предстоящем году с оптимистическими заявлениями и новостями, и это должно отразиться в росте биржевой стоимости банка.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка



Рынок облигаций

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678
 Марина Власенко, (7 095) 783-5029

Дата	Событие, комментарий
1 ноября	ФРС повысила ключевую ставку на 25 б.п. На этот раз все члены Комитета по операциям на открытом рынке (FOMC) высказались за повышение ставок. На заседании ФРС в сентябре Марк Олсен не согласился с решением большинства поднять ставку, ссылаясь на недостаточность данных об уровне инфляционного давления на экономику. Бразилия и Мексика приняли решение сократить число заседаний по вопросам денежно-кредитной политики в 2006 г. В 2006 г. Банк Бразилии проведет 8 заседаний вместо 12, а Банк Мексики сократил число заседаний наполовину, с 23 до 12. Теперь благодаря низкому уровню инфляции центральные банки этих стран могут позволить себе меньше думать о монетарной политике. Ключевые процентные ставки остаются слишком высокими, так что их снижение не исключено, поскольку высокие ставки препятствуют росту экономики. Банк Индонезии повысил ключевую ставку на 125 б.п. (с 11% до 12,25% годовых). Повышение ставки последовало за неожиданно высоким показателем Индекса потребительских цен, который в октябре достиг 17,89% (вместо ожидавшихся 13%). Из-за роста цен на нефть инфляция достигла шестилетнего максимума. Индонезия продолжает импортировать нефть, хотя объем добычи внутри страны достаточно высок.
Nov-3	Европейский Центробанк сохранил ключевую ставку на прежнем уровне 2% годовых. Сохранение ставки ЕЦБ на прежнем уровне вкупе с очередным повышением процентной ставки в США вызвало переоценку соотношения сил между Европой и США, что существенно повлияло на стоимость евро на рынке FOREX. Рынок ожидает декабрьского заседания ЕЦБ по монетарной политике - и предполагается, что ключевая ставка будет, в конце концов, повышена на 25 б.п.
7-9 ноября	Объем ежемесячных аукционов КО США достиг \$44 млрд при рекордно высоком иностранном спросе. После того, как доходность по UST достигла полугодичного максимума, инвесторы сочли цены привлекательными для покупок бумаг. Аукцион по 5-летним UST разочаровал участников, зато аукцион по 10-летним UST, привлечший максимальную долю иностранного участия за всю историю такой статистики, побил все рекорды. Агентство S&P изменило прогноз по Бразилии со «стабильного» на «позитивный». Руководство S&P отметило, что прогноз по этой стране является лучшим за все времена. У Бразилии есть хорошие шансы в ближайшие годы получить инвестиционный рейтинг. Главными причинами пересмотра прогнозов стала взвешенная бюджетная политика и значительный объем экспорта Бразилии.
15 ноября	В Сенате прошли слушания по поводу утверждения Бена Бернанке на пост главы ФРС. Бернанке прокомментировал свою будущую политику как продолжение традиций Гринспена, при этом он обещал не оказывать давления на других членов ФРС по поводу внедрения числового таргетирования инфляции.
16 ноября	Индекс потребительских цен США составил в октябре 0,2%. Инвесторы следят за стержневым индексом инфляции (исключающим стоимость топлива, электроэнергии и продуктов питания), на который члены FOMC обращают главное внимание при принятии решений о повышении ставок. Статистические свидетельства, что прочие сектора экономики США не были столь сильно затронуты последствиями ураганов, поэтому рост инфляции был признан временным.
17 ноября	Объем нетто-покупок ценных бумаг США нерезидентами достиг \$101,9 млрд вместо \$75 млрд.
22 ноября	Опубликованы выдержки из протокола заседания ФРС от 1 ноября с комментариями. В комментариях представители ФРС высказали мнение о том, что инфляция останется умеренной, особенно стержневой индекс. Создается впечатление, что банкиры склоняются в пользу паузы в повышении ставок – с целью поддержания устойчивого роста экономики. После того, как прямые последствия ураганов остались позади, стало ясно, что рост цен на нефть не окажет на темп инфляции столь сильного влияния, как ожидалось, и что нынешний рост инфляции все еще оставляет экономике возможность для роста.
23 ноября	Банк Бразилии снизил ключевую ставку SELIC на 50 б.п. Низкая инфляция и сильные позиции реала позволили Центробанку еще раз понизить ставку. Снижение ставки способствует росту экономики и привлечению иностранных инвесторов на фоне высокой инфляции и повышению ставок в других ведущих экономиках мира.
24 ноября	В связи с Днем Благодарения рынки США закрыты. Всю неделю активность была низкой. Большинство игроков решили взять дополнительные выходные для продления каникул. 23 и 25 ноября на рынках США торговые сессии были сокращены.
31 ноября	ВВП США за 3-й кв. 2005 г. в годовом выражении пересмотрен с 4% до 4,3%. На фоне повышения зарплат и роста доверия потребителей статистические данные говорят об устойчивом подъеме экономики – несмотря на последствия ураганов.

