



Декабрь: могло быть и лучше

3 декабря 2003

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Выборы в Думу: речь теперь идет об экономике

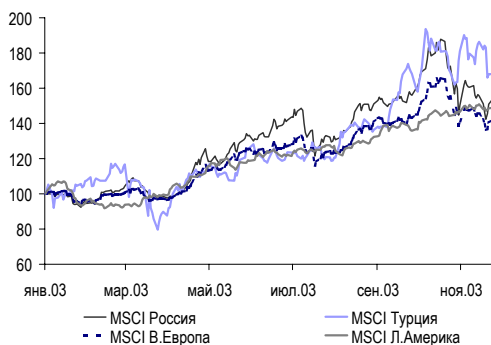
- В ноябре рынок акций бросало из стороны в сторону из-за слухов и опасений внезапного повышения налогов в нефтяном секторе и угроз отзыва лицензий у Юкоса. К концу месяца стало ясно, что отзыв лицензий маловероятен, но установившуюся тишину нарушило неожиданное заявление Сибнефти о том, что компания решила отложить завершение сделки по объединению с Юкосом. Осмысление результатов парламентских выборов и непонятное будущее объединенной компании Юкос-Сибнефть будут держать рынок в напряжении до конца года.
- К концу ноября рынок акций сумел вырасти на 10,1% от низшей точки, достигнутой 19 числа. В итоге за месяц индекс РТС вырос на 4,6%. Тем не менее, он все еще на 18% ниже исторического максимума (20 октября). По нашим оценкам, справедливый уровень индекса РТС составляет 595 пунктов, т.е. потенциал роста равен около 12,5%.
- Впервые от результатов выборов в Думу зависит, какой будет система управления экономикой. Это переход от этапа, для которого характерен диктат крупного бизнеса, к другому, предполагающему более четкое выстраивание интересов исполнительной власти и законодателей.
- В течение ближайших двух лет государство будет проводить более ярко выраженную интервенционную политику. Используя такие инструменты, как налоги, стабилизационный фонд и т.д., государство будет стараться реализовать свою концепцию экономического роста. Чтобы обеспечить эффективность такой работы и во избежание замедления поступательного движения из-за коррупции и бюрократических препон, Путину понадобится ускорить административную реформу и активизировать борьбу с коррупцией.
- Хорошо это или плохо, но привлекательность российских активов для инвесторов уже в скором времени будет во многом зависеть от результативности работы Путина как руководителя страны. В ближайшие два года инвесторам придется уповать в основном именно на это.

Портфельные рекомендации*

Газпром	Фокус на реформы и корпоративную реструктуризацию с потенциалом роста 40%
ВымпелКом Операторы фиксированной связи	Потенциал роста 15% в быстро растущей отрасли Сибирь Телеком, Южтелеком, МГТС и Ростелеком
Мегионнефтегаз Производители труб	Тема консолидации второго эшелона У ЧТПЗ и Выксунского заводов хороший потенциал роста

Прим.: * временной горизонт – 3-6 месяцев

Развивающиеся рынки



Источник: Bloomberg, РТС

Последние публикации

- AB-ICI октябрь: плюсы перевешивают минусы
Наталья Орлова Ноябрь 24, 2003
- Вымпелком: Динамичный рост числа абонентов – аргумент в пользу рекомендации ПОКУПАТЬ
Андрей Богданов, Елена Роговина Ноябрь 21, 2003
- ВымпелКом: Есть возможность «сыграть» на хорошем отчете за 3-й кв. 2003 г.
Андрей Богданов, Елена Роговина Ноябрь 20, 2003
- Индекс инвестиционной привлекательности
Крис Уицфер Ноябрь 17, 2003
- Кремль пытается минимизировать ущерб
Крис Уицфер Ноябрь 17, 2003
- «ДЕРЖАТЬ» акции – по результатам слабого отчета за 9 мес. 2003 г.,
Наталья Орлова Ноябрь 12, 2003
- Межрегиональные компании связи: выборочный подход
Андрей Богданов, Елена Роговина Ноябрь 10, 2003
- «Фокусы» переходного этапа
Крис Уицфер Октябрь 29, 2003
- Caveat venditor
Крис Уицфер Октябрь 28, 2003
- Сургутнефтегаз: Ожидание неожиданного
Мэтью Томас, Константин Резников, Анна Бутенко Октябрь 24, 2003

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

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Выборы в Думу: речь теперь идет об экономике.....	3
Динамика и оценка акций.....	11
Графики	14
Календарь событий.....	16
Экономика и политика.....	17
Новости компаний и отраслей.....	19
Нефть и газ	19
Энергетика	28
Телекомы	31
Металлургия.....	34
Машиностроение	39
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	41
Банковский сектор	43
Рынок облигаций	45
Технический анализ	47
Индекс РТС: отскок от локального дна.....	47



Кристофер Уифер
(7095) 970-5081

Выборы в Думу: речь теперь идет об экономике

- Итоги выборов 7 декабря определяют, сможет ли правительство продвигать программу реформ быстрее, чем оно это делало в последние два года. Это будет важно для определения инвестиционного климата в России на ближайшие годы.
- В течение ближайших двух лет государство будет проводить более выраженную интервенционную политику. Используя такие инструменты, как налоги, стабилизационный фонд и т.д., государство будет стараться навязать свою концепцию экономического роста. Чтобы обеспечить эффективность такой работы и во избежание замедления поступательного движения из-за коррупции и бюрократических препон, Путину понадобится ускорить административную реформу и активизировать борьбу с коррупцией.
- Хорошо это или плохо, но привлекательность российских активов для инвесторов уже в скором времени будет во многом зависеть от результативности работы Путина как руководителя страны. В ближайшие два года инвесторам придется уповать в основном именно на это.

Что такое «хороший результат»?

Самой большой удачей для прокремлевских партий было бы получение не менее 55% мест в Думе

Самой большой удачей для прокремлевских партий было бы получение не менее 55% мест в Думе (большинство, на практике обеспечивающее проведение законопроектов в парламенте). При таком числе голосов обеспечивается контроль над ключевыми комитетами и оперативное прохождение через Думу законодательных инициатив правительства. При нынешней ситуации, когда ни у одной отдельно взятой партии, нет явного большинства голосов, председателем думского комитета вполне может стать депутат от партии, имеющей в парламенте меньшинство. В этих условиях обеспечить быстрое прохождение законопроектов в Думе очень трудно. Если Единой России и другим прокремлевским партиям удастся получить требуемое большинство, то мы впервые получим комитеты, возглавляемые представителями думского большинства.

Во что инвестировать

Частные компании. Присутствие в отраслях, где правительством предполагается рост производства.

Газпром. Главный объект реформирования и реорганизации в 2004 г.: основным фактором роста его бумаг станет либерализация рынка акций компании (ММВБ) и официальное объявление сроков снятия ограничений на нерезидентские операции с акциями Газпрома.

Мобильные телекомы. Быстро развивающаяся отрасль с долгосрочным потенциалом роста.

Компании фиксированной связи. Реструктуризация и рост (в частности, компании Ростелеком).

Отечественные компании 2-го эшелона. Выборочно смогут воспользоваться прогрессом в деле реформ.

Сбербанк. Получает выгоды от реформ и становится более эффективным.

Нефтедобывающие компании 2-го эшелона. На 2004 г. намечена консолидация отрасли.

Нефтегазовая инфраструктура. Компании-производители труб.

Корпоративные облигации. Возможность наверстать отставание благодаря повышению суверенного рейтинга.

**Как вариант**

Норильский Никель. Может воспользоваться ростом мирового спроса на металлы, но рискует пострадать (хотя позднее, чем нефтяные компании) от мер по усилению налогообложения добывающих отраслей.

Следует избегать

Крупные нефтяные компании. Главный объект дополнительного налогообложения ради смены приоритетов с добывающих отраслей в пользу более широкой экономической базы. Пока ситуация не прояснится, компании остаются под риском, с точки зрения котировок и изменчивости настроения инвесторов.

Плохой результат?

Вариант «Состав Думы не меняется»

Состав Думы существенно не меняется либо коммунистический блок незначительно увеличивает свое представительство (что маловероятно).

Что на кону?

На кону возможность добиться ускорения реформ

Способность значительно (по сравнению с 2002-2003 гг.) ускорить ход реформ в экономике. Правительство Путина смогло бы начать реализовывать основные задачи своей экономической программы, чего оно настойчиво – хотя и безуспешно – добивалось с 2000 г. Принимая во внимание состав нынешней Думы, правительство до сих пор было вынуждено выносить на обсуждение парламента лишь отдельные законопроекты, оставляя «на потом» многие важные законы, обеспечивающие углубление и комплексность реформ.

Если Путин станет «статистом», процесс реформирования, в конечном счете, только выиграет

Если прокремлевским партиям удастся получить большинство в Думе и ее ключевых комитетах, тогда можно ожидать, что Путин в большинстве случаев будет играть роль «статиста», что, в конечном счете, благотворно скажется на процессе реформирования. С другой стороны, это означает, что инвесторы будут больше зависеть от действий и предпочтений одного человека – президента Путина.

Фактором, влиявшим на цены акций и облигаций в последние четыре года, оставался тот факт, что очень дешевые активы постепенно, по мере снижения инвестиционного риска, становились менее дешевыми. Инвестиционный риск снизился, так как высокие цены на сырье (плюс рост объемов экспорта) обеспечили приток существенных ликвидных средств, что позволило значительно улучшить финансовое положение в стране. Упрочение ее макроэкономических позиций сопровождалось улучшением корпоративного управления, началом интернационализации предприятий и экономики в целом, и сочеталось с обещаниями властей продолжить усилия по созданию в России привлекательного и устойчивого инвестиционного климата. Эта цель составляет суть экономического плана, последовательно проводимого Путиным и его командой.

Если главные экономические реформы будут и впредь тормозиться, как это было в последние два года, то инвестиционные условия на рынке облигаций станут лишь частью, хотя и надежной частью, общего пула долговых инструментов развивающихся экономик. Т.о., ситуация «лучше рынка» останется для России в прошлом, тогда как на рынке акций придется инвестировать очень избирательно, с учетом реструктуризации отдельных компаний, вместо того, чтобы вкладываться в целые отрасли, ориентированные на отечественный рынок.

Проблема?

В своем последнем обращении к обеим палатам парламента президент Путин сформулировал основную проблему. В этой речи он выразил неудовлетворение тем, как медленно принимаются законы, необходимые для поддержки реформ, что должно бы – теоретически – быть делом

сравнительно простым. По его мнению, причиной медленного процесса подготовки и обсуждения законопроектов в Думе стало противодействие со стороны бюрократов. Далее он уточнил, что бюрократы действуют нередко в интересах отдельных отраслей или компаний, пытающихся притормозить либо изменить в своих интересах внесенные законопроекты. Этот вопрос Путин еще раз поднял в ходе недавней встречи с лидерами бизнеса, которых он предостерег против своекорыстных попыток вмешиваться в экономическую политику правительства, вместо того, чтобы вносить конструктивный вклад в план широкого развития экономики.

Второй причиной торможения реформаторского законодательства стало отсутствие поддержки со стороны правых оппозиционных партий (Яблоко и СПС), а также часто неустойчивая поддержка со стороны центристов (Регионы России). Как представляется, правые оппозиционные партии не настроены против реформ (тогда как левые партии почти всегда «против») – и все же они заметно тормозят процесс реформ, пытаясь внести в них изменения в собственных целях.

Довольно часто противодействие и задержки случаются в различных думских комитетах, изучающих законопроекты прежде, чем они будут предложены к обсуждению в нижней палате.

Возможное решение?

По словам Путина, единственный способ обеспечить оперативное прохождение законопроектов в Думе – это получение поддержки со стороны законодателей, т.е. той же Думы. При нынешнем составе Думы сделать это не возможно.

Взаимоотношения между правительством и депутатами нужно изменить таким образом, чтобы законодательный процесс был более эффективным.

Пирамида власти

Механизм управления страной, унаследованный Путиным от своих предшественников, характеризуется тем, что экономическая политика и законотворческий процесс зачастую определяются не столько правительством, сколько влиянием, исходящим из иных сфер.

Илл. 1. Пирамида власти (сегодня)



Вот та система, в которой Путин видит причину «пробуксовывания» своих законодательных инициатив. Теперь он хочет перевернуть пирамиду следующим образом.

Главное – заручиться поддержкой Думы

Изменить взаимоотношения между правительством и законодателями

До сих пор экономическую политику определяли не те, кто по статусу должен это делать

Путин хочет ввести обратный порядок принятия решений



Илл. 2. Пирамида власти (желаемая)



Такой подход можно назвать умозрительным, но именно такая система необходима для изменения нынешней структуры управления экономикой.

Что из этого следует?

Имея большинство в Думе, можно начинать борьбу с коррупцией и бюрократией

В случае получения поддержки со стороны партии или блока большинства в Думе и, соответственно, контроля над ключевыми комитетами, у правительства появится возможность активизировать административную реформу и борьбу с коррупцией, результатом которой должно стать усиление роли исполнительной власти в системе управления экономикой страны.

Усиление роли государства в экономике породило сомнения в возможности эффективной реализации реформ

Понятно, что с помощью таких инструментов как налоги, стабилизационный фонд и пр. Путин намеревается углубить и расширить спектр реформ в экономике. Предвидя возможность усиления государственного вмешательства в процесс экономического развития, некоторые экономисты высказывают опасения, что реформа, реализация которой отдается на откуп чиновникам и коррупционерам, не принесет желаемого результата, что опорочит саму идею – перераспределить ресурсы, созданные главным двигателем экономического роста – природными богатствами страны.

Отныне инвесторам придется все больше уповать на результативность действий Путина

Хорошо это или плохо, но отныне инвесторам придется все больше уповать на результативность действий Путина и его правительства. Их расчет будет состоять в том, что Президенту и исполнительной власти удастся эффективно и быстро проводить реформы, одновременно добиваясь ослабления роли чиновников и успешно борясь с коррупцией.

Текущее положение

Надежные прокремлевские партии в нынешней Думе имеют лишь 32,9% голосов. Даже при поддержке центристских партий и «независимых» (что не всегда гарантировано) весь этот депутатский блок имеет лишь 47,7% голосов. Вот почему Путин выразил разочарование медленным темпом прохождения реформаторских законопроектов через нижнюю палату парламента (Думу).

Поскольку так много партий, в том числе и партии, имеющие менее 5% голосов, смогли обеспечить себе позиции в важных думских комитетах, законодательные инициативы часто бывали изначально заблокированы, нередко в интересах бизнеса и других лоббистских групп.

Политика Путина

Став Президентом РФ в январе 2000 г., Путин последовательно проводит в жизнь свои главные экономические цели. Эти цели заложены в план, разработанный в конце 1999 г. людьми, которых мы сейчас называем либеральными экономистами (такими, как министр экономики Герман Греф).



Этот план предусматривал безотлагательное (т.е. в 2000 г.) увеличение темпов роста экспорта сырья (особенно нефти), чтобы обеспечить стране денежные средства, которые позволили бы обслуживать внешний долг и финансировать бюджетные расходы, восстанавливая при этом финансовую стабильность.

Этому периоду должны были соответствовать политические усилия по устранению проблем, унаследованных от эпохи Ельцина (включая персоналии), а также препятствий на пути будущего роста экономики. При этом велась подготовка программы экономических и структурных реформ, которые должны были, в конечном счете, благоприятно сказаться на главных задачах экономического плана.

Эти главные задачи всегда формулировались следующим образом:

- Удвоение ВВП к 2010 г.
- Достижение соответствующих темпов роста путем поощрения развития секторов за пределами добывающих отраслей
- Обеспечение более благоприятного баланса факторов экономического роста
- Сдвиг приоритетов в пользу внутренних факторов развития экономики
- Оптимизация распределения национального богатства среди населения

Путин никогда не уклонялся от этих главных задач, и теперь достигнута точка смены экономических приоритетов, т.е. точка перехода от нефти и других природных ресурсов как факторов развития и благосостояния к системе, использующей накопленные богатства для финансирования главных экономических целей. Хотя в прошлом имели место попытки отклонить правительство от избранных приоритетов и изменить план развития экономики, все они получили отпор.

Помимо прочего, дело Ходорковского имеет отношение к строительству нефтепроводов, а конкретно – к проектам создания новых «ниток», которые, по его задумкам, должны были оставить Россию в зависимости от роста нефтяного экспорта, возможно, за счет других реформаторских приоритетов. Недавно Путин охарактеризовал усилия бизнесменов по продвижению собственной экономической повестки как продиктованные скорее корыстными целями, нежели соображениями общего блага. Амбициозная попытка Ходорковского внедрить в Думу и некоторые ее важные комитеты сильную лоббистскую группу явно подпадает под это определение.

Союз промышленников и предпринимателей (РСПП) продвигает в жизнь экономическую модель, которая – вместо того, чтобы излишне распылять стимулы роста экономики – предусматривает развитие нового кластера отраслей, в которых Россия имеет стратегическое преимущество. Речь идет о таких сферах, как аэрокосмическая и оборонная промышленность, тяжелое машиностроение и т.д., а также об отраслях, которые должны стать приоритетными как элементы отечественной экономической инфраструктуры (например, банковское дело и страхование).

В своем недавнем обращении к РСПП президент Путин ясно заявил, что экономические планы правительства пересмотрены не будут. Далее он отметил, что все успешные компании должны теперь не только вносить вклад в улучшение социального положения России, но и искать пути диверсификации своей деятельности и капиталовложений в целях ускорения роста отечественного сектора экономики. Это – новые дополнения к «правилам существования бизнеса в России», которые он сформулировал в 2000 г. (т.е. оставаться вне политики, платить налоги и действовать в рамках закона).

**Что это значит для инвестиционного сообщества**

Довольно часто приводится высказывание Путина о том, что одним из ключевых элементов в усилиях по достижению главных экономических задач является создание «привлекательного инвестиционного климата в России», что предусматривает получение инвестиционного статуса и увеличение притока капиталовложений (как прямых иностранных, так и репатриированных инвестиций) в целях финансирования планируемого роста. Инвестиционный рейтинг был получен, и репатриированные инвестиции уже поступали в страну, как вдруг началось расследование по делу группы Менапеп. Чтобы реализовать смелый экономический план Путина, восстановление этого «привлекательного инвестиционного климата в России» должно начаться сразу же после выборов.

Илл. 3 позволяет рассмотреть первый и (весьма вероятный) второй президентский срок Путина, разбитый на четыре части (по два года). Для каждой из частей можно усмотреть ряд отчетливых правительственных приоритетов, а также ряд их последствий, с точки зрения интересов инвесторов. Правая колонка показывает, какие именно инвестиционные решения, оптимально учитывающие эти приоритеты, в истекший период оказались самыми эффективными, и – предположительно – наиболее выгодные капиталовложения на следующие два года, если Путину удастся получить необходимую поддержку в Думе для продвижения ключевых реформ.

Илл. 3. Меняющиеся приоритеты Путина

Период	Приоритет	Инвестиционные условия	Объект инвестиций
2000-2001 гг.	Обеспечение надежности экономики	Дешевые активы	Акции «голубых фишек»
	Устранение препятствий	Снижение риска	Суверенные облигации
2002-2003 гг.	Подготовка к изменениям	Дешевые активы	Крупные нефтяные компании
	Интернационализация	Снижение риска	Телекоммуникационные компании
	Изменение отношений Установление контроля	Корпоративное управление Сокращение числа ценных бумаг в обращении	«Голубые фишки» Суверенные облигации
2004-2005 гг.	Продвижение реформ	Частные компании	Акции компаний второго эшелона
	Роль государства в экономике	Компании, ориентированные на внутренний рынок	Отечественные «голубые фишки»
	В.Т.О.	Газпром	Газпром Корпоративные облигации
2006-2007 гг.	Политические перемены Передача власти	Поток новых размещений на бирже Значительный приток прямых зарубежных и репатриированных инвестиций	Все активы

Источник: оценка Альфа-Банка

В ближайшие два года основным приоритетом – помимо упора на реформы и продолжения переговоров о вступлении России в ВТО (что возможно осенью 2005 г.) – станет государственное вмешательство в экономику. Цель – изъятие части ресурсов из добывающих отраслей, обеспечивающих приток денежных средств, и использование таковых для поощрения роста предприятий малого и среднего бизнеса, а также секторов, ориентированных на внутренний рынок в целом.

Путин и Греф последовательно утверждают, что одним из препятствий на пути их реформаторских усилий остается слабая политическая и общественная поддержка часто спорных и (в краткосрочной перспективе) болезненных изменений. Сюда же следует отнести тот факт, что рост экспортной выручки продолжается быстрыми темпами. Действительно, «от добра добра не ищут», не так ли? Преодолеть такое отношение оба они считают столь же важным делом, как и получить большую поддержку



в Думе – иначе попытка достичь экономического роста на более широкой основе окажется безуспешной.

Расследование дел нефтяных компаний, предпринятое Министерством по налогам и сборам, начато не по злему умыслу, а по инициативе Министерства экономики и Министерства финансов. Все очень просто: бюджету необходимы деньги, чтобы финансовые стимулы стали доступны другим отраслям. Выявление и закрытие различных лазеек, позволяющих нефтяным компаниям на законных основаниях сокращать налоговые обязательства, является для правительства приоритетом. Маловероятно, что дело этим ограничится: ранее в этом году министр экономики Греф официально заявил, что в отношении нефтяных компаний может быть введен краткосрочный налог на непредвиденную прибыль – как вклад в усилия по финансированию финансовых стимулов, необходимых для поощрения роста в других отраслях.

Недавно Путин заявил, что стране «нельзя позволить уснуть под теплым нефтяным одеялом». Представляется очевидным, что правительство будет «притормаживать» строительство новых нефтепроводов, чтобы создать «период открытых возможностей», когда нефтяные компании не смогут наращивать добычу нефти быстрыми темпами (поскольку у них не будет способов поставлять ее на рынок). Таким образом, их капитальные затраты сократятся, что даст Министерству финансов возможность временно ввести дополнительный налог.

Всем известно заявление Путина о том, что Россия, – если даже успешно достигнет поставленных целей, – сможет догнать лишь самую бедную европейскую страну, Португалию, не ранее 2015 г. или 2020 г. Один из нефтяных олигархов попытался изменить эту политику – с тем, чтобы Россия вместо этого догоняла Венесуэлу. Теперь этот олигарх в тюрьме, и становится ясно, что правительство Путина хочет догнать Португалию,

Основные задачи в области реформирования экономики

Основные задачи правительства в области реформирования экономики на ближайшие два года были недавно озвучены Германом Грефом. Речь идет о реформах, которые должны стать базисом реализации основных экономических задач:

Управление. Засилье бюрократии чаще всего называют одной из причин, препятствующих росту предприятий и способствующих сохранению сильной коррумпированности экономики (10% ВВП). Правительство намерено снизить степень бюрократизации экономики и отменить положения, препятствующие росту промышленности.

Глубокие структурные реформы. Основа долгосрочного экономического планирования.

Развитие малого и среднего бизнеса. Устранить препятствия для роста (бюрократия) и создать инвестиционные стимулы

Юридическая и правовая система. Важная составляющая «благоприятного инвестиционного климата», о котором говорил Путин. Права собственности и обеспечение компенсации ущерба.

Образование. Высокий образовательный уровень рабочей силы – одно из очевидных преимуществ России, но последние 10 лет этот уровень снижается. Если его не восстановить, темпы экономического роста будут падать

ЖКХ. Состояние этой отрасли отражает жизненный уровень населения, на улучшение которого (судя по результатам социологических опросов) люди надеются. При этом население выражает недовольство медленным ходом преобразований в этой сфере



Финансовая инфраструктура. Банковская система и страхование – две важнейшие сферы экономики. Долговое финансирование стимулирует развитие промышленности, а кредиты поддерживают стабильность национальной экономики.

Армия. Явно нуждается в обновлении и реформировании

Вступление в ВТО. Продолжающаяся интернационализация экономики с ориентацией на стимулирование притока в нее инвестиций – важная часть экономической программы правительства. Выполнение требований, обязательных для членов ВТО, также поможет Путину активизировать реформы (хотя процесс адаптации к новым требованиям может растянуться на несколько лет).



Динамика и оценка акций

Илл. 4. Динамика АДР, с начала месяца, на 26 ноября 2003 г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение за месяц %	Изменение с начала года \$	За 52 недели	
							Максимум \$	Минимум \$
Нефть и Газ								
Газпром	114A, REG S	10 в 1	1,4	24,1	0,2	103,8	28,5	10,0
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	82,8	0,6	37,3	98,0	54,5
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	22,5	8,4	5,6	32,7	17,9
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	24,3	0,0	52,5	31,5	14,3
Татнефть	2	20 в 1	25,0	20,7	-1,2	36,5	27,2	14,2
Юкос	1	4 в 1	20,0	46,3	-1,1	24,8	68,5	33,3
Энергетика								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	5,6	-6,5	124,4	6,3	2,5
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	42,8	0,0	71,4	47,0	22,0
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	6,6	-4,2	116,1	8,1	2,7
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	23,5	-6,9	93,4	34,3	10,7
Телекоммуникации								
ВымпелКом	3	3 в 4	Н/Д	67,7	4,0	111,5	70,3	30,0
Голден Телеком	3	1 в 1	Н/Д	28,4	9,7	124,4	33,5	12,0
МТС	3	20 в 1	17,0	80,8	4,2	117,4	87,5	33,3
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	7,1	-29,4	9,1	10,0	5,0
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	8,5	4,8	0,0	66,0	25,0	1,6
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	11,6	1,6	62,9	13,2	6,6
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	6,2	-1,9	121,3	6,7	2,1
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	4,2	-9,1	16,7	4,8	2,4
Прочие сектора								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	52,3	2,5	158,9	65,5	18,3
ОМЗ	144A, REG S	1 в 1	16,3	7,0	-5,6	11,3	7,9	4,5
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,8	-1,8	3,2	5,1	2,5
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	18,8	-0,6	4,8	22,8	16,0
Сан Интербрю В	144A, REG S	1 в 1	32,0	7,1	17,6	42,9	7,2	2,9

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 5. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 26 ноября 2003 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2002	2003П	2002	2003П			
Нефть и Газ														
Газпром	1,262	-5	64	1,458	0,663	32,9	33 802	29,7	3,6	6,3	3,5	1,770	40	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	21,7	2	39	24,1	13,77	5,5	18 457	9,7	6,8	5,7	5,3	24,9	15	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	2,44	1	9	3,3	1,83	0,4	11 569	10,0	5,7	7,3	5,4	2,67	9	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,5265	-1	64	0,598	0,29	1,6	21 390	11,4	10,1	3,2	2,8	0,55	4	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1,058	-3	38	1,355	0,721	0,3	2 387	4,7	4,2	4,2	2,8	1	-5	ДЕРЖАТЬ
Юкос	12,11	-4	31	15,97	8,45	3,5	32 703	7,9	5,8	6,4	4,8	13	7	ДЕРЖАТЬ
Petrobras	24,2	6	35	25,7	12,6	7,4	25 740	9,6	4,3	6,8	3,5			
PetroChina	0,4	0	82	0,4	0,2	28,7	63 933	11,7	7,7	5,4	4,2			
Sinorec	0,3	-10	77	0,3	0,2	19,8	38 052	13,6	9,6	8,4	6,7			
Среднее								11,6	7,2	6,8	4,8			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,105	-7	31	0,1265	0,072	0,0	501	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,570	-2	104	0,615	0,265	0,0	437	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,065	-9	99	0,082	0,031	0,3	1 826	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,264	-3	101	0,340	0,108	4,8	10 815	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
CEZ	4,3	0	22	4,5	3,0	3,3	2 074	6,5	3,6	3,6	3,9			
Sopel	2,5	2	-10	4,6	2,0	0,2	771	Н/З	9,7	8,9	3,2			
Eletrobras	8,3	1	0	11,3	5,0	1,2	4 469	11,5	4,0	3,8	6,0			
Среднее								3,7	5,7	5,4	4,4			
Телекомы														
МГТС	11,1	0	73	11,8	6,2	0,0	1 003	18,3	11,2	5,4	4,3	14,0	26	ПОКУПАТЬ
TeleSP	13,7	6	18	14,5	9,7	3,5	6 262	15,8	10,3	4,6	5,3			
Tele Norte Leste	10,6	-4	58	12,2	5,6	3,6	4 948	41,8	27,7	4,3	4,3			
Среднее								28,8	19,0	4,5	4,8			
Ростелеком	1,925	-1	57	2,180	1,122	1,1	1 704	50,3	19,9	4,4	4,0	2,40	25	ПОКУПАТЬ
Indosat	1,34	2	24	1,53	0,84	Н/Д	1 398	12,2	10,9	5,0	4,1			
Embratel	4,77	76	235	4,96	1,10	2,9	1 347	Н/З	Н/З	6,1	5,8			
Среднее								12,2	10,9	5,5	4,9			
ВымпелКом	67,7	4	112	70,3	30,0	32,0	3 641	28,1	15,6	13,1	7,8	31,0	16,7	ПОКУПАТЬ
МТС	80,8	4	117	87,5	33,3	25,2	8 048	29,0	13,7	13,1	6,5	87,0	8	ДЕРЖАТЬ
Turkcell	12,790	15	74	12,850	6,500	0,5	1 057	27,1	20,3	7,0	6,1			
Mobinil	17,5	-13	122	21,0	7,3	Н/Д	1 740	15,3	13,8	6,4	7,2			
Среднее								15,3	17,1	6,7	7,2			
Голден Телеком	28,4	10	124	33,5	12,0	3,3	979	32,9	17,8	15,6	7,8	31,0	9	ПОКУПАТЬ
Netia	1,1	-8	12	1,6	0,8	1,3	405	Н/З	Н/З	Н/З	5,5			
Металлургия														
Норильский Никель	56,8	5	180	65,0	18,8	0,8	12 139	38,5	9,1	10,3	5,2	68,0	20	ПОКУПАТЬ
Ampplats	42,2	-8	-14	55,9	30,1	0,3	9 092	10,1	9,5	5,8	5,0			
Inco	33,0	16	29	34,7	18,8	1,1	6 072	Н/З	27,0	14,4	11,4			
Implats	91,0	-8	7	101,2	53,9	0,2	6 062	8,5	11,0	6,7	6,1			
Среднее								9,3	15,8	10,1	8,2			
Северсталь	108,5	-6	118	125,0	47,0	0,1	2 395	13,5	6,0	5,4	3,4	162,0	49	ПОКУПАТЬ
China Steel	0,8	0	43	0,8	0,5	69,6	7 542	16,8	13,7	8,3	6,1			
POSCO	117,2	2	19	128,8	75,6	Н/Д	10 427	10,6	9,1	4,5	4,6			
Среднее								13,7	11,4	6,4	5,3			
Продукты														
Балтика	12,4	-4	-5	13,8	11,9	0,0	1 447	10,6	10,6	6,5	6,0	14,4	17	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	7,1	18	43	7,2	2,9	0,0	778	Н/З	20,8	13,3	9,9	8,9	25	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	18,8	-0,6	4,8	22,8	16,0	0,5	827,6	23,2	20,3	10,6	9,4	Н/Д	Н/Д	ПЕРЕСМОТР
Okosit	5,7	-9	73	6,8	2,9	0,0	164	230,0	Н/З	11,8	14,5			
Grupo Modelo-C	2,4	-3	6	2,5	1,9	1,4	7 762	20,8	17,9	8,0	7,3			
Среднее								125,4	17,9	9,9	10,9			
Торговля														
ГУМ	1,87	25	25	2,30	1,31	0,0	112	12,4	10,1	6,3	5,4	2,10	12	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	4,3	-3	35	5,2	3,1	0,0	371	21,6	21,9	17,5	16,1			
Matahari Putra Prima	59,3	0	1	73,4	42,3	3,9	160	13,0	11,4	5,3	4,2			
Среднее								17,3	16,7	11,4	10,2			
Машиностроение														
ОМЗ	7,2	-5	24	9,2	5,3	0,0	253	6,5	19,4	7,2	6,7	9,5	33	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	30,8	10	95	36,4	13,2	1,1	2 344	8,0	7,0	6,5	5,9			
Atlas Copco	31,3	2	22	31,9	22,9	1,6	8 093	17,3	17,7	8,9	8,2			
Среднее								17,3	12,3	7,7	7,0			

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

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка



Илл. 6. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 26 ноября 2003 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2002	2003П	2002П	2003П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	11,5	-12	32	14,8	8,125	7,6	1 375	89,5	68,8	9,9	15,2	20,8	81	ПОКУПАТЬ
Башнефть	3,5	-3	36	4,53	2,58	9,2	646	3,5	7,2	1,7	3,3	3,5	0	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	1,78	2	63	2,14	1,01	0,9	178	7,7	4,8	5,8	4,6	1,81	2	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,252	-10	87	0,370	0,125	27,6	262	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,270	0	23	0,300	0,190	3,2	161	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	3,70	0	51	4,5	2,1	10,9	66	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,55	0	182	0,550	0,172	60,1	333	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	9,55	0	151	11,3	2,1	0,0	129	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	3,45	0	60	4,25	1,75	17,8	125	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,034	0	66	0,034	0,018	16,9	106	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,068	0	108	0,074	0,033	19,7	237	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,3	0	40	0,3	0,162	24,1	157	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,033	0	195	0,0325	0,011	0,7	151	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Башинформсвязь	0,095	-4	106	0,099	0,0462	7,9	92	4,6	31,9	5,3	3,5	0,09	-8	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	2,355	0	86	2,69	1,09	67,3	692	26,2	12,6	4,8	4,0	2,9	23	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,38	-10	0	0,5	0,345	25,2	332	22,9	6,7	3,8	2,5	0,46	21	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,03	0	17	0,04	0,02	30,17	446	20,3	5,4	3,6	2,1	0,046	51	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,032	-1	137	0,038	0,013	58,3	1 017	33,8	17,2	7,4	4,3	0,036	14	ДЕРЖАТЬ
Центр Телеком	0,303	-5	13	0,357	0,236	84,3	593	18,7	10,0	3,8	2,4	0,37	22	ДЕРЖАТЬ
Юж Телеком	0,091	0	26	0,103	0,07	70,3	337	10,6	8,3	2,5	1,7	0,13	43	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	21,95	-9	1	30,25	19,15	163,9	671	14,1	18,6	2,8	3,1	27,1	23	ПОКУПАТЬ
ГАЗ	24	-14	54	30,5	14	37,3	132	15,9	2,7	4,2	3,1	17	-29	ПРОДАВАТЬ
Сбербанк	249,9	-5	31	303	188,5	233,5	4 933	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	300	20	ДЕРЖАТЬ
Челябинский трубный 3-д	0,235	-6	161	0,31	0,09	6,2	111	14,1	7,8	4,9	3,7	0,37	57	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

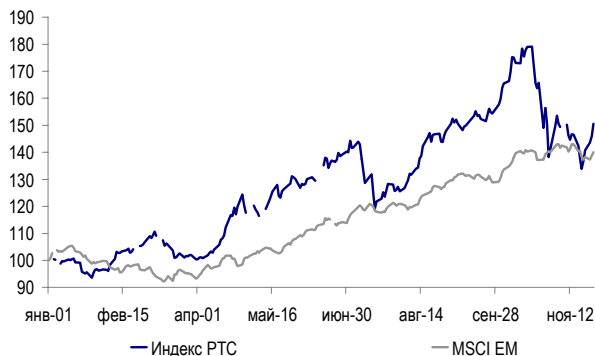
Илл. 7. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 26 ноября 2003 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2002 \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Транснефть	525	7	52	597	340	279,8	Н/Д	27,57	5	490	-7	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,335	-1	33	0,390	0,205	285,2	36	0,0031	1	0,35	4	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,555	-4	23	0,740	0,435	8,1	48	0,0319	6	0,60	8	ДЕРЖАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,240	7	130	0,313	0,091	152,8	9	0,0050	2	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,240	-1	56	1,480	0,750	68,9	36	0,0267	2	1,70	37	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Графики

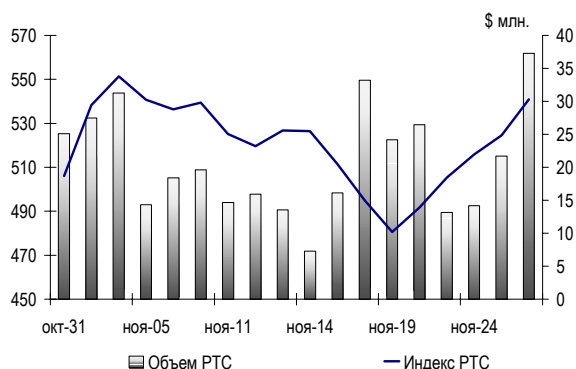
Илл. 8. РТС и индекс MSCI EM, с начала года



Источники: РТС, Рейтер

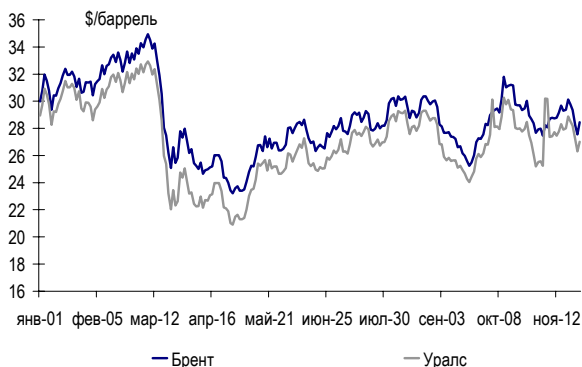
- В ноябре индекс РТС повысился на 7% на фоне среднего объема \$21 млн.

Илл. 9. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

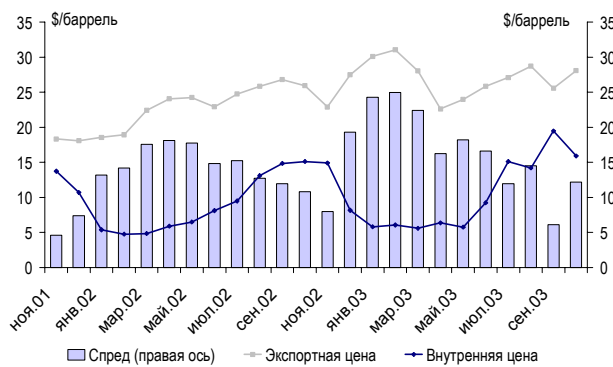
Илл. 10. Динамика цен на нефть, с начала года



Источник: Блумберг

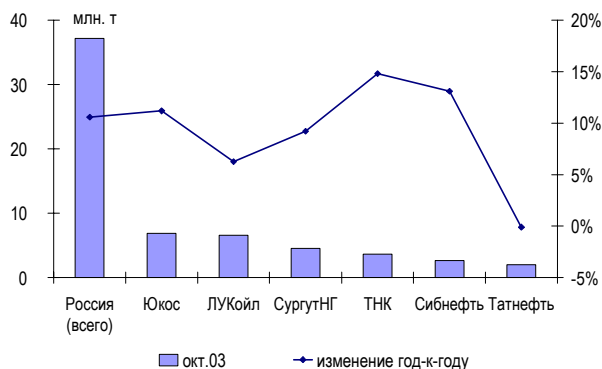
- Цена на нефть в конце месяца снизилась из-за перепроизводства ОПЕК и тёплой погоды в США
- Внутренние цены возобновили тренд сезонного снижения, снизившись в октябре на 18% до \$15,9/барр.

Илл. 11. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2003



Источник: Министерство энергетики

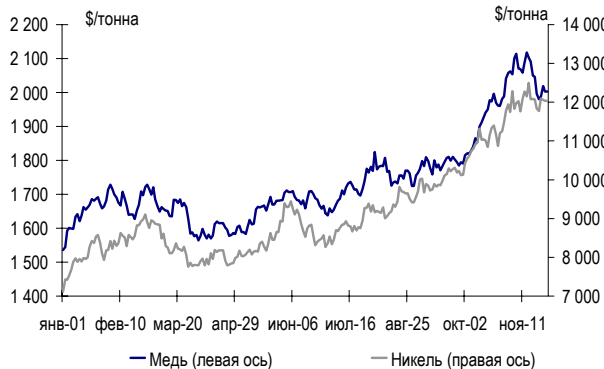
Илл. 12. Добыча нефти компаниями, октябрь 2003 г.



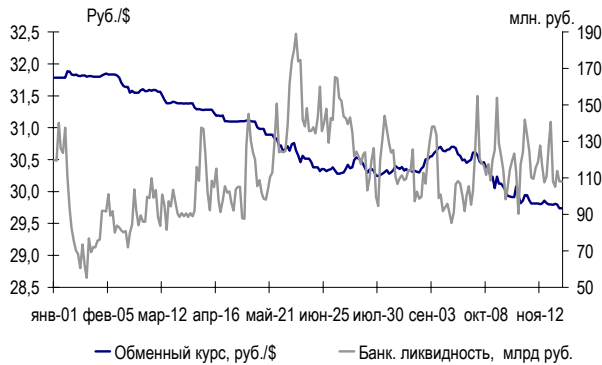
Источник: Министерство энергетики

- Добыча нефти в октябре выросла на 11% год-к-году, за весь год она должна достичь 8,4 млн. б/с
- После ралли в октябре, цена никеля в ноябре не изменилась, а цена меди снизилась на 3%

Илл. 13. Цены на медь и никель, с начала года

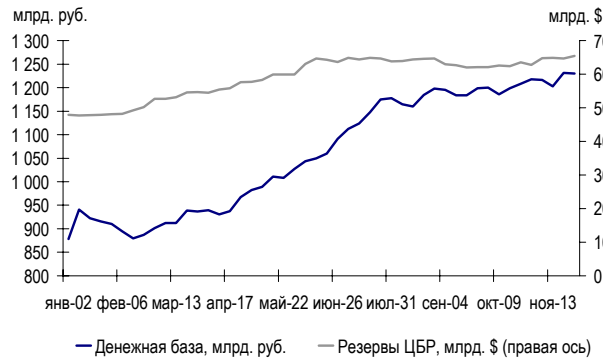


Источник: Блумберг

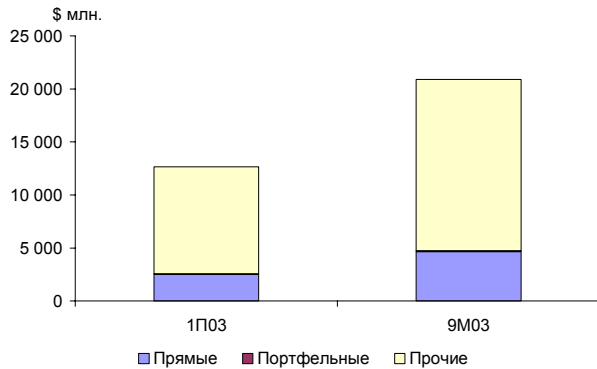
Илл. 14. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Желание ЦБР удержать инфляцию в намеченных пределах стабилизировало курс доллара
- Быстрый рост запасов, наблюдаемый в 2002-1П03, замедлился

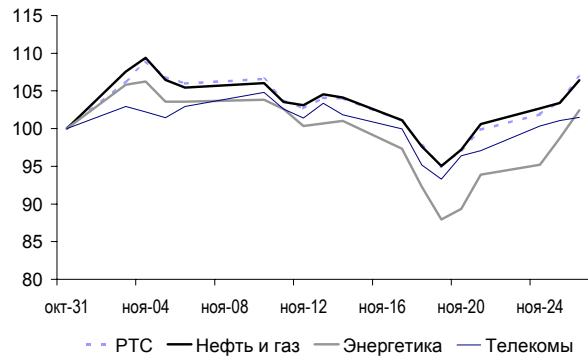
Илл. 15. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года