К развивающимся рынкам возвращается доверие инвесторов

В центре внимания иностранных инвесторов вновь оказались долговые бумаги Бразилии и Турции. После резкого падения цен на облигации развивающихся экономик в октябре игроки стали искать новых возможностей на рынке, но ноябрь добавил им уверенности. Бразилия, крупнейший эмитент облигаций на развивающихся рынках, последовательно проводит политику сокращения бюджетного дефицита и темпов инфляции. Правительство считает рост экономики слишком медленным и подавленным высокими процентными ставками. Этой осенью уровень инфляции позволил Банку Бразилии пойти на смягчение денежно-кредитной политики, что привлекло повышенное внимание к суверенным долгам страны. Представители S&P заявили, что у Бразилии есть хорошие шансы в ближайшие годы получить инвестиционный рейтинг, и что прогноз по нему является лучшим за все времена. Сильные фундаментальные показатели Бразилии, перспектива вступления Турции в ЕС уже в 2005 г., а также интеграция развивающихся рынков – все это является

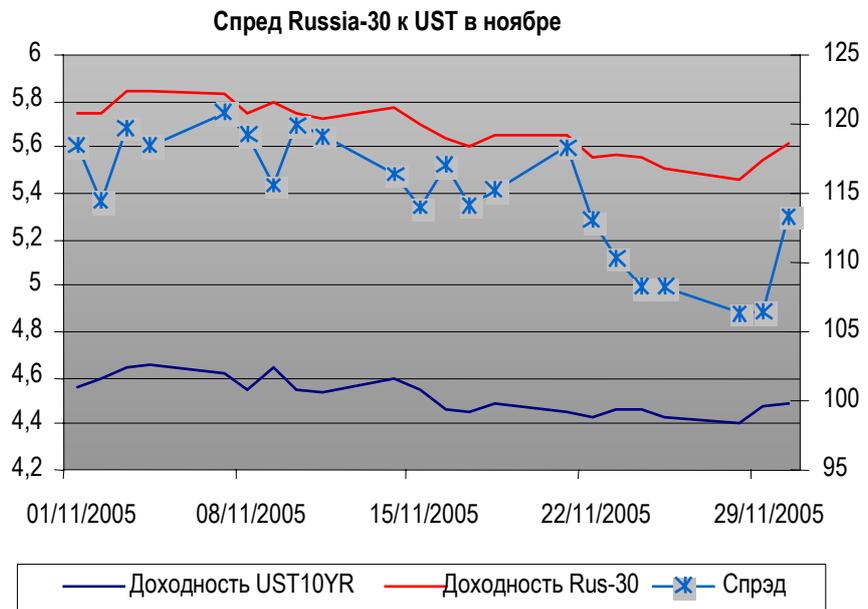


залогом сильной поддержки долговых обязательств развивающихся экономик и фактором сужения спредов.