Источник: ЦБР

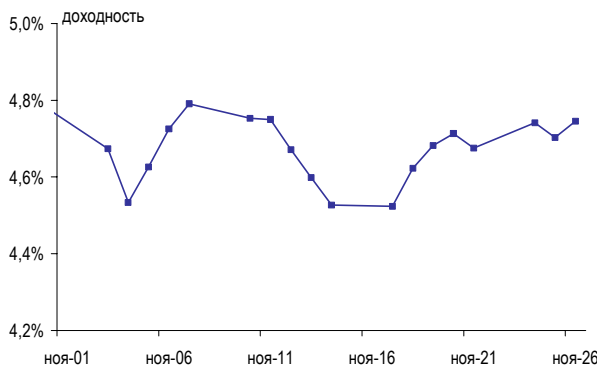
Илл. 16. Иностраннные инвестиции, 1П03-9М03


Источник: Госкомстат

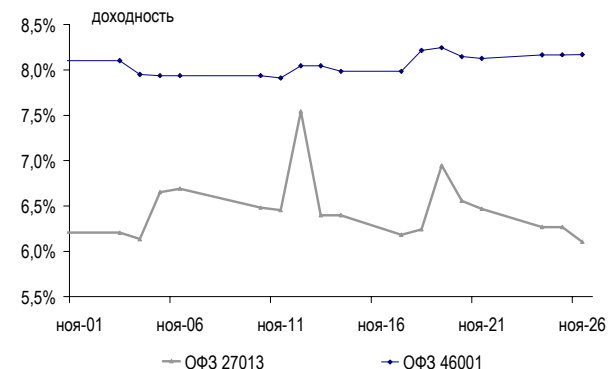
- Рост прямых инвестиций с \$1,5 млрд. в 2Кв03 до \$2,1 в 3Кв03 — лучше, чем ожидалось
- Телекомы и энергетика отставали в ноябре в движении от индекса РТС

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


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 18. Динамика Евро-07, с начала месяца


Источник: Рейтер

Илл. 19. Динамика ОФЗ 27013–46001, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Российский рынок долговых обязательств был в ноябре волатильным
- Инвесторы сконцентрировались на амортизируемых выпусках. ОФЗ 45001 и 46002 активно продавались перед аукционами 19 ноября, обеспечив привлекательную доходность в ходе размещения дополнительных траншей

**Календарь событий****Илл. 20. Календарь корпоративных событий**

Дата	Компания / Сектор	Событие
4 декабря	Нефть	Собрание ОПЕК
24 декабря	Славнефть	Внеочередное собрание акционеров для утверждения \$122 промежуточных дивидендов
В течение месяца	УАЗ	Результаты за 1П03 по МСФО
В течение месяца	ЗМЗ	Результаты за 1П03 по МСФО
В течение месяца	Северсталь-Авто	Результаты за 1П03 по МСФО
В течение месяца	Сибнефть	Ожидается, что Юкос предложит выкуп/обмен миноритарным акционерам Сибнефти

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Инфляцию по итогам 2003 г., видимо, удастся удержать в рамках правительственного прогноза (12%), несмотря на 30%-ную индексацию зарплат

В 2004 г. ЦБ будет стимулировать ликвидность банковской системы, но при этом постарается сдерживать рост денежной базы

Замедление роста инфляции может привести к повышению номинального курса рубля на 3-6%

В ноябре внимание экономистов было в основном сосредоточено на инфляционных факторах и способности ЦБ РФ/Правительства удержать инфляцию на заданном 12%-ном уровне. Инфляционные ожидания усилились в связи с тем, что 30%-ная индексация зарплат госслужащих, проведенная в октябре, может привести к повышению правительственного прогноза по инфляции на конец года примерно на 2%. Правильнее, по-видимому, было бы поставить вопрос так: когда именно инфляционное давление трансформируется в рост цен. Поскольку в октябре инфляция составила 1%, а за первые две декады ноября 0,5%, на этот вопрос возможен следующий ответ: ускорения инфляции надо ожидать в начале 2004 г.

В 2004 г. правительство намерено ввести две антиинфляционные меры. Во-первых, это, естественно, стабилизационный фонд, размер которого в будущем году должен достичь как минимум \$2,7 млрд. Кроме того, Закон о бюджете на 2004 г. предусматривает введение спецсчетов по НДС. Последнее нововведение должно привести к сокращению ликвидности примерно на \$3 млрд. Для предотвращения возможных негативных последствий указанных выше мер (через механизм процентных ставок) правительство намерено снять ряд ограничений с тем, чтобы повысить ликвидность в банковской системы. Во-первых, ЦБ намерен рассмотреть вопрос о снижении размера фонда обязательного резервирования, который в настоящее время составляет \$5 млрд. Во-вторых, недавно принятое Центробанком решение разрешить регионам-донорам держать средства на депозитах в коммерческих банках может дать банковской системе еще \$1,5 млрд (в настоящее время эта сумма находится на счетах в Казначействе). Т.о., конечным результатом станет замедление темпов роста денежной базы при сохранении прежних темпов роста денежной массы.

Руководство ЦБ заявляет, что основной своей задачей в 2004 г. считает снижение инфляции. По оценке ЦБ, сокращение темпов роста последней с 12% до 10% при условии неизменности остальных макроэкономических параметров приведет к росту номинального курса рубля примерно на 3-6%. Это означает, что российским предприятиям-производителям по-прежнему угрожает 15%-ный рост реального обменного курса. Примечательно, что главными оппонентами политики, направленной на повышение номинального курса, были нефтяные компании, поскольку такая политика ведет к сокращению рентабельности. Теперь же, когда давление со стороны нефтяного лобби явно слабеют, ориентация на сильный рубль может стать «новым словом» в экономической политике, особенно если учесть, что президент Путин поддерживает идею конвертируемости рубля.

Илл. 21. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003П
На декабрь							
Инфляция, %	1	11,5	1,2	1,6	1,5	1,4	1,1
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	6	20,7	27	28,2	30,14	31,78	29,8
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28	36,6	47,7	66,5

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка



Илл. 22. Основные события

Дата	Событие
3 ноября	S&P подтвердило рейтинг РФ по обязательствам в иностранной валюте на уровне «ВВ». Согласно S&P, долгосрочные кредитные рейтинги РФ по обязательствам в иностранной и национальной валюте составляют «ВВ» и «ВВ+» соответственно. S&P также подтвердило краткосрочные кредитные рейтинги России на уровне «В». Прогноз долгосрочных рейтингов остается стабильным.
6 ноября	Дума отложит одобрение страхования депозитов с ноября до весны 2004, так как перед вторым чтением не было достигнуто соглашение между Министерством Экономического развития и торговли, ЦБР и банковским сообществом. Представители власти теперь говорят о 2009 годе в качестве крайнего срока для Сбербанка для присоединения к страховой схеме. Несмотря на то, что закон был одобрен в первом чтении в сентябре, это не говорит о едином мнении относительно страхования депозитов между различными группами интересов. Скорее, одобрение сыграло важную роль в увеличении рейтинга агентством Moody's, так как закон дал почву для агентства говорить о прогрессе в отношении банковских реформ.
14 ноября	Показатель промышленного роста не изменился по сравнению с данными за первое полугодие текущего года. Высокий показатель роста производства в промышленности будет способствовать более высокому экономическому росту в стране. Если в 2002 г рост ВВП в РФ составил 4,3% по сравнению со всего лишь 3,7% промышленного роста, в этом году рост ВВП будет ниже темпов роста промпроизводства примерно на 0,3 п.п. Это означает, что основным фактором роста российской экономики в текущем году являются высокие цены в нефтегазовом секторе и их влияние на другие сектора экономики ограничено. В частности, темпы прироста производства продукции в топливно-энергетическом секторе по-прежнему опережают средний показатель и составляют порядка 9-10%. Таким образом, в текущем году мы оцениваем рост ВВП на уровне 6%.
17 ноября	По данным Госкомстата, объем иностранных инвестиций в январе-сентябре 2003 г достиг \$20,9 млрд, из которых \$4,7 млрд пришлось на прямые иностранные инвестиции. Накопленный иностранный капитал по состоянию на конец сентября текущего года составил \$53,6 млрд, что на 34,7% выше по сравнению с тем же периодом 2002 г. Позитивным фактором стала динамика прямых иностранных инвестиций: рост этого показателя за 9 месяцев текущего года достиг 77%, в то время как доля в накопленном иностранном капитале практически не изменилась и осталась на уровне около 50%. Такая динамика является благоприятной новостью особенно на фоне опасений ухудшения инвестиционного климата в результате политической нестабильности. Объем прямых инвестиций в промышленность за 9 месяцев текущего года составил \$2,2 млрд, более половины которого обеспечили инвестиции в топливный сектор. Рост вложений в топливную промышленность объясняется высокими ценами на нефть и финансированием инвестиционных программ нефтяными компаниями. Однако показатели III квартала не отразили денежных потоков в масштабе сделки ВР-ТНК (\$6,3 млрд). Очевидно, эта сумма будет включена в годовую оценку данного показателя. Динамика иностранных инвестиций в IV квартале будет важна и с другой точки зрения. Данные за 9 месяцев 2003 г не позволяют судить о степени влияния событий вокруг ЮКОСа на оценку инвестиционного климата в РФ иностранными инвесторами.
17 ноября	Рейтинг, присвоенный еврооблигациям ВТБ, находится на уровне самого эмитента и соответствует суверенному уровню рейтинга. Ранее (14 ноября) агентство Moody's присвоило планируемому выпуску рейтинг на одну ступень выше – «Ваа3», что также соответствует суверенному рейтингу, однако находится на одну ступень выше рейтинга ВТБ.
18 ноября	Дума одобрила во всех трех чтениях снятие 90% потолка для экспортных пошлин на нефтепродукты (потолок был привязан к экспортным пошлинам на нефть). Изменения должны вступить в силу после одобрения Советом Федерации и подписи Путина, означая что, скорее всего, они вступят в силу с 1 января 2004 года. Потолок в 90% вступил в силу с 1 января 2003 года после лоббирования нефтяными компаниями. До этого размер пошлин регулировался исключительно государством, которое корректировало их, принимая во внимание сезонные изменения внутреннего спроса (пошлины на мазут поднимались в периоды отопительного сезона, в то время как пошлины на дизель поднимались во время теплых месяцев). В 2001-2002 пошлины на бензин и дизель составляли около 133%-153% от пошлин на нефть, а пошлины на мазут составляли 77%-84%.
18 ноября	Российское правительство приняло решение перенести на 1 января 2004 г. аннулирование налоговых льгот, выдаваемых правительствами регионов зарегистрированным там компаниям. Этот больной вопрос давно обсуждался федеральными и региональными правительствами. Ранее они намеревались отменить эти налоговые льготы позднее – насколько мы понимаем, не ранее 1 июля 2004 г. Эти зоны «налоговых оффшоров» были расположены на Чукотке, в Калмыкии и Мордовии и наиболее активно использовались Юкосом и Сибнефтью, которым удалось сократить эффективную ставку налога в 2002 г. примерно до 12% и даже до 4,8% Сибнефтью в 1П03 против 24% ставкой установленной в законе. В противоположность, эффективная ставка налогообложения ЛУКойла в 2002г. составила около 28% (скорректировано на разовые платежи). Хотя эта история добавляет негатива к новостному потоку, окружающему компании, представляя продолжение атак на них, она не меняет наших оценок компаний

Источник: оценки Альфа-Банка



Новости компаний и отраслей

Метью Томас

(44 20) 7382-4184

Анна Бутенко

(7 095) 795-3745

Нефть и газ

Сообщение о том, что сделка по слиянию Юкоса и Сибнефти приостановлена, прозвучало как гром среди ясного неба в последний рабочий день ноября. Первое заявление, сделанное Сибнефтью, породило самые фантастические предположения относительно того, что на самом деле может скрываться за словами «сделка остановлена». Ситуация стала еще более туманной после того, как акционеры Юкоса проголосовали «против» и «воздержались» по двум вопросам, непосредственно связанным со слиянием: выборы нового состава совета директоров и внесение изменений в устав компании. В чем дело? Неужели Сибнефть решила выйти из игры? Может быть, она хочет играть большую роль в объединенной компании? Или дело просто в том, что сейчас не самое подходящее время заниматься практическими вопросами, связанными с объединением?

Мы полагаем, что дальнейшие события могут развиваться по одному из перечисленных ниже сценариев. В декабре инвесторам следует, как и прежде, тщательно продумывать свои действия в отношении акций обеих компаний.

Сценарий 1: Компании просто договорились отложить на некоторое время работу по объединению своих производственных структур.

Мы, возможно, знаем не все, однако это первое, что приходит на ум. Было бы вполне естественно учесть явные негативные последствия продолжающегося «копания» под компанию Михаила Ходорковского по т.н. делам об уклонении от уплаты налогов и нарушении условий лицензионных соглашений, а также общую политическую неопределенность, в которой сейчас пребывает Юкос. Аргументом в пользу такого вывода может служить тот факт, что Юкос уже владеет 92% акций Сибнефти, и что положительное решение МАПа и документы о регистрации сделок с акциями уже на руках. В такой ситуации «останавливать» поглощение одной компании другой, по-видимому, уже поздно. К сожалению, в отсутствие четкого заявления по этому поводу со стороны и одной и другой компании и учитывая неразбериху, возникшую непосредственно после сообщения о приостановке слияния, логично предположить, что в дальнейшем события могут получить самое неожиданное развитие.

Сценарий 2: Сибнефть хочет увеличить влияние или размер своего пакета в объединенной компании.

Данный сценарий основан на предположении, что Сибнефть стремится воспользоваться нынешней политической слабостью Юкоса и увеличить число своих представителей в совете директоров, а, может быть, и размер пакета акций в объединенной компании. С нашей точки зрения, такое сценарий имеет право на жизнь, поскольку в его основу положены не некие тайные заговоры, а прагматические цели. Проще говоря, когда на кону миллиарды долларов, а партнер в одночасье стал немощным, почему не попытаться получить больше? Несмотря на то, что миноритарии могут посчитать, что им дела нет до того, «как будут делить пирог» основные акционеры, и что это в принципе на руку Сибнефти, здесь, к сожалению, могут обнаружиться «подводные камни»:

1. Если Абрамович ведет переговоры о том, чтобы «в рамках основной сделки» заключить еще одну сделку об увеличении своего пакета за счет уменьшения доли основных акционеров Юкоса, то возникает вопрос: можем ли мы быть уверены в том, что подробности этой дого-



воренности станут известны рынку и если да, то получают ли миноритарии Сибнефти соответствующую выгоду?

2. В условиях нынешней политической ситуации Сибнефть вряд ли бы могла решиться на неожиданные жесткие заявления без «благословения» правительства. Если вслед за многими аналитиками предположить, что правительство дало «зеленый свет» Абрамовичу, не означает ли это, что текущие расследования затрагивают саму компанию Юкос намного более серьезно, чем мы думали? Если это так, то такая точка зрения явно находится в противоречии с более распространенным предположением, что атака направлена лишь на г-на Ходорковского. Тревожный сигнал для рынка!

Сценарий 3: Сибнефть хочет выйти из игры, т.к. считает Юкос «тонущим кораблем»

Такой сценарий также малопривлекателен, поскольку, как и предыдущий, предполагает, что правительство действительно намерено уничтожить Юкос. Вместе с тем нельзя забывать то, о чем говорил Путин в начале месяца: расследования продолжатся, но разрушать компанию никто не будет. Более того, версия «Сибнефть хочет выйти» неубедительна, т.к. ее трудно обосновать юридически. Юкос уже владеет 92% Сибнефти, и иск вполне может быть подан в один из судов в Великобритании. Вместе с тем вряд ли можно со стопроцентной уверенностью говорить, что сделка идеальна и что Сибнефти не удастся найти какие-нибудь юридические лазейки, чтобы «дать задний ход» и выйти из игры.

Сценарий 4: Сибнефть хочет выйти из игры, поскольку уже договорилась или надеется договориться с другим покупателем, готовым заплатить больше.

Помимо версии «Юкос – тонущий корабль» возможен и другой вариант. Сибнефть, возможно, просто рассчитывает, что кто-нибудь другой предложит более высокую цену. На это мы можем возразить: а) цена, предложенная Юкосом, была хорошей как по коэффициенту Цена/Запасы, так и доходности инвестированного капитала ROCE и б) маловероятно, чтобы какая-нибудь зарубежная компания заинтересовалась Сибнефтью до президентских выборов. Следовательно, идти на такой шаг – дело рискованное. Кроме того, возможно, зарубежный партнер и объявился бы довольно быстро, но Сибнефть его, скорее всего, отпугнет: компания близка к «линии огня» (недавно компании лишились возможности оптимизировать налоги пользуясь региональными льготами). В этих условиях Сибнефть вряд ли может быть абсолютно уверена, что скандальный разрыв с Юкосом можно будет с лихвой компенсировать более высокой ценой, которую предложит какой-нибудь другой покупатель.

Сценарий 5: Правительство хочет добиться расторжения сделки ...или взять компанию под свой контроль: Есть и такое мнение: последние события происходят потому, что власти видят слишком большой риск в объединенной компании, так как она будет обладать слишком мощной экономической и политической силой, не зависимо от того, кому она принадлежит. Но это предположение также неубедительно: почему это делается именно теперь и именно таким образом? Почему так долго ждали и не воспользовались таким инструментом как МАП? Версию о контроле, в которую вписывается возможное желание правительства поставить у руля Юкоса/Сибнефти «лояльного человека», например, Волошина, трудно анализировать, поскольку достоверной информации за или против нее недостаточно. Такой вариант также не сулит ничего хорошего, т.к. очень смахивает на захват власти в компании людьми из Кремля.

Новость о приостановлении объединения Юкоса с Сибнефтью отвлекла внимание от других событий в отрасли, происходивших в прошлом месяце. Среди них следует отметить следующие.



Десятилетний план развития ЛУКОЙЛа не обозначил никаких конкретных целей

ЛУКОЙЛ

Последнее событие, связанное с Лукойлом – публикация 10-летнего плана развития компании – не стало подлинным событием. В пятницу 21 ноября Совет директоров ЛУКОЙЛа обсудил ранее анонсированный 10-летний план, основные положения которого были опубликованы в пресс-релизе компании. План, основанный на уже известных принципах, содержит много долгосрочных целей, но мало конкретных цифр. Среди немногих конкретных фактов можно назвать следующие: показатели добычи на долгосрочную перспективу оказались в точном соответствии с предварительными ориентирами, в то время как капитальные и операционные затраты немного отличались от наших прогнозов. Небольшие корректировки моделей последуют, но 10-летний план, судя по тому, что опубликовано, является слишком размытым, либо слишком приверженным прежним установкам, чтобы как-то повлиять на инвестиционную привлекательность ЛУКОЙЛа.

В будущем внимание сместится на возможность СП ЛУКОЙЛа с ConocoPhillips

Действительно, два интересных момента – по нашему мнению – не нашли отражения в пресс-релизе. По заявлению компании, с 1-го января зарплата управляющих производством будет определяться внутренними расчетами на основе ROCE; до сих пор она зависела от роста производства. Вдобавок, долгосрочное расчетное значение ROACE составляет около 13-15%, что является показателем уровня Shell или Exxon (по нашей модели, ЛУКОЙЛ будет иметь в следующем десятилетии ROCE около 13%). В декабре внимание будет привлечено к ConocoPhillips, которая не делает секрета из намерений прийти в Россию, и чей глава недавно заявил, что политические тучи над нефтяным сектором страны не повлияют на его энтузиазм в отношении страны. Мы не исключаем возможности образования СП компаниями после предстоящих выборов в Думу.

Сургутнефтегаз

Похоже, что рынок еще не решил, выиграл и выиграет ли вообще Сургутнефтегаз от проблем ЮКОСа. Своего рода «показательное» событие, которое должно было состояться в декабре, было отложено на неопределенный срок. По сообщению газеты «Ведомости», Сургутнефтегаз подал иск в арбитражный суд Якутии, требуя, чтобы ему передали долгосрочную лицензию на разработку Талаканского месторождения. Итоги предыдущего аукциона были аннулированы, так как победитель – Саханефтегаз (сейчас 50%-ая «дочка» ЮКОСа) – не внес \$501 млн платы, которую он предложил. Поэтому Сургутнефтегаз в исковом заявлении требовал признать себя победителем, как участник аукциона, занявший второе место. На аукционе Сургутнефтегаз предложил \$61 млн в качестве цены за месторождение. Суд должен был состояться 1 декабря, однако был отложен на неопределенный срок по просьбе МПР.

Мы расценивали шансы компании на победу как весьма низкие и считаем, что этот шаг был сделан в качестве пробного шара. «Проба» показала, что государство пока не готово за бесценок отдавать весьма ценные активы, руководствуясь лишь своими политическими симпатиями. Новый аукцион по продаже лицензии на Талаканское месторождение должен состояться во 2Кв03, результаты покажут насколько сильна позиция Сургутнефтегаза.

Газпром

Никакого прогресса в усилиях менеджмента Газпрома по сокращению издержек

Газпром сообщил об отличных результатах за первое полугодие, значительно превышающих оценку участников рынка. Во 2-м кв. основными причинами превышения прогнозов были прибыль от изменения валютного курса и высокая выручка от продаж. То, что данные показатели были высокими конечно хорошо, однако они в основном зависят от внешних факторов. Больше порадовали бы свидетельства сокращения операционных издержек, чтобы подтвердить, что реформирование Газпрома



вполне реально, и что нынешняя команда менеджеров может стать его реформаторами. К сожалению, пока мало признаков, указывающих на это. Тем не менее, мы считаем краткосрочные доходы второстепенным элементом инвестиционной привлекательности Газпрома. По нашему мнению, итоги квартала не являются основанием для покупки и торговли акциями Газпрома. Инвестиционная привлекательность компании продолжает определяться: 1) устойчиво растущими ценами внутри страны; 2) ожиданиями устранения ограничений на покупку акций нерезидентами; 3) планами по реформированию отрасли. В частности, в следующем году прибыль в краткосрочной перспективе должна отойти на второй план.

Цены на нефть

Мы не ожидаем значительной коррекции цен на нефть в 1Кв04

Мы особо отмечаем, что хотя в конце ноября цены на нефтяных рынках упали, в этом месяце было больше свидетельств в поддержку тенденции «высокая цена надолго», чем в пользу коррекции цен в первом полугодии 2004 г. Что касается стороны спроса на нефть, то потрясающий рост ВВП США в 3-м квартале – по прогнозам 7,2%, потом измененный до 8,2% – предвещает хорошие перспективы для Северной Америки в 2004 г., хотя вероятность риска остается. Что касается стороны предложения, то её проблемы скорее психологические, но, тем не менее, важные. На поставки нефти сильно повлияли бомбардировки Саудовской Аравии 9 ноября, слабый прогресс по восстановлению «северного пути (через Турцию)» для экспорта иракской нефти и усиление давления на ЮКОССибнефть, определявшего рост поставок из бывшего СССР в последние годы. Учитывая возросший спрос на нефть и зависимость ее поставок от политической ситуации, необходимость резкого сокращения весной странами ОПЕК добычи нефти для поддержания цен не так вероятна, как это часто предсказывают. Наш прогноз на следующий год остается на уровне \$24/баррель смеси Brent, но риск повышательного движения цены вероятен как никогда.

Газпром

Илл. 23. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	19 160	25 470	26 815	25 755
ЕБИТДА, млн. \$	7 175	12 900	12 626	11 293
Чистая прибыль, млн. \$	861	7 002	6 639	5 710
P/E	29,7	3,6	4,5	5,2
EV/ЕБИТДА	6,3	3,5	3,6	4,0
Капитализация, млн. \$	33 802			
EV, млн. \$	45 196			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	104			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 24. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%) Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке (2004П экспорт 140 млрд куб. м)
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкие цены на газ на внутреннем рынке (\$23 за тыс. куб. м) Неплатежи за поставки газа некоторыми группами потребителей (\$3.4 млрд)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Новые проекты строительства экспортных газопроводов (рост экспорта до 175-200 куб. м) Рост цен на газ на внутреннем рынке будет обгонять инфляцию
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Правительство является держателем 38% акций компании

Источники: оценки Альфа-банка



Илл. 25. Основные события

Дата	Событие
1 ноября	Газпром Финанс, 100% дочка Газпрома намерена разместить АДА на 4,58% акций компании. Совет Директоров Газпрома рассмотрит размещение АДА 25 ноября. У компании есть разрешение разместить АДА до конца года. Если менеджмент одобрит этот шаг, Газпром выручит примерно \$2,5 млрд., что позволит профинансировать 25-35% инвестиционной программы на следующий год. АДА на данный момент представляют только 3,42% акций Газпрома
6 ноября	Румыния объявила о приватизации в начале 2004 г. двух компаний, транспортирующих газ, Distrigaz Sud и Distrigaz Nord, с ожидаемой начальной ценой \$150-180 млн. Получив контроль над этими трубопроводными системами, Газпром может впервые получить прямой доступ к восточноевропейским клиентам. Румыния в 2002 г. было потреблено 17,4 млрд. куб. м газа, из которых Газпром поставил 3,5 млрд. куб. м. Параллельно приватизации активов транспортировки газа, Румыния делает следующий шаг в либерализации рынка газа. С 2001 г., когда только 10% газа продавались по рыночным ценам, теперь эта доля выросла до 25%. Ожидается, что цены на газ в Румынии достигнут \$170/тыс. куб. м к 2006 г., а, начиная с 2007 г. в стране не будет регулирования цен на газ.
12 ноября	Совет Директоров Газпрома обсудит бюджет компании, инвестиционную программу и планы по привлечению заёмных средств на следующий год. Согласно статье, опубликованной в «Ведомостях», компания намерена привлечь новых долгов на сумму \$6,92 млрд. (217 млрд. руб.), что как минимум на \$2 млрд. (65,3 млрд. руб.) больше, чем в текущем году. Менеджмент, однако, заявил, что дополнительные \$2 млрд. будут направлены на рефинансирование старой задолженности. Это должно позволить оставить уровень долга на текущем уровне, тогда как долговой портфель будет реструктурирован в пользу более дешёвых, долгосрочных заимствований. Инвестиционная программа Газпрома на следующий год предусматривает инвестиции в объеме \$6755 млн. (212,3 млрд. руб.), что выше чем \$5,5 млрд. прогноз, который мы использовали в нашей финансовой модели. Однако правительство скорее всего попросит газового монополиста сократить запланированные расходы вместо увеличения размера заимствований.
14 ноября	Компания намерена в следующем году сократить размер задолженности на \$400-500 млн. В результате общий долг компании должен сократиться до \$13,3 млрд. к концу 2004 г. В текущем году компания намерена сократить долг на \$2 млрд. Газпром планирует в основном привлекать долгосрочные заимствования на зарубежных рынках. Из \$5 млрд. запланированных новых займов, 88% должны быть привлечены на рынках Европы, США и Азии. С помощью реструктуризации долгового портфеля компания намерена сэкономить в этом году до \$360 млн. (11,4 млрд. руб.) на финансовых издержках.
17 ноября	Газпром опубликовал неконсолидированную отчётность по РСБУ за 9М03. Выручка выросла на 35,3% год-к-году до \$18,25 млрд. (565,4 млрд. руб.) из-за высоких экспортных цен на газ и объёмов. В то же время рост затрат был более медленным, чем выручки: себестоимость увеличилась на 23,9% до \$6,175 млрд., тогда как административные, управленческие и коммерческие затраты выросли только на 12,3% до \$7,08 млрд. Это привело к скачку чистой прибыли на 207,3% до \$4,46 млрд. Неконсолидированная отчётность Газпрома по РСБУ учитывает только примерно 70% консолидированной прибыли, но на неё можно полагаться при оценке общих тенденций отчётности. Будет гораздо интересней посмотреть на отчётность компании по МСФО за 1П03, которая будет опубликована в ближайшее время. Она должна быть лучше год-к-году, но покажет некоторое падение квартал-к-кварталу из-за сезонно низких объёмов продаж и небольшого сокращения экспортных цен.
19 ноября	Правительство может снизить размер дивидендов, запланированных Газпромом за 2003. Согласно изначальному плану бюджета монополиста на следующий год, компания планирует выплатить в качестве дивидендов за 2003 г. 31 млрд. руб. (более \$1 млрд.), или 15% от ожидаемой чистой прибыли компании. Изначальные планируемые выплаты, таким образом, были более чем в три раза выше дивидендов прошлого года (более \$300 млн). Принимая во внимание дыру в 43 млрд. руб. (\$1,4 млрд) в бюджете Газпрома на следующий год, предложенные правительством шаги для закрытия разрыва вполне логичны. Другие предложения Министерства экономического развития и торговли включают снижение инвестиционной программы, которая предусматривает инвестиция в размере 232 млрд. руб. (\$7,7 млрд) из них \$7 млрд. капвложений, что составляет 160% от прошлогодних вложений. Также предложены увеличение прогноза экспортной выручки в связи с использованием более высоких цен, снижение дебиторской задолженности и ускорение продажи непрофильных активов. Данная процедура корректировки бюджета компании вполне естественна и происходит каждый год в это же время. Согласно заявлению замминистра МЭРТ Шаронова дивиденды могут быть сокращены вплоть до 16 млрд. руб. (\$533 млн.). Однако эта цифра все же значительно выше выплат прошлого года и представляет дивидендную доходность в 1,9% для обыкновенных акций против 1,1% за 2002
20 ноября	Правительство предварительно одобрило инвестиционную программу Газпрома на следующий год, которая подразумевает инвестиции на уровне 232 млрд. руб. (\$7,7 млрд). Правительство может, тем не менее, позднее скорректировать разбивку программы. По плану, \$7 млрд (212 млрд руб.) будет направлено на капитальные вложения, из которых 54% будет инвестировано в транспортировку газа. Увеличение мощностей по транспортировке критично для монополиста, который стремится воспользоваться растущим спросом в Европе.
20 ноября	Газпром, наконец, достиг соглашения с Турцией относительно поставок газа в страну. Таким образом, конфликт начавшийся ранее в этом году, когда Турция перестала покупать газ, поставляемый Газпромом по новому трубопроводу "Голубой поток" (стоимость \$3,3 млрд), можно считать исчерпанным. Стороны выработали единую цену для всех поставок Газпрома в страну, которые в дополнение к "Голубому потоку" включают два контракта поставок через Трансбалканский газовый трубопровод. Относительно цены детали предоставлены не были, однако компания заверила, что они не ниже уровня цен Газэкспорта. Объёмы поставок также не были обозначены.
23 ноября	Газпром объявил результаты за 1П03 и 2Кв03, которые в значительной степени превзошли ожидания рынка. Выручка за 2Кв03 (\$6141 млн.) оказалась на 11,2% выше наших оценок. Выручка за 1П03 выросла на 51,3% год-к-году до \$13,49 млн. Эти позитивные результаты были связаны с высокими экспортными объёмами, несколько более высокими, чем ожидалось, экспортными ценами и значительным ростом от операций Сибура, который привел к почти удвоению выручки от продаж газового конденсата и продуктов нефтегазопереработки.
24 ноября	Агентство S&P повысило кредитный рейтинг Газпрома на одну ступень до BB-, прогноз стабильный. Однако этот рейтинг всё ещё на одну ступень ниже суверенного рейтинга России. Пересмотр был вызван улучшением структуры долгового портфеля компании. Благодаря размещению последних выпусков облигаций, компании удалось увеличить длину своего долгового портфеля, сократить долю краткосрочных заимствований и обеспеченного долга. На конец 1П03 общая долговая нагрузка сократилась на 2,1% относительно предыдущего квартала до \$16,2 млрд., а доля краткосрочных заимствований упала до 39,3% с 41,2% на конец 1Кв03. Согласно заявлению рейтингового агентства, дальнейшее повышение рейтинга будет зависеть от прогресса в повышении внутренних цен на газ.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ
Илл. 26. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	15 449	17 001	14 433	15 553
EBITDA, млн. \$	3 486	3 760	3 359	3 727
Чистая прибыль, млн. \$	1 843	2 611	1 728	2 030
P/E	10,0	7,1	10,7	9,1
EV/EBITDA	5,9	5,5	6,1	5,5
Капитализация, млн. \$	18 457			
EV, млн. \$	20 571			
Добыча, млн. бнэ	595			
Запасы, млн. бнэ	19 604			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 27. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Значительные доказанные запасы нефти и газа (19,6 млрд. баррелей)
- Независимые экспортные маршруты из района Каспийского моря и Тиман-Печоры, мощностью в 20 млн.тонн

Слабые стороны

- Высокие операционные издержки (\$2.5/баррель)
- Умеренные темпы роста добычи (2-3%)

Возможности

- Развитие активов в странах Восточной Европы (30% перерабатывающих мощностей)
- Программа реструктуризации повысит эффективность инвестиций в капитал и оборотный капитал

Угрозы

- Возможно, что большие капвложения (\$2,1 млрд. в 2002г. и \$2,4 млрд. в 2003) не принесут ожидаемых результатов
- Зависимость от внутреннего рынка нефти (10-15% нефти продается в России)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 28. Основные события

Дата	Событие
4 ноября	ЛУКОЙЛ погашает оставшиеся в обращении конвертируемые евробонды выпуска общим номиналом в \$350 млн. Номинал погашаемых облигаций составил \$51,5 млн. Облигации были выпущены в ноябре 1997 на пять лет, с купоном 1% и ценой погашения 153,3% от номинала. Конвертируемая цена облигаций на момент погашения составила \$493, или только 32,2% от цены погашения. На данный момент у компании в обращении находится только один выпуск конвертируемых облигаций, которые гасятся в 2007 (номиналом \$350 млн). Общие долги ЛУКОЙЛА по нашим оценкам в настоящий момент составляют \$4,6 млрд. Компания намерена реструктурировать портфель долгов в сторону более длинного дешевого финансирования.
10 ноября	ЛУКОЙЛ отрицает появившиеся слухи о том, что компания ведет переговоры о продаже миноритарного пакета в компании ConocoPhillips. История опубликована в Financial Times, которая без указания источника информации писала, что ConocoPhillips обсуждает покупку 10-15% акций в ЛУКОЙЛЕ. ЛУКОЙЛ заявил, что компания не ведет переговоры относительно продажи доли в компании, а обсуждает создание СП с ConocoPhillips для операций по добыче в России. Возможно, это возобновление переговоров по СП Северные Территории, проекта с лицензиями на 1,39 млрд. б.н.э. извлекаемых запасов нефти и газа. Переговоры по участию ConocoPhillips в проекте начались в 1998, однако, остановились в последние несколько лет. Если ЛУКОЙЛ, которому принадлежат лицензии на месторождения, привлечет иностранного партнера на этот проект, развитие месторождений ускорится, а компания сможет разделить финансирование с партнером, что позволит уменьшить риски.
21 ноября	Совет Директоров ЛУКОЙЛА обсудил так долго ожидаемый десятилетний план развития (2004-2013 гг.), основные положения которого были опубликованы в пресс-релизе компании. На опубликованной информации, план нацелен на далекую перспективу, но в нём не хватает специфики. Например, компания приводит стоящую цель – увеличить ROCE, но не приводит целевого уровня. Среди редких указанных точных цифр, долгосрочный прогноз объёма добычи оказался в точности таким же, как в предыдущей публикации, тогда как ожидаемые размеры капитальных и операционных расходов умеренно отличаются от наших собственных прогнозов. В результате в наши модели будет внесено несколько маловажных поправок, но десятилетний план, в том виде, в котором он был опубликован, слишком расплывчат или слишком согласуется с предыдущими планами/прогнозами, чтобы существенно повлиять на инвестиционную оценку ЛУКОЙЛА.
27 ноября	Решения по дивидендной политике государственных компаний не принято; как планируется 7.6% государства в ЛУКОЙЛЕ будут проданы в 2004 г. В ходе правительственной встречи, на которой среди прочих обсуждался вопрос роста эффективности управления государственной собственностью.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 29. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	4 777	6 436	6 586	6 466
EBITDA, млн. \$	1 798	2 429	2 249	2 136
Чистая прибыль, млн. \$	1 161	2 018	1 425	1 210
P/E	10,0	5,7	8,1	9,6
EV/EBITDA	7,3	5,4	5,8	6,1
Капитализация, млн. \$	11 569			
EV, млн. \$	13 129			
Добыча, млн. бнэ	192			
Запасы, млн. бнэ	4 718			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 30. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Высокая прибыльность
- Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)

Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 8%
- Омский НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)

Возможности

- Слияние с Юкосом позволит получить выгоду от синергии
- Модернизация Московского НПЗ и развитие розничной сети в Москве и Моск. Обл.

Угрозы

- Возможность того, что следствие по делу менеджмента и акционеров Юкоса/Менатепе займётся и Сибнефтью
- Возможность повышения налогового бремени в будущем

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 31. Основные события

Дата	Событие
5 ноября	Рейтинговое агентство Moody's изменило свой прогноз по кредитным рейтингам Юкоса и Сибнефти со "стабильного" до "негативного" . Понижение прогноза – это необходимый шаг для снижения рейтинга, однако, оно не делает снижение рейтинга обязательным. На данный момент рейтинги компаний равны Ba2 (Ba1 "senior implied" рейтинг) для Юкоса и Ba3 (Ba2 "senior implied" рейтинг) для Сибнефти. Агентство объяснило, что негативные прогнозы вызваны неопределённостью, появившейся после ареста Ходорковского и крупного пакета акций компании. Согласно заявлению компании, беспрецедентность данных событий делает невозможным предсказание эффекта на финансовых кредиторов и держателей облигаций компаний. Если агентство всё-таки понизит рейтинги, компании столкнутся с повышением стоимости заимствований в случае, если они решат привлечь новое финансирование. Обычно изменение рейтинга на одну ступень приводит к повышению доходности по Еврооблигациям на 40-60 б.п.
21 ноября	Славнефть объявила о запланированной выплате дивидендов за 3Кв03 в размере 3,71 млрд. руб. (\$122 млн.), которые должны быть утверждены на внеочередном собрании акционеров 24 декабря. Выплата на акцию составит 0,78 руб. (\$0,026), что соответствует доходности 4,4%. Экс-дивидендная дата была установлена на дату собрания Совета Директоров, рекомендовавшего дивидендную выплату, 20 ноября. Таким образом, акция уже торгуется без дивидендов. В любом случае, почти 99% компании принадлежат основным акционерам ТНК и Сибнефти (что оставляет только \$1,4 млн. миноритариям), которые теперь «окупают» свое вложение (компания приобрели контрольный пакет Славнефти на приватизационном аукционе в конце прошлого года). Всего несколько месяцев назад Славнефть уже одобрила выплату промежуточных дивидендов за 1П03 на сумму 10,65 млрд. (\$341 млн.) Согласно нашим оценкам, новый платёж будет означать увеличение денежного потока Сибнефти от операционной деятельности примерно на \$60 млн. до \$1,8 млрд.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 32. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	7 068	8 405	8 690	8 432
EBITDA, млн. \$	2 662	3 030	3 023	2 615
Чистая прибыль, млн. \$	1 656	1 855	1 731	1 308
P/E	11,4	10,1	10,9	14,4
EV/EBITDA	3,2	2,8	2,8	3,2
Капитализация, млн. \$	21 390			
EV, млн. \$	8 458			
Добыча, млн. бнэ	359			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	43 428			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 33. 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%)

Возможности

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

Угрозы

- Непрозрачная структура владельцев компании создаёт возможность для манипуляций крупным пакетом акций стратегического резерва (47%)
- Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 34. Основные события**

Дата	Событие
31 октября	Министерство природных ресурсов предоставило Сургутнефтегазу временную лицензию (на год) на разработку Центрального блока Талаканского месторождения. До этого временная лицензия принадлежала дочерней структуре Саханефтегаз компании Ленанефтегаз, которую в свою очередь контролирует Юкос, но по окончании действия в октябре лицензия не была продлена (наиболее вероятно, как результат продолжающегося следствия над Юкосом). Извлекаемые запасы месторождения Талакан оцениваются в 1199 млн. б.н.э. (по классификации ABC1)
25 ноября	Сургутнефтегаз опубликовал неконсолидированные финансовые результаты за 9М03 по РСБУ. Эти цифры в среднем представляют около 90% от консолидированных. Хотя мы в наших прогнозах базируемся на US GAAP стандартах, в связи с существенным разрывом во времени публикации данных (компания еще даже не опубликовала данные за 2002 по US GAAP) цифры по РСБУ являются хорошим индикатором трендов в отчетности компании.
26 ноября	Сургутнефтегаз подал ходатайство в арбитражный суд Якутии, заявив, что ему должна быть присуждена долгосрочная лицензия на разработку Талаканского месторождения. Результаты предыдущего аукциона были аннулированы, так как победитель – Саханефтегаз (на данный момент на 50% принадлежит Юкосу) не выплатил \$501 млн. бонус, который он пообещал на аукционе, и поэтому Сургутнефтегаз заявляет, что, так как он был вторым по размеру предложенной суммы, то его и следует считать победителем. Согласно газете, компания предложила на аукционе \$61 млн. Эта информация не была подтверждена компанией.

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть**Илл. 35. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	4 553	4 988	4 884	4 600
EBITDA, млн. \$	766	1 161	1 103	858
Чистая прибыль, млн. \$	494	556	443	246
P/E	4,7	4,1	5,2	9,4
EV/EBITDA	4,2	2,8	2,9	3,7
Капитализация, млн. \$	2 387			
EV, млн. \$	3 211			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 972			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 36. Краткий обзор компании**Сильные стороны**

- Загружает до 25% мощностей Московского НПЗ
- Новые технологии позволяют сохранять добычу на уровне 24 млн. т.

Слабые стороны

- Зависимость от правительства Татарстана (31.1%)
- Незрелые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)
- Выработанные на 90% запасы ведут к более высоким издержкам на добычу

Возможности

- Строительство современного НПЗ к 2008 г. (\$820 млн.)

Угрозы

- Существенный объем долга (\$1,3 млрд)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 37. Основные события

Дата	Событие
6 ноября	Татнефть опубликовала финансовые результаты за 1П03 по US GAAP. Дефлированная и пересчитанная в US доллары выручка компании выросла на 20,7% до \$2207 млн. при возросших экспортных ценах и стабильном производстве. В то же время операционные затраты выросли на 25,4% год-к-году до \$2046 прежде всего из-за роста налогов, отличных от налога на прибыль, на 70%. В результате операционная прибыль и EBITDA снизились соответственно на 18,2% и 5,9%. Тем не менее, чистая прибыль незначительно выросла (+1,8%) до \$198 млн, что стало результатом двух противоположных факторов: очень высокой эффективной ставки налога на прибыль (68,4% в 1П03 против дохода по налогу на прибыль в 1П03) и значительному позитивному накопленному эффекту от изменения в учетной политике (\$150 млн.). Для года в целом мы ожидали выручку в размере \$4988 млн., а чистую прибыль – \$556 млн., но результаты за 1П03 несколько ниже ожидаемых нами.