US Treasuries: Бернанке продолжит умеренное повышение ставок

В ноябре на слушаниях в Сенате новым главой ФРС был утвержден Бен Бернанке, который высказался о будущей политике. Бернанке был менее резок в своих высказываниях, чем ожидалось. Он заявил, что не будет настаивать на установлении числовых целевых показателей по инфляции, если другие члены ФРС откажутся поддержать его инициативы. У инвесторов сложилось впечатление, что Бернанке, будучи сторонником борьбы с инфляцией, будет в меньшей степени ратовать за экономический рост, чем Алан Гринспен. После выступления стало ясно, что Бернанке в начале своего срока постарается следовать практике постепенного повышения процентных ставок.

Илл. 98. Спред Russia-30 к UST



Участники рынка российских еврооблигаций считают, что премия за риск к US Treasuries составит 1%

В ноябре спреды российских еврооблигаций к КО США начали – впервые после ралли августа-сентября - сужаться и перешли из диапазона 115-120 б.п. в коридор 105-110 б.п. Основными причинами стали: (1) пересмотр мировым инвестиционным сообществом статуса России после того, как она получила рейтинги инвестиционного уровня от всех трех ведущих рейтинговых агентств; (2) повышение интереса к развивающимся рынкам благодаря их ускоренной интеграции и позитивным переменам в Бразилии и Турции (например, низкая инфляция, снижение ключевых ставок для стимулирования роста экономики, возможности вступления Турции в ЕС и повышения рейтинга Бразилии до инвестиционного уровня); и (3) рост спроса на облигации стран-экспортеров нефти с началом отопительного сезона.

Лишь к концу ноября спреды стали вновь расширяться, главным образом, из-за низкого уровня ликвидности на рынке российских еврооблигаций. Игроки на рынке ожидают, что спред по облигациям Russia-30 к UST сузится до 100 б.п. Предполагается, что Россия перестала вести себя как развивающаяся экономика; теперь это - страна с инвестиционным рейтингом, чьи долговые обязательства в иностранной валюте должны будут следовать за динамикой UST.

Индекс РТС: с прицелом на 1 295

Владимир Кравчук, к.ф.-м. н. (7 095) 795-3743

Илл. 99. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Цель	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1 - 30 ноября				
			Краткосрочный	Долгосрочный	R4	R3	S1	S2	OP	HI	LO	CL	
РТС	ДЕРЖАТЬ	1,053	Восходящий	Восходящий	1,295.00	1,151.85	Основной	1,007.36	7-недельная МА	935.05			
	ЛОНГ						Граница канала	950.58	Линия тренда	1,048.81			
	ЦЕЛЬ	1,295			1,121.20		138.2% FiboR	884.45	26-недельная МА	934.37			
	СТОП	1,049			1,084.36		Максимум 05.12.05	804.14	200-дневная МА	1,037.26			

Источник: оценка Альфа-Банка

Основные выводы

- И краткосрочный и долгосрочный тренд на РТС в настоящее время восходящий, что указывает на сохраняющийся потенциал роста индекса.
- С позиции технического анализа, «прорыв» выше предыдущего исторического максимума 1 052.73 расчистил путь к нашей новой долгосрочной технической цели 1 295.
- Однако в среднесрочном плане есть вероятность, что индекс РТС еще раз опустится ниже психологической отметки 1 000 и протестирует уровень поддержки 950, прежде чем на рынке возобновится ралли, что создало бы еще лучшие возможности для долговременных покупок.
- Мы поэтому рекомендуем **ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ**, разместив приказы на продажу (stop-sell) по 1 049 во избежание значительных потерь нерезализованной прибыли.