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 38. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	16 150	21 488	21 497	20 309
EBITDA, млн. \$	5 740	7 655	7 353	6 274
Чистая прибыль, млн. \$	4 126	5 610	4 950	4 096
P/E	7,9	5,8	6,6	8,0
EV/EBITDA	6,6	4,9	5,1	6,0
Капитализация, млн. \$	32 703			
EV, млн. \$	37 703			
Добыча, млн. бнэ	703			
Запасы, млн. бнэ	19 821			
Количество акций, млн.	2 700			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 39. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Существенный объем денежных средств для будущих инвестиций
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

Слабые стороны

- Ведущее расследование, затрагивающее менеджмент и основных акционеров
- 42,1% акций компании арестованы

Возможности

- Строительство трубопровода в Китай к 2006-2007 г.
- Слияние с Сибнефтью позволит получить выгоду от синергии

Угрозы

- Неопределённое будущее арестованного пакета акций компании
- Налоговые штрафы могут быть наложены на компанию, если использованные в прошлом схемы налоговой минимизации будут признаны незаконными

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 40. Основные события

Дата	Событие
31 октября	Генеральная прокуратура освободила от ареста 53 млн. акций Юкоса, которые представляют собой 4,5% доли группы Менатеп в компании. Однако 42,1% пакет акций Юкоса все еще остается замороженным до тех пор, пока продолжается расследование; из этих акций только 10,4% можно напрямую отнести к акционерам, находящимся под следствием (Михаил Ходорковский, Платон Лебедев и Василий Шахновский).
3 ноября	Михаил Ходорковский ушёл с поста председателя правления крупнейшей российской компании Юкос. По сообщениям, он объявил об этом в заявлении, переданном из СИЗО и распространённом пресс-службой Юкоса. Ходорковский делает этот шаг, чтобы ограничить давление и ущерб компании, которое наносят расследования по уголовным делам его и ещё двух акционеров. Тогда как в других условиях такой шаг мог бы обрушить цену акции компании, так как значительная часть стоимости компании считается связанной с личностью её лидера, в свете последних событий эта новость была фактически принята положительно. Это неудивительно, так как такой шаг может сигнализировать, что конфликт достиг точки разворота, или, по крайней мере, ущерб компании может быть сокращён.
4 ноября	Юкос назвал новую команду менеджеров. Правление из 7 членов возглавит Семен Кукес, который заменит на этом посту Михаила Ходорковского. Другими членами правления станут Стивен Тиди – только недавно присоединившийся к Юкосу в качестве исполнительного директора, Юрий Бейлин – заместитель председателя правления, который возглавил управление разведки и добычи с 1998, Брюс Мизамор – вице-президент по экономике и финансам с 2001, Михаил Брудно, президент "Юкос РМ" с начала этого года, Александр Темерко – старший вице-президент компании Юкос-Москва и Михаил Трушин – первый вице-президент Юкос-Москва.
5 ноября	Министр природных ресурсов Виталий Артюхов сделал довольно резкое заявление, сообщив, что после замораживания акций компании, Юкос может потерять некоторые лицензии на нефтяные месторождения. По словам Артюхова, полное или даже частичное невыполнение условий лицензий, почти неизбежное в текущих условиях, немедленно приведет к отзыву лицензий на месторождения. Заявление немедленно привело к негативной реакции на рынке, приведшей к снижению цены компании на 5,2%. Тем не менее, высказывания президента Путина, сделанные в ходе визита в Италию, должно успокоить страхи инвесторов. Президент сообщил, что правительство должно воздержаться от подобных шагов, и что государство не хочет разрушить компанию.
5 ноября	Рейтинговое агентство Moody's изменило свой прогноз по кредитным рейтингам Юкоса и Сибнефти со "стабильного" до "негативного". Понижение прогноза – это необходимый шаг для снижения рейтинга, однако, оно не делает снижение рейтинга обязательным. На данный момент рейтинги компаний равны Ba2 (Ba1 "senior implied" рейтинг) для Юкоса и Ba3 (Ba2 "senior implied" рейтинг) для Сибнефти. Агентство объяснило, что негативные прогнозы вызваны неопределённостью, появившейся после ареста Ходорковского и крупного пакета акций компании. Согласно заявлению компании, беспрецедентность данных событий делает невозможным предсказание эффекта на финансовых кредиторов и держателей облигаций компаний. Если агентство всё-таки понизит рейтинги, компании столкнутся с повышением стоимости заимствований в случае, если они решат привлечь новое финансирование. Обычно изменение рейтинга на одну ступень приводит к повышению доходности по Еврооблигациям на 40-60 б.п.
11 ноября	Юкос объявил предварительные плановые показатели на следующий год, а также ориентиры для долгосрочного развития, продолжая подчёркивать, что арест экс-главы компании Михаила Ходорковского не влияет ни на текущую операционную деятельность, ни на долгосрочную стратегию. По словам новой главы компании Семёна Кукеса, ЮкосСибнефть намерена увеличить добычу в следующем году на 12%, а в 2005 г. – ещё на 9-10%, достигнув в 2005 г. уровня 3 млн. б/с. К 2010 г. добыча вырастет до 4 млн. б/с, тогда как запасы компании вырастут до 30 млрд. бнэ, т.е. удвоят уровень 2002 г. Компания намерена достигнуть этого частично за счёт инвестиций в новые регионы, возможно включая Казахстан, Азербайджан и Ирак. Реализуемость этих планов, однако, не очевидна.
19 ноября	Юкосу могут быть предъявлены претензии со стороны государства на \$10 млрд за неуплату налогов. Налоги продолжают быть центральной темой, вновь в связи с Юкосом. «Ведомости» опубликовали информацию о широко циркулирующих слухах о том, что к Юкосу могут быть предъявлены претензии со стороны государства на \$10 млрд за неуплату налогов. С надеждой на разъяснения, рынок будет ожидать пресс-конференцию налоговиков в 14:00, которая, как ожидается, сфокусируется вокруг Юкоса. Если информация подтвердится, то негативный эффект от такого развития событий перекроет последствия отмены региональных налоговых льгот и возможно будет поводом рассмотрения некоего соглашения по судьбе доли Михаила Ходорковского в Юкосе.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Энергетика**

Виталий Зархин
(7 095) 788-0320

Примечание: Альфа-Банк является консультантом РАО ЕЭС по вопросам реструктуризации и поэтому не может давать рекомендации по акциям энергетических компаний.

РАО ЕЭС**Илл. 41. Основные события**

Дата	Событие
29 октября	РАО ЕЭС планирует принять участие в приватизации болгарских распределительных компаний РАО "ЕЭС России" планирует принять участие в тендере на покупку 3 блоков акций распределительных компаний Болгарии через свое экспортное дочернее предприятие Nordic Oy. Продажа 67% семи энергораспределительных компаний Болгарии должна состояться в начале 2004 года. Правительство Республики Болгарии является сегодня единоличным владельцем акций всех продаваемых энергораспределительных компаний. К продаже будут предложены 67-процентные пакеты акций компаний: Gorna Oryachovtza, Varna, Plovdiv, Stara Zagora, Stolichno, Sofia oblast, Pleven.
31 октября	Результаты заседания Совета Директоров РАО «ЕЭС России» и телефонной конференции с участием А. Чубайса <ul style="list-style-type: none"> Чубайс опроверг слухи о своей возможной отставке с поста председателя Правления РАО ЕЭС. Председатель правления РАО "ЕЭС России" Анатолий Чубайс сообщил, что слухи о его возможной отставке не соответствуют действительности. Чубайс также подчеркнул, что он намерен продолжать реформу электроэнергетики в России. Совет директоров отложил принятие решения о механизме создания Территориальных Генерирующих Компаний (ТГК) путем соучреждения несколькими АО-энерго до 5 декабря. Совет директоров обсудил схему создания ТГК и поручил Правлению и Комитету по стратегии и реформированию доработать эту схему. Компромисс по принципам проведения аукционов по ОГК может быть найден до конца года. Чубайс сообщил, что заинтересованные стороны очень близки к тому, чтобы найти компромисс, и что принципы проведения аукционов по ОГК могут быть утверждены в декабре 2003 года. Он не сообщил подробностей о возможном компромиссе. Совет директоров не обсуждал возможность назначения Александра Волошина на пост штатного председателя совета директоров РАО. Александр Волошин, который перестал быть главой администрации Президента РФ 29 октября, представляет интересы государства в совете директоров РАО. Правление РАО рассматривает возможность назначения Волошина на пост штатного председателя совета директоров. Источник в РАО сообщил прессе, что скорее всего Волошин останется председателем СД РАО до следующего собрания акционеров в 2004г. Совет директоров утвердил условия договора на управление Северо-Западной ТЭЦ. Срок действия договора 3 года. Было решено, что управляющая компания будет обязана организовать привлечение финансирования для завершения строительства второго энергоблока Северо-Западной ТЭЦ и теплотрассы, но будет не вправе являться кредитором. Управляющая компания не вправе приобретать активы или акции Северо-Западной ТЭЦ в собственность напрямую или через аффилированные структуры.
1 ноября	Стартовал конкурентный сектор оптового рынка электроэнергии «5-15%» В России стартовал конкурентный сектор оптового рынка электроэнергии. 27 октября премьер-министр РФ Михаил Касьянов подписал постановление правительства о правилах функционирования оптового рынка электроэнергии в переходный период. Правила оптового рынка электроэнергии в переходный период предполагают функционирование трех секторов оптового рынка в период реформы – регулируемого сектора, сектора свободной торговли и сектора отклонений. Предполагается, что регулируемый сектор составит не менее 85% объемов рынка, свободный сектор – до 15% объемов рынка. Поставщики смогут продать в секторе свободной торговли не более 15% установленной мощности, а покупатели – купить не более 30% часового потребления. Участие в свободном секторе планируется добровольным.
3 ноября	Чистая прибыль РАО ЕЭС, рассчитанная по РСБУ, за 9 месяцев 2003 года сократилась на 52% по сравнению с аналогичным периодом 2002 года – до \$622 млн. РАО "ЕЭС России" подготовило финансовую отчетность Общества РАО "ЕЭС России" за 9 месяцев 2003 года в соответствии с требованиями Российских стандартов бухгалтерской отчетности (РСБУ). Чистая прибыль Общества РАО "ЕЭС России" за 9 месяцев 2003 года сократилась на 52% по сравнению с аналогичным периодом 2002 года до \$622 млн. Уменьшение чистой прибыли в 2003 году по сравнению с данными 2002 года произошло за счет отражения в финансовых результатах 2002 года доходов, поступивших от погашения долга РФ перед Чешской республикой (так называемой "чешской сделке"). Выручка Общества РАО "ЕЭС России" от основной деятельности за 9 месяцев 2003 года увеличилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 11% до \$1,3 млрд. рублей. Прибыль от продаж Общества за 9 месяцев 2003 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выросла на 5% до \$ 816 млн.
5 ноября	НРБ планирует участвовать в аукционах по ОГК Национальный резервный банк планирует участвовать в аукционах по оптовым генерирующим компаниям (ОГК), а глава банка Александр Лебедев считает, что приоритетным платежным средством на них должны быть акции РАО "ЕЭС России". "Надо, чтобы акции были приоритетным платежным средством, – сказал он "Интерфаксу" в среду. – Можно при этом допустить деньги, но лишь для того, чтобы не нарушать рыночные принципы и правила". А.Лебедев уточнил, что банк, скорее всего, откажется от идеи продажи принадлежащего ему пакета акций РАО "ЕЭС" и консолидируется с другим акционером компании для получения контроля над одной-двумя ОГК. При этом он отказался назвать компанию, с которой банк ведет в настоящее время переговоры о сотрудничестве в этом вопросе.
10 ноября	РАО "ЕЭС России" намерено принять участие в тендере по приватизации 49% словацкой энергокомпании Slovenske Elektrarne (7000 мвт) РАО ЕЭС вошло в число десятка претендентов на покупку ведущей словацкой энергокомпании Slovenske Elektrarne (SE), сообщило Минэкономки Словакии. По заявлению министерства, часть претендентов, включая РАО ЕЭС, желают приобрести как обычные энергетические предприятия, так и АЭС, входящее в состав обремененной долгами Slovenske Elektrarne (SE). В октябре Словакия вновь объявила о тендере на продажу как минимум 49% акций SE и "управленческий контроль над станциями", входящими в компанию. Slovenske Elektrarne в настоящее время полностью контролируется государством. Компания контролирует около 85% всех генерирующих активов Словакии, включая атомные, гидро- и теплогенерирующие активы общей мощностью в 7000 МВт.



- 10 ноября **«Ведомости» сообщает, что 5%-ный пакет акций РАО ЕЭС собрал Григорий Березкин (группа ЕСН)**
По информации издания, еще одним крупным акционером РАО "ЕЭС России" является Григорий Березкин, гендиректор группы ЕСН – ему и его структурам принадлежит значительный пакет акций энергохолдинга (по неофициальной информации – около 5%).
Группа компаний ЕСН существует с 1990г. и занимается управлением предприятиями и привлечением инвестиций.
- 10 ноября **Доход РАО ЕЭС от экспорта электроэнергии за 9 месяцев 2003 года увеличился на 15,5% до \$231 млн.**
РАО "ЕЭС России" за 9 месяцев 2003 года получило от продажи электроэнергии на экспорт \$231 млн., что на 15,5% выше уровня аналогичного периода 2002 года.
Доля электроэнергии на экспорт в объеме продаж составляет 17,3%. В среднем за отчетный период рентабельность электроэнергии на экспорт составила 81%, увеличившись по сравнению с аналогичным периодом 2002 года на 6,0%.
Финляндия продолжает оставаться крупнейшим импортером российской электроэнергии – за 9 месяцев РАО "ЕЭС" туда поставило 7.6 млрд. кВт.ч на общую сумму \$204.6 млн. (по контрактам ЗАО "ИНТЕР РАО ЕЭС" еще 402,3 млн. кВт.ч на \$10.7 млн.)
В СНГ крупнейшим импортером российской электроэнергии является Белоруссия, которая приобрела в январе-сентябре 2003 года по контрактам ЗАО "ИНТЕР РАО ЕЭС" 2.5 млрд. кВт.ч за \$41.5 млн.
- 11 ноября **Чистая прибыль группы РАО "ЕЭС России", рассчитанная по МСФО, в первом полугодии 2003 года снизилась на 10% по сравнению с аналогичным периодом 2002 года – до \$556,3 млн.**
РАО "ЕЭС России" подготовило финансовую отчетность Группы РАО "ЕЭС России" за I полугодие 2003 г., подготовленную в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО).
Доходы Группы РАО "ЕЭС России" от основной деятельности в I полугодии 2003 г. выросли на 25% по сравнению с I полугодием 2002 года и составили 300,8 млрд. рублей (\$9.9 млрд).
Расходы Группы по основной деятельности в I полугодии 2003 г. увеличились на 16% и составили 264,0 млрд. рублей. Основное влияние на рост расходов оказало увеличение затрат на топливо и покупную электроэнергию – 25.9 млрд. руб. или 72,1 % прироста.
В результате, прибыль от основной деятельности Группы РАО "ЕЭС России" за 6 месяцев 2003 г. составила 36,9 млрд. рублей (\$1215 млн.), что почти в 2,8 раза выше уровня I полугодия 2002 г. (\$431 млн.).
Чистая прибыль Группы РАО "ЕЭС России" за I-е полугодие 2003 г. составила 16,9 млрд. рублей (\$556.3 млн.). Это ниже, чем в I полугодии 2002 г. (\$618,8 млн.), когда влияние на размер чистой прибыли Группы в основном определялось финансовым результатом, полученным за счет доходов, связанных с исчислением отложенного налога на прибыль в результате проведенной переоценки основных средств по состоянию на 01.01.2002 года.
- 11 ноября **РАО ЕЭС расширяет программу 20%-ого снижения энерготарифов для населения**
С 1 ноября в пяти регионах – Санкт-Петербурге, Свердловской, Ленинградской, Нижегородской и Пермской областях – тарифы на электроэнергию для населения снижены на 20%. Пониженные тарифы устанавливаются на полгода по инициативе гендиректора РАО "ЕЭС России" Анатолия Чубайса.
РАО "ЕЭС России" планирует до 25 ноября подписать ещё с 12 регионами РФ соглашения о снижении тарифов на электроэнергию для населения.
- 11 ноября **РАО ЕЭС обсуждает возможность продажи долей в одной или трех ОГК за деньги**
По информации заместителя председателя правления РАО Сергея Дубинина, РАО ЕЭС обсуждает предоставление возможности инвесторам получения долей в одной или трех оптовых генерирующих компаниях (ОГК) за деньги. При этом обсуждается возможность применить схему обмена акций РАО на доли в ОГК как во всех шести, так и только в трех из ОГК на базе ГРЭС. С.Дубинин предположил, что в первой из образующихся ОГК, которая идет под пятым номером в постановлении правительства РФ, будет применен обмен акций. В "пятую" ОГК войдут Невинномысская ГРЭС, Рефтинская ГРЭС, Средне-Уральская ГРЭС и Конаковская ГРЭС.
- 13 ноября **ЕБРР намерен участвовать в приватизации энергетики РФ в сотрудничестве с долгосрочными инвесторами**
Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) намерен принять участие в приватизации энергосектора РФ, сообщила первый вице-президент ЕБРР Норин Дойл.
"Мы планируем участвовать в приватизации энергетического сектора России, и надеемся, что в сотрудничестве с долгосрочными инвесторами. Когда кто-то выступает с предложением о покупке энергоактивов, мы готовы заключить с ним партнерство, мы можем быть как акционерами, так и кредиторами. Мы не будем напрямую участвовать в аукционах по продаже энергокомпаний, но если один или более участников этих аукционов захотят, чтобы мы купили акции в этой энергокомпании после его (или их) победы, то мы готовы пойти на это, мы так уже делали во многих странах", – сказала она.
"ЕБРР заинтересован в участии как в генерирующих энергокомпаниях, так и в компаниях-поставщиках. Генерация, скорее всего, будет вторым шагом, дистрибуция – первым", – отметила Н.Дойл.
- 17 ноября **Правление РАО "ЕЭС России" предложило Совету директоров укрупнить ТГК, сократив их число с 20 до 17**
Правление РАО "ЕЭС России" предложило Совету директоров холдинга укрупнить территориальные генерирующие компании (ТГК) до 17 компаний. Об этом сообщил председатель правления РАО "ЕЭС России" Анатолий Чубайс.
Напомним, что первоначально планировалось создание 35 ТГК, затем предполагаемое число ТГК снизилось до 20.
Анатолий Чубайс рассчитывает на принятие советом директоров РАО "ЕЭС России" решения о конфигурации территориальных генерирующих компаний (ТГК) в январе-феврале 2004г, после того, как акционеры завершат рассмотрение этого вопроса.
- 18 ноября **РАО "ЕЭС России" планирует выпустить депозитарные расписки на акции ОГК и ФСК**
РАО "ЕЭС России" намерено выпустить депозитарные расписки на акции Федеральной сетевой компании (ФСК) и оптовых генерирующих компаний (ОГК), которые будут создаваться в ходе реформирования, сообщил зампред правления энергохолдинга Вячеслав Синюгин.
По его словам, в РАО ЕЭС намерены открыть программы выпуска расписок в тех компаниях, которые будут наиболее интересны для международного рынка. Предложения по проведению программ будут представлены на одном из заседаний совета директоров РАО ЕЭС.
- 19 ноября **Объявлены возможные аукционные схемы по ОГК**
В настоящий момент рассматриваются две схемы проведения аукционов по Оптовым генерирующим компаниям (ОГК), которые предполагается создать в ходе реформирования на базе генерирующих активов РАО ЕЭС. Эти схемы подготовили консультанты РАО ЕЭС Альфа-Банк и Merrill Lynch к заседанию Комитета по стратегии и реформированию, которое состоялось 19 ноября. Обе схемы допускают возможность использования денежных средств.
Первый из вариантов назван «единым», а второй – «особым» – для стратегического инвестора. В едином могут принимать участие все акционеры РАО. В заявке они должны указать, сколько акций РАО (или денег) они готовы заплатить за определенное число акций ОГК.
В стратегическом аукционе могут принимать участие только те инвесторы, которые могут подать заявку на контрольный пакет акций ОГК, принадлежащие РАО ЕЭС. Победит предложивший максимальную цену. Однако победитель обязан будет предоставить миноритариям РАО возможность выкупить у них долю в ОГК, равную их доле в РАО ЕЭС, по цене аукциона. Победитель будет обязан предложить миноритарным акционерам РАО получить пакет акций данной ОГК, эквивалентный их пакету акций РАО по цене аукциона посредством обмена. Кроме того, консультанты подготовили семь вариантов оплаты акций ОГК на аукционе.



- 20 ноября **Минэкономразвития рекомендует урезать размер дивидендов РАО ЕЭС за 2003 год чуть меньше чем наполовину по сравнению с 2002 годом**
По сообщению газеты "Ведомости", Минэкономразвития предложил урезать размер дивидендов РАО за 2003 г. до \$26 млн., что немного меньше чем наполовину по сравнению с их уровнем за 2002 г.
- 21 ноября **РАО "ЕЭС России" предложило государству обеспечить заключение контрактов на поставку газа с инвесторами для гарантирования инвестиций в электроэнергетику**
РАО "ЕЭС России" предложило государству обеспечить заключение долгосрочных контрактов с Газпромом либо независимыми производителями газа на поставку топлива с теми инвесторами, которые будут финансировать строительство электростанций. Об этом сообщил заместитель председателя правления энергохолдинга Сергей Дубинин.
По его словам, такие предложения содержатся в проекте постановления правительства, которое РАО "ЕЭС" в середине года внесло в правительство и который касается создания механизма гарантирования инвестиций в электроэнергетику.
- 25 ноября **Комитет РАО ЕЭС по стратегии и реформированию рекомендовал принимать акции РАО в качестве оплаты за акции ОГК на аукционах, а также проработать варианты допуска к аукционам сторонних инвесторов, не являющихся акционерами РАО**
Комитет по стратегии и реформированию при Совете директоров РАО "ЕЭС России" обсудил принципы проведения аукционов по оптовым генерирующим компаниям (ОГК). Комитет решил, что и акционеры РАО и те, кто не имеет акции энергохолдинга на дату проведения аукциона, должны иметь возможность участия в аукционах.
- 27 ноября **Газпром – новый стратегический акционер РАО?**
«Ведомости» сообщили, что Сбербанк, возможно, увеличил принадлежащий ему в начале года 2%-ный пакет акций РАО и аккумулировал порядка 10 % акций РАО, купив акции у различных акционеров, включая группу МДМ и Национальный Резервный Банк. Ведомости ссылаются на анонимный источник, сообщивший, что большая часть этого пакета аккумулирована в интересах Газпрома. Представители Газпрома не комментировали это сообщение.
Согласно газете, бывший самый крупный негосударственный акционер РАО, Группа МДМ, возможно, уменьшила свой стратегический пакет акций РАО с 12 % до 8.5 %.