Илл. 100. Индекс РТС - Месячные технические характеристики, по состоянию на 7 декабря 2005 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка



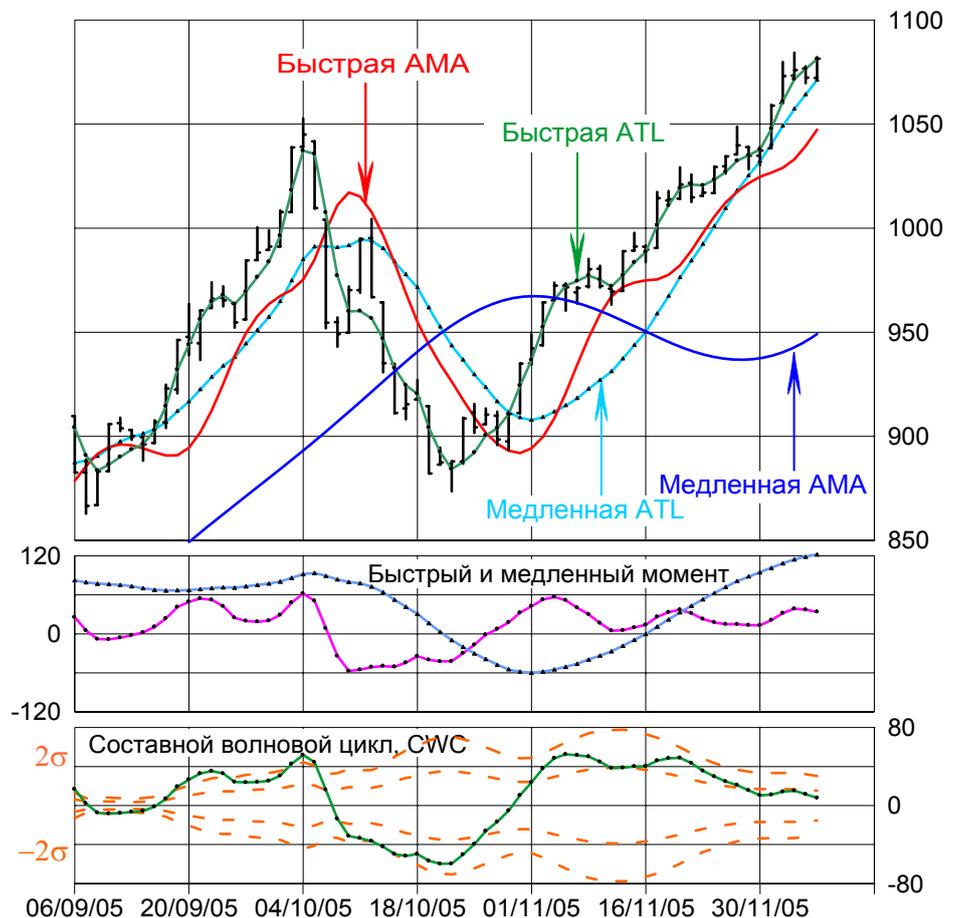
«Прорыв» выше 1 052.73 расчистил путь к нашей новой долгосрочной технической цели 1 295

Классический технический анализ

С позиции классического технического анализа индекс РТС продолжает совершать колебания внутри нового долгосрочного восходящего торгового канала, верхняя граница которого сейчас находится вблизи уровня 1152. Это значит, что и краткосрочный тренд и долгосрочная тенденция на РТС в настоящее время «бычьи». Теоретически, «прорыв» выше предыдущего исторического максимума 1 052.73 «включил» зеленый свет для дальнейшего движения вверх к нашей новой долгосрочной технической цели 1,295. Мы полагаем, что достижение этого уровня вполне возможно к весне-лету 2006 г. В то же время, в среднесрочном плане индекс РТС может еще раз опуститься ниже психологической отметки 1 000 пунктов, и протестировать уровень поддержки 950, прежде чем на рынке возобновится ралли, что создало бы еще лучшие возможности для одновременных покупок.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 101. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 7 декабря 2005 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Краткосрочный тренд на РТС остается восходящим

Медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 101 продолжает двигаться вверх выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Это значит, что краткосрочный тренд на РТС пока остается восходящим. Остальные три технических индикатора (быстрая адаптивная линия тренда АТЛ, быстрая и медленная адаптивные скользящие средние АМА) в настоящее время тоже растут в tandem с медленной АТЛ, что подтверждает присутствие тенденции к повышению на РТС.

**Медленный момент
продолжает расти**

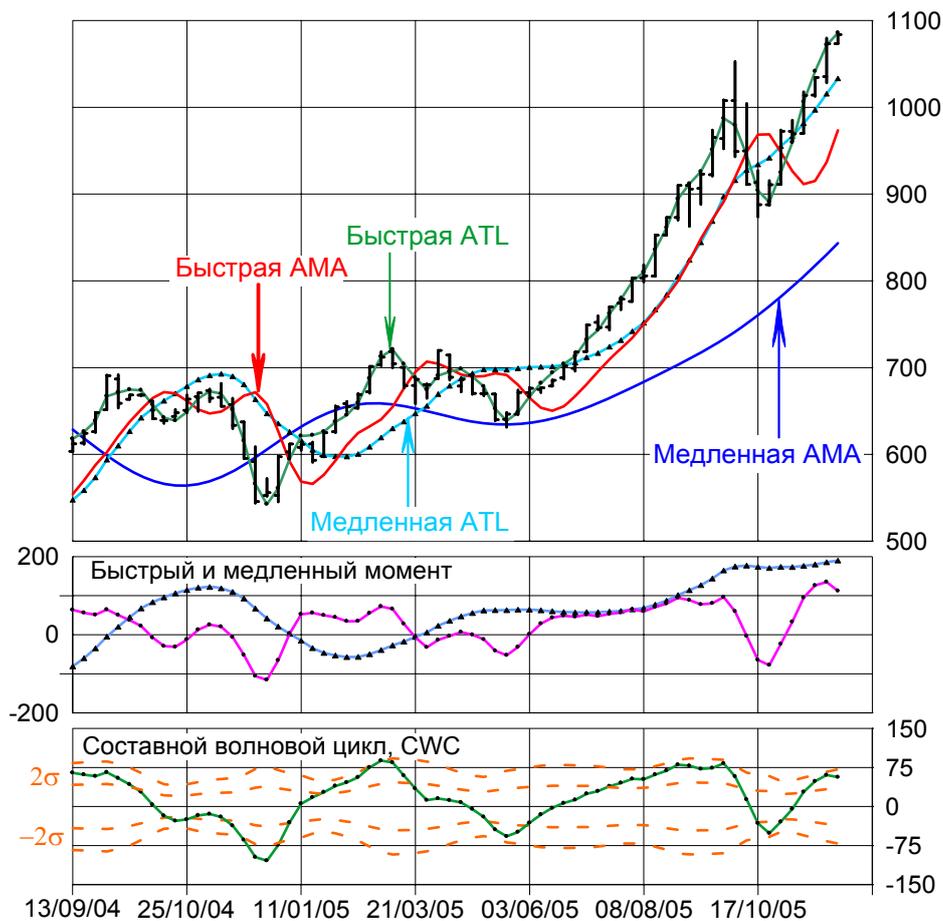
**На краткосрочном
CWC наблюдается
двойная «медвежья»
дивергенция
относительно
быстрой ATL**

Индикатор медленного момента в средней части Илл. 101 продолжает расти на положительной территории. Мы рассматриваем это как дополнительное подтверждение доминирования «быков» на российском рынке акций. В то же время, индикатор быстрого момента сформировал свой новый локальный максимум на положительной территории и начал плавно понижаться. Это – явно «медвежья» предпосылка.

Сформировав свою локальную «впадину» в сильно перекупленной области, краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 101 ненадолго возобновил фазу роста. Однако недавно он прошел свой новый локальный максимум, значение которого находится ниже сформированной ранее «двойной вершины» и снова стал понижаться. Это значит, что на Илл. 101 уже наблюдается двойная «медвежья» дивергенция относительно быстрой адаптивной линии тренда ATL. **Мы расцениваем этот факт как очень сильную «медвежью» предпосылку.** Это не есть хорошо для «быков». После того, как индикатор быстрого момента достигнет области отрицательных значений, это может привести к достаточно внушительной технической коррекции в сторону понижения. При этом собственная цикла заметно понизилась. Во-первых, это предвестник начала сильных движений на рынки, и во-вторых, может быстро привести к состоянию локальной перекупленности рынка, если рост продолжится.