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 42. Основные события

Дата	Событие
11 ноября	Мосэнерго намеревается предложить выкуп порядка 10% собственных акций с 23% премией к рыночной цене. 15 декабря СД Мосэнерго обсудит этот вопрос Согласно информации, полученной от Мосэнерго, это предложение поможет миноритариям, не согласным с проектом реструктуризации Мосэнерго, «выйти» из компании. План реструктуризации предполагает дополнительный выпуск акций распределительных компаний (которые планируется создать на основе пропорционального распределения акций во время реформирования) в пользу московских властей и властей московской области. Компания еще не решила, каким методом будет определяться цена выкупа, но, по словам первого заместителя Председателя правления Васильева, Мосэнерго готова заплатить до \$200 млн., или до 0,071 \$ за акцию. По его словам, наиболее вероятно, что в качестве цены выкупа компания возьмет среднюю рыночную цену акции за последние 6 месяцев. Совет директоров Мосэнерго примет решение по этому вопросу на заседании 15 декабря. Кроме того, Совет Директоров РАО ЕЭС, материнской компании Мосэнерго, еще не выразил своё отношение к данному предложению.
11 ноября	Правление Мосэнерго представило план реформирования компании Согласно плану реформирования, Мосэнерго будет разделено по видам бизнеса на 12 компаний, акции которых будут пропорционально разделены между акционерами. Из Мосэнерго планируется выделить большую Московскую генерирующую компанию (10,6 Гвт), четыре отдельные электростанции (Каширская ГРЭС, Шатурская ГРЭС, Рязанская МГДЕС и Загорская ГаЭС, 3 из которых будут включены в состав оптовых генерирующих компаний), московскую сетевую компанию, московскую городскую сетевую распределительную компанию, московскую теплосетевую распределительную компанию, московскую областную электросетевую распределительную компанию, сбытовую, управляющую, а также ремонтные, проектные, строительные компании. В соответствии с соглашениями достигнутыми между Мосэнерго, РАО ЕЭС, Московским и областным правительством и РЭК московской области, правительства Москвы и Московской области смогут увеличить свои пакеты в распределительных компаниях, созданных в результате реформирования Мосэнерго, до контрольных через обмен своих долей в других активах Мосэнерго на доли в распределительных компаниях. Чтобы обеспечить рост доли Москвы и Московской области в распределительных компаниях до 50% плюс одна акция, миноритарным акционерам распределительных компаний будет предложено правительством Москвы и Московской области обменять их акции в распределительных компаниях на доли в генерирующих или других компаниях. В результате правительство Москвы и правительство Московской области «выйдут» из генерирующего бизнеса и увеличат свою долю в созданных распределительных компаниях.
20 ноября	Газпром и правительство Москвы могут консолидировать свои пакеты акций Мосэнерго Газпром официально подтвердил, что его дочерние структуры являются акционерами Мосэнерго. Теперь, по сведениям "Ведомостей", газовая монополия и правительство Москвы намерены консолидировать блокпакет акций столичной энергосистемы. Доля "Газпрома" в Мосэнерго сейчас оценивается в 15,8%, доля правительства Москвы – 2,87% и доля Банка Москвы -5,4%. По мнению участников рынка, цель этого союза – получение контроля над генерирующими активами Мосэнерго.

Источник: оценки Альфа-Банка



Ленэнерго

Илл. 43. Основные события

Дата	Событие
25 ноября	<p>Чистый убыток Ленэнерго по РСБУ за девять месяцев 2003 г составил \$6,6 млн против \$ 8,4 млн. за аналогичный период 2002 года</p> <p>Выручка Ленэнерго за девять месяцев 2003 г. составила \$613 млн., что на 27% выше аналогичного показателя за три квартала 2002 г. в результате роста тарифов в Феврале на 7,5% и увеличения спроса на электроэнергию. Операционные расходы выросли на 29% до \$573 млн. в результате роста стоимости приобретенной электроэнергии (Ленэнерго покупает 60% электричества на оптовом рынке), роста расходов на топливо и эксплуатационных расходов.</p> <p>В результате чистый убыток Ленэнерго по итогам 9 месяцев 2003 года составил \$6,6 млн.</p>
25 ноября	<p>Ленэнерго уменьшает прогноз чистой прибыли за 2003 на 77% до \$10 млн., чтобы покрыть безнадежные долги</p> <p>Глава Ленэнерго Андрей Лихачев сообщил, что по результатам 2003 года, подготовленным в соответствии с РСБУ, компания ожидает уменьшение чистой прибыли на 69 % по сравнению с 2002 годом до \$10 млн. (\$32 млн. в 2002 году). Это подразумевает уменьшение прогноза чистой прибыли на 77 % по сравнению с предыдущим прогнозом (\$ 44,3 млн).</p> <p>Лихачев сообщил, что основная причина снижения чистой прибыли заключается в создании специального резервного фонда компании (\$30 млн.) для покрытия безнадежных долгов. Существенный рост безнадежных долгов компании произошел из-за неплатежей от потребителей, субсидируемых из бюджета Санкт-Петербурга.</p> <p>Совет директоров Ленэнерго планирует до конца года вынести решение по этому вопросу.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Иркутскэнерго

Илл. 44. Основные события

Дата	Событие
25 ноября	<p>Государство рассматривает возможность продажи 40%-ого пакета акций Иркутскэнерго в 2004 году</p> <p>Как сообщила газета «Ведомости», Минимущество представило на рассмотрение правительству предложение о включении Иркутскэнерго в список предприятий, которые следует приватизировать до конца 2004 и о продаже государственного пакета компании (40%). Согласно оценке Минимущества, приватизация 40%-ого пакета Иркутскэнерго принесет федеральному бюджету \$350-400 млн.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Андрей Богданов
(7 095) 795-3613

Телекомы

По сравнению с предыдущим кварталом выручка и EBITDA МТС вырастут на 25% и 28%

По нашим оценкам, выручка МТС вырастет по сравнению с предыдущим кварталом на 25% (до \$755 млн) за счет увеличения ARPU (средняя выручка в расчете на одного абонента) на 2% как по российским, так и украинским абонентам, а также 26%-ного увеличения общего числа абонентов (до 14,3 млн.). Мы также ожидаем роста EBITDA на 28% (до \$416 млн) и чистой прибыли на 29% (\$166 млн).

По нашим оценкам, ARPU в России и на Украине увеличится на 2%

По сравнению с прошлым кварталом у МТС показатель ARPU и по России, и по Украине должен увеличиться на 2%. У ВымпелКома аналогичный показатель за 3-й кв. текущего года увеличился на 1%, но мы полагаем, что у МТС он все же будет выше – в Москве у компании больше доля корпоративных и других высокодоходных пользователей. Кроме того, у ВымпелКома APRU растет медленнее из-за большего числа мало-доходных пользователей среди новых абонентов в Москве – 590 тыс в 3-м кв. по сравнению с 355 тыс у МТС (наш прогноз предполагает сезонное увеличение эфирного времени и выручки от роуминга за счет роста числа международных поездок).

Что касается Украины, то фактический рост может оказаться даже выше прогнозируемых нами 2%, поскольку основной конкурент УМС на Украине – Киевстар – в опубликованном недавно отчете за 3-й кв. 2003 г. показал 15%-ное увеличение ARPU по сравнению со 2-м кв. текущего года (с \$13 до \$15).

По нашим оценкам, норма EBITDA МТС увеличится на 55%

Мы также ожидаем небольшого увеличения нормы EBITDA (с 54% до 55%): в 3-м кв. операционные расходы выросли на 22%, а выручка – на 25%. При расчете чистой прибыли (\$166 млн), мы использовали эффективную ставку налога в размере 27%, т.е. ту ставку, которая фактически



действовала во 2-м кв. 2003 г. В Илл. 45 приведен наш прогноз по основным финансовым показателям МТС за 3-й кв.

Илл. 45. Сравнение финансовых результатов МТС за 2-й и 3-й кв. 2003 г.

	3-й кв. 2003 г. (оц.) \$ млн	2-й кв. 2003 г. \$ млн	Разница %
Выручка	754,9	606,0	24,6
ЕВITDA	416,2	325,0	28,1
Чистая прибыль	166,2	128,5	29,3
Норма ЕВITDA, %	55,1	53,6	-
Чистая рентабельность, %	22,0	21,2	-
Число абонентов	14 270 000	11 340 000	25,8
ARPU по российским абонентам, \$	19,1	18,7	2,1
ARPU по украинским абонентам, \$	17,5	17,2	1,7

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

В день выхода позитивного отчета за 3-й кв. акции ВымпелКома выросли на 5,8%. Мы полагаем, что рынок аналогичным образомотреагирует и на выход отчета МТС за 3-й кв., если, конечно, он будет соответствовать прогнозам. Пока же мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ по акциям МТС (потенциал роста до расчетной цены – \$87 – составляет на сегодняшний день лишь 8%).

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	199	343	494	531
ЕВITDA, млн. \$	61	123	165	191
Чистая прибыль, млн. \$	30	55	83	92
P/E	N/3	17,8	11,8	10,6
EV/EVITDA	15,6	7,8	5,8	5,0
Капитализация, млн. \$	979			
EV, млн. \$	957			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 47. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Сильные балансовые показатели
- Предоставляет полный набор телекоммуникационных и Интернет услуг
- Альфа Групп как стратегический инвестор

Слабые стороны

- Очень низкая ликвидность

Возможности

- Увеличение ликвидности
- Экономия на масштабе на рынке интернет-провайдеров

Угрозы

- Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источники: оценки Альфа-банка

МТС

Илл. 48. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 362	2 634	3 436	3 852
ЕВITDA, млн. \$	674	1 362	1 597	1 781
Чистая прибыль, млн. \$	277	586	731	826
P/E	29,0	13,7	11,0	9,7
EV/EVITDA	13,1	6,5	5,5	5,0
Капитализация, млн. \$	8 048			
EV, млн. \$	8 822			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 49. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Чрезвычайно прочное финансовое положение
- 32% регионального рынка мобильной связи

Слабые стороны

- Незначительное количество акций в свободном обращении
- Недостатки в уровне обслуживания клиентов

Возможности

- Экспансия на новые рынки

Угрозы

- Низкий ARPU новых абонентов

Источники: оценки Альфа-банка

ВымпелКом

Илл. 50. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	768	1 317	1 703	2 051
ЕБИТДА, млн. \$	322	541	734	898
Чистая прибыль, млн. \$	130	233	328	401
P/E	28,1	15,6	11,1	9,1
EV/ЕБИТДА	13,1	7,8	5,7	4,7
Капитализация, млн. \$	3 641			
EV, млн. \$	4 210			
Число абонентов, '000	5 155			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 51. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Лидерство на московском рынке
- Альфа Групп в качестве стратегического инвестора

Слабые стороны

- Низкий ARPU новых абонентов

Возможности

- Выход на рынки оставшихся регионов и Украины
- Уменьшить плату за интерконнект в связи со структурными изменениями на московском рынке связи

Угрозы

- Поздний выход на оставшиеся рынки

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 52. Основные события

Дата Событие

20 ноября **ВымпелКом опубликовал сильные результаты 3Кв03, которые оказались вполне в пределах ожиданий рынка.** Выручка выросла на 25% из-за роста абонентской базы на 25% параллельно увеличению ARPU всего на 0,7% до \$14,4. Норма ЕБИТДА улучшилась, поднявшись до 47% против 46% в 2Кв02, по причине более медленного роста операционных издержек. В то же время, норма чистой прибыли увеличилась до 19% с 17% в предыдущем квартале. Более низкое, чем мы ожидали, повышение ARPU (до \$14,4 с \$14,3 в 2Кв02 против ожидаемых нами \$15) произошло из-за сокращения на 1% до 92,7 мин. средней длительности разговора относительно предыдущего квартала, что в свою очередь может быть объяснено растущей долей абонентов pre-paid, особенно в Московской лицензионной зоне, и отменой времени действия платежа по тарифам pre-paid. Т.о., небольшой рост ARPU объясняется сезонным увеличением выручки от роуминга. В то же время, компании удалось сохранить рост затрат под контролем, затраты на подключение абонента сократились на 11% до \$18,8 в основном благодаря низкому уровню в регионах (\$12). Однако компания ожидает, что в долгосрочной перспективе этот показатель в регионах вырастет из-за более высокой доли продаж через дилеров.

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 53. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	418	510	607	636
ЕБИТДА, млн. \$	191	242	300	296
Чистая прибыль, млн. \$	58	95	130	126
P/E	18,3	11,2	6,8	7,1
EV/ЕБИТДА	5,4	4,3	3,4	3,5
Капитализация, млн. \$	1 003			
EV, млн. \$	1 031			
Используется линий, '000	4 040			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 54. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Контрольный пакет МТУ-Информ

Слабые стороны

- Одни из наиболее устаревших региональных сетей

Возможности

- Выпуск АДР 3-го уровня при сохранении контроля над МТУ-Информом

Угрозы

- Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 55. Основные события

Дата Событие

6 ноября **Процесс консолидации принадлежащих Системе альтернативных телекомов начался.** На первом этапе, по словам генерального директора Системы Телеком Владимира Лагутина, будут объединены МТУ-Информ и Комстар. Следующим шагом будет присоединение Телмоса, 20% которого всё ещё принадлежат Ростелекому. Переговоры о выкупе пакета уже ведутся. По словам Семёна Рабовского, который руководит процессом слияния, наиболее вероятный шаг для МГТС – это покупка пакета акций Телмоса у Ростелекома и обменять его на 70% МТУ-Интел (у Системы), и, тем самым, стать единственным владельцем МТУ-Интел. Голден Телеком может стать 100% дочерней компанией консолидированного альтернативного оператора, но не его частью. По этому сценарию, МГТС получит 47% консолидированного оператора.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ростелеком

Илл. 56. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	845	1 005	1 219	1 296
EBITDA, млн. \$	352	387	419	410
Чистая прибыль, млн. \$	37	94	98	104
P/E	50,3	19,9	19,1	18,1
EV/EBITDA	4,4	4,0	3,7	3,8
Капитализация, млн. \$	1 704			
EV, млн. \$	1 552			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 57. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2007 г.
- Обладает инфраструктурой национального значения

Слабые стороны

- Бизнес не диверсифицирован
- Отсутствие стратегии развития

Возможности

- Стать ведущим провайдером услуг Интернет
- Более справедливая схема расчетов с региональными компаниями

Угрозы

- Альтернативные операторы связи

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 58. Основные события

Дата	Событие
3 ноября	Совет Директоров Ростелекома назначил Дмитрия Ерохина новым генеральным директором компании. Ерохин ранее был первым заместителем генерального директора Ростелекома с 2001 г., а ещё ранее он работал в Интерросе, где он занимался региональным развитием. Ерохин займёт место Сергея Кузнецова, который покинул Ростелеком в этом месяце, чтобы возглавить Северо-Западный Телеком.
13 ноября	Агентство S&P повысило долгосрочный кредитный рейтинг Ростелекома с В- до В с положительным прогнозом. Основными причинами стали понижение уровня задолженности, изменения в условиях расчётов с другими телекомами и устранение неопределённости в отношении долга Минфину, номинированного в йенах. Эта новость положительна для Ростелекома, так как более высокий кредитный рейтинг 1) приведёт к снижению стоимости заимствований и 2) увеличит уверенность инвесторов в финансовой стабильности компании.
14 ноября	Ростелеком опубликовал позитивные результаты 9М03, которые совпали с нашими ожиданиями. Выручка увеличилась на 12% в долларовом выражении из-за резкого роста трафика дальней связи (трафик междугородней связи вырос на 18%, исходящий международный трафик – на 6%, входящий международный – на 29%). Рост международного трафика особенно радует, учитывая то, что потеря доли рынка международной связи ранее была одной из основных слабых черт Ростелекома.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Наталья Шевелёва
(7 095) 795-3725

За 9 мес. 2003 г. производство стального проката в России выросло на 6,3%

Металлургия

За 9 мес. текущего года производство стального проката в России выросло по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 6,3% (до 38,6 млн. т). По нашим оценкам, за весь год в стране будет произведено 51,1 млн. т стального проката. По Северстали этот показатель составит 8,7 млн. т.

Российские трубные заводы продолжают динамично наращивать производство: выпуск трубной продукции увеличился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 18,9% (до 4,543 млн. т). На фоне роста капвложений у нефтяных компаний по темпам роста лидируют Выксунский метзавод и ЧТПЗ (+22% +41%, соответственно). ЧТПЗ выпустил отчет за 9 мес. 2003 г. по РСБУ, и мы внесли соответствующие корректировки в модель DCF. В частности, мы повысили прогноз по объему производства за весь 2003 г. до 841 тыс т, по выручке – до \$427 млн. Вместе с тем мы были вынуждены учесть значительные управленческие расходы компании, снизив прогноз по операционной рентабельности на 1 п.п. (до 8,7%). В результате наш прогноз по чистой прибыли не претерпел изменений (\$14 млн). Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ и расчетную цену \$0,37 за акцию.

**Илл. 59. Выпуск продукции ведущими предприятиями черной металлургии за 9 мес. 2003 г.**

Компания	9 мес. 2002	9 мес. 2003	Изменение	2003 (оц.)
Северсталь	6,2	6,6	5,7	8,7
ММК	7,4	7,6	3,3	10,6
НЛМК	5,9	6,2	3,9	8,2
ЗСМК	3,5	4,0	12,2	4,8
НТМК	2,9	3,0	4,9	4,1
Мечел	2,0	2,0	-1,4	3,1
НОСТА	1,4	1,8	27,9	2,4
КМК	1,5	1,6	5,0	2,1
ОЭМК	1,5	1,6	6,7	2,1
Россия, всего	36,3	38,6	6,3	51,1

Источники: Госкомстат, отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Илл. 60. Выпуск продукции ведущими предприятиями трубной промышленности за 9 мес. 2003 г.

Компания	9 мес. 2002	9 мес. 2003	Изменение	2003 (оц.)
Северский трубный з-д	387	428	10.4	570
Синара	407	439	8.0	586
Тагмет	312	413	32.5	550
Волжский трубный з-д	409	531	29.8	681
Выксунский метзавод	537	655	22.0	914
ЧТПЗ	445	630	41.6	841
ПНТЗ	454	523	15.1	697
Россия, всего	3821	4543	18.9	5786

Источники: Госкомстат, отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

МАП приступил к рассмотрению дела о якобы допущенных ММК, НЛМК и Северсталью нарушениях антимонопольного законодательства

МАП приступил к рассмотрению вопроса о вменяемых ММК, НЛМК и Северстали нарушениях антимонопольного законодательства. 19 ноября состоялось заседание комиссии МАП, на котором были заслушаны позиции сторон. Однако никакого решения принято не было. По словам замминистра по антимонопольной политике Анатолия Голомзина, решение по данному вопросу может быть принято на очередном заседании комиссии предположительно в последней декаде декабря. Мы полагаем, что МАП не станет вмешиваться в ценообразовательную политику ведущих российских сталелитейных заводов.

Rouge обещает продать активы Северстали за \$215 млн

Северсталь предприняла новые шаги, направленные на приобретение Rouge Industries (США). В ноябре американская компания подписала с Северсталью соглашение о намерении продать свои активы примерно за \$215 млн.

Приобретение Rouge позволило бы Северстали увеличить объем экспорта в США

Мощности Rouge Industries, холдинговой компании Rouge Steel Company, составляют около 3,2 млн. т стали в год. Ее крупнейшими заказчиками являются американские автозаводы. Rouge Industries заявила о своем банкротстве, подчеркнув при этом, что не намерена прекращать обслуживать клиентов в период прохождения процедуры банкротства.

Ожидается, что сделка может быть завершена в январе-феврале. Тендер состоится 19 декабря. Теперь судьба сделки зависит только от утверждения трудового соглашения с Профсоюзом автомобилестроителей США (UAW) и результатов тендера. До 17 декабря Северсталь должна сообщить, достигнуто ли соглашение с UAW. Приобретение Rouge позволило бы компании увеличить экспортные поставки на высокорентабельный рынок США. Кроме того, Северсталь могла бы получить дополнительные мощности по выпуску продукции с высокой добавленной стоимостью и сбытовую сеть, охватывающую крупных американских заказчиков.

В декабре госорганы Венгрии назовут имя победителя в конкурсе на приобретение госкомпании Dunaferr

24 декабря госорганы Венгрии должны будут назвать имя победителя в конкурсе на приобретение госкомпании Dunaferr, в котором Северсталь тоже принимает участие. Dunaferr – крупнейшее венгерское сталелитейное производство. В 2002 г. компания произвела около 1,6 млн. т стали.



Заявки принимаются до 8 декабря. Кроме Северстали о своем намерении принять участие в конкурсе объявили Companhia Siderurgica Nacional (SID), консорциум в составе Промышленной корпорации «Донбасс» и Алчевского металлургического комбината (Украина) и другой консорциум в составе LNM Holdings и Ispat Nova Hut.

Мы полагаем, что приобретение Dunaferг могло бы дать Северстали выход на рынок продукции с высокой добавленной стоимостью в странах Евросоюза.

Примерно половину своей продукции Северсталь отправляет на экспорт, и, с нашей точки зрения, стремление компании закрепиться на основных экспортных рынках вполне естественно. В 2004 г., мы, возможно, узнаем о дальнейших планах Северстали по приобретению активов. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям Северстали.