Долгосрочный тренд и циклы

Илл. 102. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 7 декабря 2005 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

***Долгосрочный тренд на РТС по-прежнему восходящий***

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 102 не только продолжила свой рост в ноябре, но даже немного увеличила свой положительный наклон. Это указывает на то, что долгосрочная тенденция к повышению сохраняется на РТС и немного ускоряется. Тем временем, быстрая адаптивная линия тренда (ATL) продолжает двигаться вверх в тандеме с медленной ATL, но она стала немного замедляться, что сигнализирует о приближении её к своему локальному пику.

Медленный индикатор момента по-прежнему выглядят весьма побычи

Индикатор медленного момента в середине Илл. 102 продолжает формировать «плато» в области положительных значений с легким положительным наклоном, что подтверждает факт присутствия долгосрочной тенденции к повышению на российском рынке акций. Что касается быстрого момента, то он уже сформировал свой новый локальный максимум неделю назад и начал падать. Такая комбинация быстрого и медленного индикаторов момента может привести к быстрому и достаточно глубокому, но непродолжительному понижению индекса РТС в рамках среднесрочной технической коррекции на предшествующий рост.

Долгосрочный CWC формирует свой новый «гребень»

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) формирует свой новый локальный «гребень» в сильно перекупленной области, расположенной вблизи отметки «плюс два сигма». Это – дополнительный потенциально «медвежий» знак. Волатильность (переменная амплитуда) этого цикла остается на нормальном среднем уровне.

Сильный уровень сопротивления расположен вблизи 1 152**Уровни поддержки и сопротивления**

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл. 99 и 100. Сильный уровень сопротивления сейчас расположен вблизи 1,152. Сильная поддержка равна 950. Соответственно, это – верхняя и нижняя граница долгосрочного восходящего торгового канала, показанного на Илл. 100.

Потенциал роста и падения индекса РТС

С учетом вышеприведенных факторов мы делаем следующие выводы:

1. И краткосрочный и долгосрочный тренд на РТС в настоящее время восходящий, что указывает на сохраняющийся потенциал роста индекса.
2. С позиции технического анализа, «прорыв» выше предыдущего исторического максимума 1 052.73 расчистил путь к нашей новой долгосрочной технической цели 1 295.
3. Однако в среднесрочном плане есть вероятность, что индекс РТС еще раз опустится ниже психологической отметки 1 000 и протестирует уровень поддержки 950, прежде чем на рынке возобновится ралли, что создало бы еще лучшие возможности для долговременных покупок.

В среднесрочном плане на РТС могут ненадолго появиться еще лучшие возможности для долговременных покупок ниже 1 000

Мы поэтому рекомендуем **ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ**, разместив приказы на продажу (stop-sell) по 1 049 во избежание значительных потерь нереализованной прибыли.

Эта страница специально оставлена пустой

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

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

Аналитический отдел

Телефон/Факс
Начальник аналитического отдела, Телекоммуникации
Главный стратег
Нефтяная и газовая промышленность
Макроэкономика, банковский сектор
Телекоммуникации/Интернет
Металлургия, машиностроение
Потребительские товары
Энергетика
Государственные ценные бумаги
Технический анализ
Аналитическая поддержка российских клиентов
Группа переводчиков
Подготовка продуктов

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

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

Ринат Гайнуллин
Брэндан Франич, Дмитрий Таскин,
Светлана Ковальская, Элина Кулиева

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам

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

Адрес

Alfa Capital Markets (Лондон)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

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

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

(212) 421-8564/1-866-999-ALFA/(212) 421-8633
Гарольд Уоррен
Сабрина Риччи
540 Madison Avenue, 30th Floor
New York, NY 10022

© Альфа-Банк, 2005 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.