Прогноз по ценам на цветные металлы пересмотрен в сторону повышения: средняя цена никеля в 2003 г. составит ориентировочно \$9300

Высокий уровень цен на цветные металлы в 4-м кв. 2003 г. позволяет пересмотреть наш прогноз на 2003-2004 гг. по ценам на никель и медь. За период с января по ноябрь текущего года средняя цена никеля на LME составила \$9150 за т, а с середины сентября по настоящее время стабильно держится выше \$10000. С учетом этого мы повысили прогноз по средней цене никеля за 2003 г. на 4% (с \$8900 до \$9300 за т). По оценкам, тенденция к сохранению роста спроса в 2004 г. на уровне 4% приведет к возникновению дефицита предложения в размере 50 тыс т. Исходя из этого, мы повысили прогноз на 2004 г. с \$9500 до \$11000 за т.

... меди – \$1750,

За 11 месяцев текущего года средняя цена меди на LME составила \$1734 за т (с середины октября по настоящее время держится выше \$1900), что позволяет повысить прогноз по итогам 2003 г. на 3% (с \$1700 до \$1750 за т).

В 2004 г. цена платины вырастет до \$750, а платины снизится до \$200 за унцию

За период с января по ноябрь 2003 г. средняя цена платины и палладия составила \$679 и \$202 за унцию, соответственно. Мы не меняем свой прогноз по цене этих металлов в 2003 г. (\$680 и \$200). Вместе с тем, принимая во внимание более динамичный, чем ожидалось рост цен на платину, мы повышаем прогноз на 2004 г. с \$600 до \$750 за унцию. Напротив, сохранение низких цен на рынке палладия заставило нас снизить прогноз по цене этого металла в 2004 г. (с \$200 до \$250 за унцию).

Скорректировав модель DCF по Норильскому Никелю, мы повысили расчетную цену по его акциям с \$65 до \$68 с прежней рекомендацией ПОКУПАТЬ.

Мы по-прежнему ожидаем, что в декабре Норильский Никель раскроет информацию о запасах цветных металлов

Мы по-прежнему ожидаем, что в декабре Норильский Никель раскроет информацию о запасах цветных металлов. Что же касается аналогичной информации по МПГ, то компания, по-видимому, сможет предоставить ее во 2-м кв. 2004 г. Мы полагаем, что в декабре Норильский Никель примет участие в тендере на разработку золотоносного месторождения Титимухта. Тендер на разработку этого месторождения с запасами 1,1 млн. унций (по С2) намечен на 3 декабря. Однако следует отметить, что для Норильского Никеля этот проект не столь масштабен, и поэтому даже в случае победы Норильского Никеля на аукционе мы расцениваем его как нейтральный для компании. 29 декабря состоится внеочередное собрание акционеров Норильского Никеля, на котором будут утверждены выплата промежуточных дивидендов за 9 мес. 2003 г. в размере 41,2 рубля (\$1,41) на акцию.

**Илл. 61. Средняя цена цветных и драгметаллов за 11 мес. 2002 г. и 11 мес. 2003 г.**

	Янв-ноябрь 2002 г.	Янв-ноябрь 2003 г.	Изменение, %
Алюминий, \$/т	1 348	1 420	5,3
Медь, \$/т	1 558	1 734	11,3
Никель, \$/т	6 762	9 151	35,3
Платина, \$/унция	537	679	26,5
Палладий, \$/унция	345	202	-41,5
Золото, \$/унция	309	359	16,2

Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Илл. 62. Прогноз по средней цене цветных металлов и МПГ на 2003-2005 гг.

		2000	2001	2002	2003П	2004П	Долгоср. цена
Цв. металлы							
Никель, \$/т	Новый прогноз	8 653	5 970	6 780	9 300	11 000	7 277
	Прежний прогноз	8 653	5 970	6 780	8 900	9 500	7 277
	Изменение, %	0	0	0	4	16	0
Медь, \$/т	Новый прогноз	1 814	1 580	1 559	1 750	1 874	1 874
	Прежний прогноз	1 814	1 580	1 559	1 700	1 874	1 874
	Изменение, %	0	0	0	3	0	0
Алюминий, \$/т		1 547	1 447	1 350	1 425	1 550	1 500
МПГ							
Платина, \$/унция	Новый прогноз	547	530	540	680	750	450
	Прежний прогноз	547	530	540	680	600	450
	Изменение, %	0	0	0	0	25	0
Палладий, \$/унция	Новый прогноз	685	599	337	200	200	300
	Прежний прогноз	685	599	337	200	250	300
	Изменение, %	0	0	0	0	-20	0

Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Норильский Никель

Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	3 094	4 855	5 254	5 169
ЕБИТДА, млн. \$	1 195	2 354	2 608	2 573
Чистая прибыль, млн. \$	315	1 335	1 541	1 513
P/E	38,5	9,1	7,9	8,0
EV/ЕБИТДА	10,3	5,2	4,7	4,8
Капитализация, млн. \$	12 139			
EV, млн. \$	12 307			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 64. 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

- Информация об объемах производства и резервах засекречена
- Рост экспортных пошлин, снижение квот на экспорт МПГ

Источники: оценки Альфа-банка



Илл. 65. Основные события

Дата	Событие
31 октября	Группа ЕвразХолдинг (НТМК, Запсиб и КМК) опубликовала как консолидированные финансовые результаты за первое полугодие 2003, так и результаты Запсиба и НТМК. Консолидированные результаты встретили наши ожидания: в результате благоприятного рынка стали и возросшей продукции, цифры были сильными как для холдинга в целом, так и для его отдельных компаний. Результаты за полугодие поддерживают наш прогноз на полный год для группы: мы ожидаем выручку, операционную прибыль и чистую прибыль соответственно на уровне \$2673 млн., \$718 млн. и \$507 млн. Чистая рентабельность группы за полугодие 18,8% полностью соответствует нашим оценкам.
3 ноября	ГМК Норильский Никель примет участие в тендере (середина ноября) на месторождении золота Титимухта. Месторождение открыто в 1990 году, расположено в Северо-Енисейском районе Красноярского края в 50 км. от районного центра Северо-Енисейск. Его ресурсы оцениваются в 34,3 тонны (1,1 млн. унц), среднее содержание золота составляет 2,2-9,5 г/тонну. В терминах ресурсов месторождение небольшое, но привлекательное, так как предназначено для открытой разработки. При капитальных вложениях, оцениваемых около \$20 млн. возможна добыча золота на уровне 1.8-2 tons (0.06 млн. унц) золота в год. Победитель получит лицензию на 20 лет, что покрывает максимально возможный период использования месторождения.
3 ноября	Арбитражный суд Москвы третий раз рассмотрит дело о законности реструктуризации Норильского Никеля. Напомним, что ФКЦБ ставила под вопрос законность реструктуризации Норильского Никеля. Арбитражный суд Москвы уже два раза рассматривал дело, 5 апреля 2001 года и 20 июня 2003 года, и каждый раз отклоняло иск ФКЦБ. В результате реорганизации группы, Интеррос и миноритарные акционеры стали акционерами ГМК Норильский Никель, консолидировавшего ключевые активы группы. Тот факт, что законность реструктуризации ставится под вопрос, повышает риски инвестирования в акции Норильского Никеля, что не отвечает как интересам Интерроса, так и интересам миноритарных акционеров.
13 ноября	Совет директоров ГМК Норильский Никель объявил (первый раз в истории компании) промежуточные дивиденды в размере 42,1 руб. (\$1,41) на обыкновенную акцию (с дивидендной доходностью 2,6%) за 9M03. Общие дивидендные выплаты составят 9 млрд. руб. (\$302 млн). Датой отсечения назначено 13 ноября, и выплаты будут произведены до 28 февраля. Внеочередное собрание акционеров для одобрения дивидендов пройдет 29 декабря. Чистая прибыль Норильского Никеля по РСБУ составила 27 млрд. руб. (\$872 млн) за 9M03, и, таким образом, коэффициент выплаты дивидендов составил 33% по РСБУ. В соответствии с объявленной компанией долгосрочной дивидендной политикой, коэффициент выплаты дивидендов составляет 20-25% от чистой прибыли по IAS. Мы ожидаем, что чистая прибыль по МСБУ составит \$1.2 млрд., и, таким образом, мы ожидали, что дивидендные платежи за 2003 год могли составить \$250-310 млн. Объявление промежуточных дивидендов предполагает, что накопленный коэффициент выплат за 2003 год превысит 25%. Тем не менее, это должно рассматриваться скорее как разовое событие вызванное сильным денежным потоком в 2003, а не изменениями в долгосрочной дивидендной политике компании. Мы ожидаем, что сильный рынок металлов в 2003-2004 годах позволит компании профинансировать программу капитальных вложений, а также приобретения (более того, соотношение долга компании к акционерному капиталу составляет менее чем 10% по сравнению со средним процентом для иностранных конкурентов на уровне 60%). Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции компании.
26 ноября	Норильский Никель обратился в Министерство по Антимонопольной Политике за разрешением о приобретении 2,2% Красноярскэнерго. В декабре 2002 г. Норильский Никель приобрёл 19,7% уставного капитала Красноярскэнерго за \$37,9 млн., увеличив свою долю в энергокомпании с 3,7% до 23,5%. Акции были куплены примерно по \$0,25 за акцию (\$69/кВт). С конца 2002 г. Норильский Никель консолидировал блокирующий пакет, получив контроль над 30% обыкновенных акций. Однако из-за чистого убытка Красноярскэнерго в 2002 г. в размере 2 333 млн. руб. (\$71 млн.), держатели привилегированных акций компании получили право голоса на ежегодном собрании 2003 г. Поэтому Норильскому Никелю придётся собрать 25% всего уставного капитала, чтобы аккумулировать блокирующий пакет в Красноярскэнерго.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 965	2 306	2 281	2 210
ЕБИТДА, млн. \$	487	784	743	662
Чистая прибыль, млн. \$	178	401	358	289
P/E	N/3	6,0	6,7	8,3
EV/ЕБИТДА	5,4	3,4	3,6	4,0
Капитализация, млн. \$	2395			
EV, млн. \$	2646			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 67. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Прочное финансовое положение, норма ЕБИТДА (МСБУ) в 2002 г. – 25% • Профессиональная команда руководства
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении – около 6% • Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Проект по производству труб большого диаметра • \$180 млн. СП с Arcelor по производству оцинкованной стали
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Введение дополнительных ограничений на экспорт • Ухудшение условий поставки сырья – угля и руды

Источники: оценки Альфа-банка



Илл. 68. Основные события

Дата	Событие
31 октября	Северсталь опубликовала финансовые результаты за 9М03 по РСБУ. Выручка выросла на 45% год-к-году прежде всего из-за роста цен на 39% год-к-году (выпуск вырос на 5% за период). Этот рост связан с постепенным улучшением рынка. Затраты выросли только на 25% год-к-году, и валовая прибыль возросла на 110% год-к-году до \$659 млн. В то же время прочие расходы упали на 78% год-к-году до \$32 млн. Чистая прибыль составила \$458 млн. за 9М03 против \$71 млн. за 9М02.
18 ноября	МАП начнет рассмотрение дело в отношении ММК, НЛМК и Северстали относительно подозреваемого нарушения антимонопольного законодательства. По словам замминистра по антимонопольной политике Андрея Цыганова рассмотрение проводится после обращений в министерство Газпрома и Транснефти, которые столкнулись со значительным ростом цен на трубы в этом году. Производители труб объяснили в свою очередь рост цен повышением цен на штрипс, которые возросли на внутреннем рынке с начала года на 20-30% из-за возросших цен на мировом рынке. Мы не ожидаем, что МАП введет какие-либо ограничения на ценообразование для основных производителей, так как рост цен может быть обоснован ростом цен на сырье, а также ростом цен на мировых рынках. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции компании.
23 ноября	Rouge Industries достигла соглашения с Северсталью о продаже активов за примерно \$215 млн. Мощности компании Rouge Industries составляют около 3,2 млн. тонн в год, и ее крупнейшими клиентами являются американские автопроизводители: продажи компании Ford составляют около 35% от общих продаж, и компаниям GM и Chrysler по 10% от общих продаж. Компания произвела 2.7 млн. тонн проката в 2002 против 2,4 млн. тонн в 2001. Выручка, операционный убыток и чистый убыток компании составили соответственно \$1127 млн., \$77 млн. и \$52 млн. в 2002. Чистый долг компании составил \$184 млн. на конец 2002 года, и текущая EV оценивается в \$125 млн.
24 ноября	Rouge Industry (компания, которую планирует купить Северсталь) получила одобрение суда по банкротству на продажу активов через аукцион. Однако другие заявки принимаются вплоть до 18 декабря, а аукцион пройдет 19 декабря. Сделка теперь зависит от ратификации коллективного трудового договора с профсоюзом United Automobile Workers of America (UAW), и результатов аукциона. Северсталь должна раскрыть, удалось ли ей достичь согласия с UAW до 17 декабря. Согласно сообщению Associated Press Newswires, президент UAW Джерри Салливан (Jerry Sullivan) заявил, что профсоюз продолжает поддерживать заявку Северстали. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям Северстали.
25 ноября	ФКЦБ выдала разрешение на выпуск Северсталью GDR на 19,9% уставного капитала компании. Это максимально возможная цифра без необходимости получения одобрения МАП. Северсталь не планирует пока получать биржевой листинг, и торговаться бумаги будут на европейском внебиржевом рынке. В настоящий момент портфельным инвесторам принадлежит около 8% акций Северстали

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Павел Соколов
(7 095) 795-3735

АвтоВАЗ ищет иностранного инвестора

...однако показатели рентабельности падают

Машиностроение

В ходе состоявшейся недавно пресс-конференции АвтоВАЗа было объявлено, что в настоящее время компания ведет переговоры о размещении 5% своих обыкновенных акций путем закрытой подписки. До конца года эти акции будут проданы портфельным инвесторам. Ни цены, ни покупатели названы не были. По нашим оценкам, в собственности менеджмента завода находится 52% обыкновенных акций АвтоВАЗа, а это означает, что для сохранения контроля над предприятием, его руководство будет вынуждено провести допэмиссию. На подготовку к допэмиссии требуется определенное время, а поэтому провести выпуск новых акций до конца текущего года вряд ли удастся. Газета «Ведомости» сообщила, что в начале следующего года АвтоВАЗ планирует провести разместить по закрытой подписке еще 7-8% акций.

Отчет по МСФО за 1-е полугодие 2003 г. указывает на те же тенденции, которые обнаружились в отчете по РСБУ: издержки росли быстрее выручки. Оборот вырос по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 6,5% (\$1,950 млрд), а стоимость реализованной продукции – на 10,3%. В результате валовая рентабельность снизилась с 17% до 14%. Отмена налога на пользователей автодорог привело к некоторому сокращению коммерческих и общехозяйственных расходов.

Чистая прибыль выросла более чем в 2 раза, так как АвтоВАЗу удалось реструктурировать задолженности по налогам, отразив прибыль в размере \$63 млн от реструктуризации налогового кредита по статье «Прочие расходы», а также, так как АвтоВАЗ списал неиспользованную часть резервов по претензиям по налогу на прибыль в размере \$79 млн, численную в 2000 г. В итоге статья «Прочие расходы» увеличилась лишь на \$16 млн (в 1-м полугодии текущего года компания не имела прибыли от изменения покупательной способности рубля, тогда как за аналогичный период прошлого года она составила \$68 млн). Показатели рентабельности в целом оказались близки к нашему прогнозу на конец текуще-



го года, но последние, видимо, придется пересмотреть в сторону понижения: результаты по РСБУ за 9 мес. 2003 г. были слабыми.

ОМЗ планирует увеличить капвложения

Мы внесли в модель новые данные из плана компании по капвложениям и покупке активов. В 2003-2008 гг. завод намерен инвестировать в основные фонды \$210 млн, т.е. около \$35 млн в год. Предыдущий план по капвложениям предусматривал расходы в размере \$28 млн в год. В 2003 г. ОМЗ израсходовал на приобретение активов около \$26 млн. В смете на 2004 г. на эти цели планируется израсходовать \$30 млн. Приняв во внимание рост капзатрат на модернизацию производства и, прогнозируя соответствующий рост рентабельности, мы несколько повысили расчетную цену акций (с \$9,2 до \$9,5).

Силовые Машины стараются привлечь портфельных инвесторов

В ноябре Силовые Машины разместили 1,2 млрд. обыкновенных акций по закрытой подписке (17% уставного капитала, или 19% голосующих акций) среди ряда иностранных портфельных инвесторов. Пакет акций был продан за \$44 млн, или \$0,03624 за акцию. При такой цене акций стоимость компании составляет \$336 млн, а коэффициент 2002 EV/EBITDA за 2002 г. 4,0.

В настоящее время компания осуществляет перевод своих дочерних предприятий на единую акцию путем конвертации их бумаг в акции Силовых Машин. По данным на октябрь 2003 г., группа Силовые Машины владела 75% Электросилы, 78% ЛМЗ и 77% ЗТЛ. Силовые Машины конвертируют бумаги указанных трех компаний в свои акции из расчета 1:71, 1:70 и 1:200, соответственно. В октябре акционеры «дочек» проголосовали за переход на единую акцию. В течение 45 дней после даты соответствующего внеочередного собрания акционеров держатели акций «дочек», проголосовавшие «против» или не участвовавшие в голосовании, могут потребовать выкуп своих акций. Силовые Машины выкупают акции Электросилы, ЛМЗ и ЗТЛ по цене \$3,05, \$3,01 и \$8,60, соответственно. В противном случае бумаги этих акционеров будут обменяны на акции Силовых Машин. Компания планирует выпустить 812 млн. акций путем обмена последних на бумаги миноритарных акционеров дочерних компаний. По завершении процедуры согласований в ФКЦБ и РТС акции Электросилы и ЛМЗ будут исключены из листинга РТС. Мы полагаем, что это произойдет в середине декабря.

Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	435	461	469	471
EBITDA, млн. \$	46	49	51	51
Чистая прибыль, млн. \$	39	13	13	13
P/E	6,5	19,4	20,0	20,0
EV/EBITDA	7,2	6,7	6,5	6,4
Капитализация, млн. \$	253			
EV, млн. \$	329			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 70. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста на российском рынке машиностроения; 65% рынка бурового, 90% горнодобывающего оборудования
- Рост ликвидности акций вследствие выпуска АДР 1-ого уровня

Слабые стороны

- Низкая рентабельность (норма чистой прибыли в 2002 – 4%)
- Недостаток квалифицированной рабочей силы

Возможности

- Развитие основного бизнеса в результате реструктуризации, инвестиции в 2003-2008 гг. – 210 млн. долл.
- Выход на новый сегмент рынка (плавание буровые платформы)

Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 71. Основные события**

Дата	Событие
31 октября	ОМЗ опубликовали свою первую промежуточную отчетность по US GAAP – за 1П03. Выручка выросла на 6% год-к-году в 1П03 до \$216 млн., что превысило темп роста затрат на 2 пп. Это позволило валовой прибыли вырасти на 12% до \$61 млн., что подразумевает норму валовой прибыли 28%. Из-за существенного роста управленческих, коммерческих и административных расходов на 71%, норма операционной прибыли упала всего до 5% против 12% в 1П02. Большая часть этого роста объясняется \$6 млн. дохода от списания устаревших запасов в 1П02. За весь 2003 г. мы ожидаем дальнейшего роста управленческих, коммерческих и административных расходов по причине нескольких приобретений. Чистая прибыль в 1П03 была значительно повышена благодаря \$12 млн. дохода (6% от выручки) от продажи сегмента по производству металлургического оборудования Северстали. За исключением этого, норма чистой прибыли оказалась бы равна всего 1%.
19 ноября	ОМЗ опубликовали основные параметры программы капитальных вложений на 2004-2008 гг. Компания вложит \$210 млн. на модернизацию оборудования, НИОКР и развитие дополнительных услуг (послепродажный и гарантийный сервис, кредиты покупателям оборудования и лизинг). Это подразумевает \$42 млн. капитальных вложений в год. Предыдущая долгосрочная программа инвестиций была принята в 2001 г. и предусматривала расходы в размере \$140 млн. в 2001-2005 гг., или \$28 млн. в год. Все указанные выше суммы не включают расходы на приобретение предприятий. Компания потратила на это \$33 млн. в 2002 г. и уже потратила \$26 млн. в 2003 г. Мы ожидаем, что покупки предприятий в 2004 г. потребуют у ОМЗ около \$30 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка

Александр Свинов
(7 095) 795-3745

Пищевая промышленность и розничная торговля

Остановка переговоров ВБД и Danone не является снижением интереса французской компании

Заявление «Вимм-Биль-Данна» (ВБД) об остановке переговоров с Danone вызвало негативную реакцию рынка в виде 10%-ного падения котировок акций ВБД. Даже, несмотря на то, что компания официально подтвердила факт остановки переговоров, мы не прогнозируем какого-либо фундаментального изменения в позиции каждой стороны, и считаем, что ВБД сохраняет свою инвестиционную привлекательность для Danone. Мы считаем, что остановкой послужили разногласия относительно той роли, которую будет играть нынешнее руководство ВБД: должно ли оно остаться или уйти.

1 декабря ВБД опубликует результаты своей деятельности за 9М03 г., которые, по нашему мнению, будут слабы на фоне растущего рынка, в первую очередь счет снижения объемов выпуска в 3Кв03 г. Мы прогнозируем рост затрат на рекламу, маркетинг и транспортировку.

Результаты Балтики были смешанными: производство росло слабо, но финансовые показатели по-прежнему сильны

Судя по отчету, итоги деятельности Балтики за 9 месяцев 2003 г. оказались неоднозначными: хорошие финансовые показатели наряду со слабыми результатами операционной деятельности. Выручка компании за квартал выросла на 7% в результате роста объема производства на 4% и на 3% – цены на продукцию. EBITDA и чистая прибыль выросли на 14% и 9%, соответственно, год-к-году. Однако, за 9 месяцев 2003 г. компания потеряла 2 п.п. рынка, и в итоге ее рыночная доля составляет 20,8%.



ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 72. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	825	965	1143	1345
ЕБИТДА, млн. \$	84	95	131	165
Чистая прибыль, млн. \$	36	41	61	84
P/E	23,2	20,3	13,6	9,9
EV/ЕБИТДА	10,6	9,4	6,9	5,5
Капитализация, млн. \$	828			
EV, млн. \$	899			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 73. 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

Балтика

Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	683	751	824	886
ЕБИТДА, млн. \$	234	253	270	280
Чистая прибыль, млн. \$	137	136	144	148
P/E	10,6	10,6	10,1	9,8
EV/ЕБИТДА	6,5	6,0	5,6	5,4
Капитализация, млн. \$	1 447			
EV, млн. \$	1 514			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 75. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 76. Основные события

Дата	Событие
25 ноября	<p>Результаты Балтики за 3Кв03 соответствовали росту рынка: объемы пива выросли на 4,3% до 4,9 млн. гкл г-к-г, рост выручки составил 7%, при том, что цены выросли на 2,6% год-к-году. Компания объясняет медленный рост рынка ростом акцизов на 25%, который имел место в январе этого года. Валовая прибыль компании выросла на 7,5% до \$112,7 млн., и валовая рентабельность осталась стабильной. Тем не менее, доля продаж продукции в пластиковой упаковке возросла до 36% за счет бутилированного пива, что привело к ухудшению структуры продуктов, и нивелирует рост цен.</p> <p>Результаты лучше цифр за 1П03 (когда объемы снизились на 4% г-к-г), но взятые вместе они не воодушевляют; рыночная доля компании за 9М03 снизилась почти на 2 п. п. до 20,8%, и рост цен оказался существенно ниже инфляции (по прогнозу на 2003 рост цен составит 5,4%, и укрепление реального курса рубля достигнет 18%)</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю

Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	410	510	628	729
EBITDA, млн. \$	70	94	116	137
Чистая прибыль, млн. \$	-3	10	26	37
P/E	N/3	81,4	29,8	21,1
EV/EBITDA	13,3	9,9	8,0	6,8
Капитализация, млн. \$	778			
EV, млн. \$	932			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 78. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Вторая по величине российская пивоваренная компания с широко узнаваемыми марками
- Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров
- Развитая дистрибьюторская сеть

Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

Возможности

- Новые формы упаковки и новые сорта пива увеличат долю рынка

Угрозы

- Рост конкуренции и замедление рынка будут негативно влиять на денежные потоки компании

Источники: оценки Альфа-банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 79. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	84	103	124	142
EBITDA, млн. \$	16	19	21	23
Чистая прибыль, млн. \$	9	11	13	14
P/E	12,37	10,13	8,84	8,00
EV/EBITDA	6,30	5,38	4,67	4,30
Капитализация, млн. \$	112			
EV, млн. \$	100			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 80. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Наиболее известное российское предприятие розничной торговли
- Удачное местоположение

Слабые стороны

- Отсутствие внешних источников финансирования
- Отсутствие ликвидности на локальных рынках, маленький free float

Возможности

- Расширение сети универмагов "Стильный город" в Москве и регионах

Угрозы

- Ужесточение конкуренции, особенно в центре Москвы

Источники: оценки Альфа-банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

16%-ное сокращение чистой прибыли по итогам 9М03 заставило нас изменить рекомендацию на ДЕРЖАТЬ

Доходность кредитных операций снизилась на 13% из-за жесткой рыночной ситуации...

...но расходы на персонал продолжают быстро расти (+35%)

Банковский сектор

В ноябре Сбербанк выпустил отчет за 9 мес. 2003 г. Если в 1-м полугодии текущего года прибыль банка увеличилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 24%, то по итогам 9 месяцев она, наоборот, сократилась на 16%. Мы снизили прогноз по чистой прибыли Сбербанка по итогам текущего года до \$950 млн.

Мы полагаем, что Сбербанк стал жертвой жесткой рыночной ситуации. Если в прошлом году доходность кредитных операций Сбербанка составляла 17,6%, то в 3-м кв. текущего года лишь 13,4%. И хотя стоимость финансирования осталась на прежнем уровне, снижение рентабельности кредитных операций привело к замедлению роста прибыли.

Следует отметить, что руководство Сбербанка старается предотвратить дальнейшее ухудшение финансовых показателей. По итогам 9 мес. текущего года банку удалось увеличить доходы от кредитных операций на 13% и замедлить рост расходов на персонал (+35% по сравнению с +37% за аналогичный период прошлого года). Однако принимаемые меры явно недостаточны.



Илл. 81. Основные статьи отчета о прибылях и убытках за 2002-2003 гг.

	1П2002	1П2003	Изменение, %		9 мес. 2002 9 мес. 2003		Изменение, %
Доходы от операций по кредитованию	1 313	1 488	13,3	2 003	2 268	13,2	
Доходы от операций с облигациями	458	535	16,9	750	961	28,1	
Процентные выплаты по депозитам	790	1 045	32,3	1 243	1 654	33,0	
Расходы на персонал	549	752	37,2	836	1 124	34,5	
Прибыль до налогообложения	608	752	23,7	1 019	857	-15,9	

Источник: отчеты Сбербанка, оценка Альфа-Банка

В отсутствие факторов роста в 2004 г. мы изменяем рекомендацию по акциям Сбербанка на ДЕРЖАТЬ

С учетом этих неблагоприятных результатов мы снизили расчетную цену по обыкновенным акциям до \$300 и изменили рекомендацию на ДЕРЖАТЬ. Масштабную инвестиционную программу банк начал реализовывать недавно (в 2002 г.), и поэтому ему будет очень сложно сдерживать рост издержек. По нашим оценкам, в лучшем случае снижение затрат начнется в 2005 г., когда предыдущие инвестиции в системы автоматизированного управления позволят менеджменту снизить численность персонала. Если этого не произойдет, то, по нашим оценкам, потенциал роста акций не превысит 15%. В настоящее время акции Сбербанка торгуются с коэффициентами P/BV 1,1 и P/E 5,2. Мы полагаем, что низкий уровень биржевых котировок отражает скептическое отношение рынка к возможности их роста в ближайшем будущем.

Сбербанк

Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Активы, млн. \$	34 204	41 045	45 972	53 025
Чистая прибыль, млн. \$	960	1 152	1 136	1 127
P/E	4,9	4,1	4,2	4,2
Капитализация, млн. \$	4 933			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 83. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 84. Основные события

Дата	Событие
10 ноября	Сбербанк опубликовал финансовые результаты за 9М03, которые показали снижение прибыли на 16% год-к-году против роста на 24% год-к-году в 1П03. Мы снижаем наш прогноз чистой прибыли до \$950 млн на 2003 год., и ожидаем, что капитал Сбербанка составит \$4500 млн. к концу года. В результате, мы снижаем нашу расчетную цену до \$300 за акцию, и рекомендуем ДЕРЖАТЬ акции компании. На наш взгляд, Сбербанк стал жертвой жестких рыночных условий. В 3Кв03 доходность операций по кредитам составила только 13,4% против 17,6% год назад. Хотя стоимость фондирования не изменилась, сузившиеся возможности кредитования повлияли на рост прибылей
21 ноября	Минфин позволит региональным бюджетам открывать банковские депозиты; на данный момент это могло бы привести к притоку \$1,5 млрд. С 2004 г. российские регионы, которые не получают дотации из федерального бюджета получают право открывать банковские депозиты, чтобы управлять своей свободной ликвидностью. Сейчас регионам приходится держать свободные средства в федеральном Казначействе. Сумма свободных средств, принадлежащих так называемым регионам-донорам, составляет примерно \$1,5 млрд на данный момент. Решение Минфина, предоставляющее регионам-донорам право размещать средства в банках, означает некоторое смягчение текущей фискальной системы, которое требует держать фискальные счета в федеральном Казначействе. С экономической точки зрения, такой шаг означает, что, несмотря на введение стабилизационного фонда и системы спецсчетов для учёта НДС, мы не должны ожидать сокращения ликвидности в 2004 году. Обе меры сократят ликвидность системы на \$5-6 млрд., тогда как только намеченное ЦБР сокращение фонда обязательного резервирования для банков скомпенсирует около \$2-3 млрд. Новые правила Минфина для региональных бюджетов, таким образом, тоже будут среди мер, компенсирующих сжатие ликвидности.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Валентина Крылова**

(7 095) 795-3742

Екатерина Леонова

(7 095) 785-9678

Рынок российских еврооблигаций был волатильным под влиянием событий вокруг ЮКОСа и продаж на рынке акций

Рынок облигаций

Расследование дела ЮКОСа и нестабильность фондового рынка оказывали давление на цены российских еврооблигаций в ноябре. Результатом такого влияния стала высокая волатильность российского долгового рынка, особенно цен корпоративных выпусков, которые были более чувствительны к внутренним новостям. Кроме того, наблюдалось снижение корреляции с американским долговым рынком, что способствовало увеличению спредов к Казначейским обязательствам США. Объемы торгов были крайне низкими, так как инвесторы не принимали важных решений в ситуации политической неопределенности. В целом в ноябре преобладали продажи российских еврооблигаций, в то время как попытки оживить рынок не были поддержаны вследствие:

1. опасений, что S&P снизит суверенный рейтинг РФ. Агентство сообщило, что не исключает такой возможности, мотивируя свое заявление ситуацией вокруг ЮКОСа и ухудшением инвестиционного климата;
2. массовых продаж на фондовом рынке (индекс РТС упал ниже важного уровня 500 пунктов), которые усилили негативные настроения инвесторов;
3. решения JP Morgan понизить вес российских еврооблигаций в своем портфеле с "overweight" до "marketweight", что повлекло за собой соответствующий пересмотр структур портфелей инвесторов.

Однако с учетом того, что на конец октября в результате эскалации конфликта вокруг ЮКОСа был зафиксирован локальный минимум цен внешнедолговых обязательств РФ, рост котировок месяц-к-месяцу составил 0,1-0,2% по еврооблигациям с погашением в 2005-2010 гг и 0,5%-2% по бумагам с большими сроками до погашения.

Выборы в Думу вызовут ралли на рынке российских еврооблигаций в первой декаде декабря,...

...в дальнейшем важными факторами будут макроэкономическая ситуация в РФ и динамика КО США

Главным политическим событиям, таким как парламентские и президентские выборы, обычно предшествует резкий рост котировок валютных обязательств РФ. Мы ожидаем, что декабрьские выборы в Думу не станут исключением в отсутствие негативных корпоративных новостей и при условии стабильности фондового рынка.

Начиная со второй половины декабря рост российского долгового рынка будет зависеть от:

1. результатов заседания Комитета по операциям на открытом рынке ФРС и динамики казначейских обязательств США. На данный момент спред между российскими суверенными облигациями и Казначейскими обязательствами США расширился до уровня начала сентября (210-230 б.п. по Евро-30), что предполагает потенциал ценового роста. Однако, учитывая признаки подъема деловой активности, демонстрируемые экономикой США, более вероятно, что этот разрыв будет покрыт растущей доходностью Казначейских обязательств. В этой связи, комментарии представителей ФРС (заседание намечено на 9 декабря) относительно сроков и масштабов повышения учетной ставки будут определять динамику российских еврооблигаций в декабре.
2. макроэкономических результатов по итогам года. Особенно важным будет показатель иностранных инвестиций, негативные тенденции в динамике которого усилят опасения пересмотра иностранными инвесторами рисков вложений в российские активы. Как следствие, такая ситуация может частично нивелировать эффект повышения рейтинга РФ до инвестиционного уровня.



Илл. 85. Динамика валютных облигаций на 26 ноября 2003 г.

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 5	14.05.08	88,13	0,43	6,1	3,40	3,92
Минфин 6	14.05.06	96,25	0,00	4,6	3,12	2,27
Минфин 7	14.05.11	76,94	0,90	7,1	3,90	6,12
Минфин 8	14.11.07	91,50	0,55	5,7	3,28	3,65
Еврооблигации						
Евро-05	24.07.05	108,50	0,12	3,4	8,06	1,52
Евро-07	26.06.07	117,06	-0,16	4,8	8,54	2,96
Евро-10	31.03.10	111,38	-0,11	5,2	7,41	0,08
Евро-18	24.07.18	133,56	0,52	7,2	8,24	8,01
Евро-28	24.06.28	157,81	0,84	7,5	8,08	9,88
Евро-30	31.03.30	94,50	2,02	7,2	5,29	0,10
Муниципальные облигации						
Москва-04, €	25.10.04	105,03	-0,02	4,5	9,76	0,87
Москва-06, €	28.04.06	112,30	1,13	5,4	9,75	2,05
Ниж. Новгород	10.03.02	96,00	-2,04	13,8	9,11	0,10
Корпоративные облигации						
ММК, €	18.02.05	104,25	1,07	6,3	9,59	1,07
Газпромбанк-03	22.12.03	100,10	-0,10	7,7	9,74	0,07
Газпромбанк-05	04.10.05	106,75	1,18	4,5	7,85	1,70
Альфа-Банк	19.11.05	104,50	0,48	8,2	10,29	1,76
МДМ-Банк	16.12.05	102,08	0,01	9,6	10,53	1,73
Роснефть	20.11.06	114,25	1,11	7,3	11,16	2,51
Сибнефть-07	13.02.07	109,00	1,04	8,2	10,55	2,61
Сибнефть-09	15.01.09	108,73	1,85	8,6	9,89	3,82
ТНК	06.11.07	113,69	0,61	7,0	9,68	3,22
МТС-04	21.12.04	106,00	0,47	5,1	10,33	0,97
МТС-08	30.01.08	107,13	0,62	7,7	9,10	3,33
Газпром-07	25.04.07	109,25	0,69	6,1	8,35	2,92
Газпром-09	21.10.09	115,71	0,84	7,2	9,07	4,45
ВымпелКом	26.04.05	106,04	0,16	5,9	9,85	1,31
АФК Система	14.04.08	103,56	0,95	9,2	9,90	3,46
Алроса	06.05.08	98,50	1,91	8,5	8,25	3,64
Вимм-Билль-Данн	21.05.08	100,80	-1,42	8,3	8,43	3,67
МосНарБанк	28.06.04	100,00	-0,99	3,3	3,28	0,58

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка



Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743

Технический анализ

Индекс РТС: отскок от локального дна

Илл. 86. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Уровень	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 1-28 ноября														
			Краткосрочный	Долгосрочный	R4	R3	R2	R1	S1	S2	OP	HI	LO	CL									
РТС	ДЕРЖАТЬ ЛОНГ	500	Нейтральный к повышению	Нейтральный к понижению	584.80	571.66	551.89	538.69	Минимум 23.10.03	Максимум 1997 г.	1516.22	1476.19	1440.59	1437.17	6-месячная МА	200-дневная МА	Линия тренда	61.8% FiboR	518.62	558.42	469.82	527.20	
	РАСЧЕТНЫЙ УРОВЕНЬ	550-580							Линия сопротивления	28-дневная МА													

Источник: оценка Альфа-Банка

- Как мы и ожидали, в ноябре Индекс РТС опускался ниже отметки 500 пунктов (см. наш месячный отчет, озаглавленный: «Ноябрь: некоторые любят погорячее»).
- Дневные и недельные графики указывают на то, что краткосрочный и долгосрочный тренды на РТС в данный момент нейтральны.
- Поэтому весьма вероятно, что Индекс РТС останется на уровнях выше 500 пунктов (по крайней мере, в декабре).
- Мы советуем ДЕРЖАТЬ СПЕКУЛЯТИВНЫЕ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ, открытые на уровне 500 пунктов и ниже, при предварительном техническом расчетном уровне в 550-580.

Илл. 87. Индекс РТС – Технические месячные характеристики, по состоянию на 28 ноября 2003 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

Классический технический анализ

Индекс РТС возобновил рост от уровня 50%-ной коррекции Фибоначчи

Как мы и ожидали, в ноябре Индекс РТС опускался ниже 500, но не смог достичь нашего расчетного уровня 440 пунктов (см. наш месячный отчет: «Ноябрь: некоторые любят погорячее»). В результате этого снижения Индекс РТС миновал локальное дно в зоне поддержки на уровне 50%-ного отката Фибоначчи и начал восстанавливаться.

Впрочем, с точки зрения классического технического анализа состояние российского фондового рынка за истекший месяц несколько изменилось.

Завершение модели «бычья западня» может вновь привести Индекс РТС к падению гораздо ниже уровня 500, но вероятность этого весьма мала

Модель «бычья западня» (см. Илл. 87) по-прежнему актуальна, поскольку Индекс РТС остается ниже долгосрочной линии тренда, проведенной через месячные максимумы индекса РТС, текущее значение которой теперь нужно считать ключевым уровнем долгосрочного сопротивления. Текущее значение этой линии равно 545,31, а в декабре ее значение слегка вырастет и составит 551,89. Нормальное завершение фигуры «бычья западня» может еще раз привести Индекс РТС к глубокому падению гораздо ниже уровня 500 пунктов. Мы оцениваем вероятность такого исхода как весьма низкую, по крайней мере, в декабре. Наиболее вероятный сценарий на декабрь предполагает флуктуацию Индекса РТС в области выше 500 пунктов. Согласно Илл. 87, важные уровни поддержки расположены в узком диапазоне 437-441.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 88. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 26 ноября 2003 г. (закрытие)



Источник: оценка Альфа-Банка

Краткосрочный тренд стал нейтральным и меняется в сторону повышения

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 88 формирует локальное дно вблизи отметки 470. Это указывает на то, что краткосрочный тренд стал нейтральным и меняется на восходящий. Быстрая адаптивная линия тренда (ATL) также сформировала локальное дно вблизи 470 и начала повышаться с ускорением. Недавно быстрая ATL пробилась (снизу вверх) сквозь зону сильного сопротивления, которая определяется текущим значением быстрой адаптивной скользящей средней (АМА).



Медленный момент миновал локальный минимум и возобновил рост

Медленный момент в средней части Илл. 88 миновал несколько дней назад локальный минимум в зоне отрицательных значений и возобновил свой рост, что подтверждает скорое возвращение на РТС краткосрочного бычьего тренда. В то же время быстрый момент уже достиг умеренной зоны положительных значений (около 50) и продолжает расти. Это значит, что в настоящее время быстрая АТЛ в верхней части Илл. 88 все еще повышается с ускорением.

Краткосрочный CWC показывает бычью дивергенцию по отношению к быстрой АТЛ

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 88 продолжает расти в зоне положительных значений после непродолжительной консолидации близ уровня минус сигма. Возобновившаяся восходящая фаза краткосрочного CWC сопровождается бычьей дивергенцией между двумя последовательными локальными минимумами на быстрой АТЛ, с одной стороны, и минимумами на краткосрочном CWC, с другой стороны. Это делает бычьи предпосылки более надежными. Новая фаза роста краткосрочного CWC сопровождается увеличением его волатильности, что указывает на дестабилизацию рынка.

Долгосрочный тренд и циклы

Недельные графики РТС подтверждают начало новой среднесрочной фазы консолидации

Долгосрочный тренд на РТС по-прежнему нейтрален, но меняется на нисходящий, ибо медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 89 миновала свой локальный пик и начала снижаться. Недели раньше быстрая АТЛ миновала острое дно и возобновила подъем, подтверждая начало новой среднесрочной фазы консолидации на РТС.

Медленный момент завершил формирование крупной «двойной вершины», демонстрируя к тому же медвежью дивергенцию относительно медленной АТЛ

Медленный момент в средней части Илл. 89 сформировал крупную модель «двойная вершина», сопровождаемую медвежьей дивергенцией относительно медленной АТЛ. Медленный момент продолжает падать, что внушает некоторые опасения относительно динамики Индекса РТС в более долгосрочной перспективе. Две недели назад быстрый момент миновал резкий локальный минимум в зоне отрицательных значений и сейчас повышается. Кроме того, быстрый момент демонстрирует ускорение роста, что следует считать предпосылкой для среднесрочного отскока Индекса РТС.

Долгосрочный CWC миновал резкую впадину в сильно перепроданной зоне и возобновил подъем

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) миновал резкую впадину в сильно перепроданной области ниже уровня минус два сигма и вновь вошел в фазу роста в тандеме с быстрым моментом в средней части Илл. 89. Подобно быстрому моменту, долгосрочный CWC показывает явное ускорение своего подъема. Мы оцениваем потенциал роста Индекса РТС за счет долгосрочного CWC в 50 пунктов. Мы полагаем, что возобновление нового долгосрочного ралли будет возможно лишь после уменьшения волатильности, как минимум, до нормального среднего уровня (или чуть ниже).

Уровни поддержки и сопротивления

Уровень основной поддержки на РТС расположен на 403

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС представлены на Илл. 86 и Илл. 87. Уровень основной поддержки все еще расположен вблизи 403. Другие важные уровни поддержки – это 61,8%-ная коррекция Фибоначчи (437) и линия долгосрочного восходящего тренда (440). Уровень основного сопротивления (584,80) совпадает с минимумом, отмеченным 23 октября 2003 г.



Илл. 89. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 26 ноября 2003 г. (закрытие)



Источник: оценка Альфа-Банка

Потенциал роста и падения

Учитывая состояние фондового рынка, мы делаем следующие выводы:

Весьма вероятно, что Индекс РТС останется на уровнях выше 500 пунктов (по крайней мере, в декабре)

Советуем ДЕРЖАТЬ СПЕКУЛЯТИВНЫЕ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ, открытые на уровне 500 и ниже

1. Как мы и ожидали, в ноябре Индекс РТС опускался ниже отметки 500 (см. наш месячный отчет: «Ноябрь: некоторые любят погорячее»).
2. Дневные и недельные графики указывают на то, что краткосрочный и долгосрочный тренды на РТС в данный момент нейтральны. Поэтому весьма вероятно, что Индекс РТС останется на уровнях выше 500 пунктов (по крайней мере, в декабре).
3. Мы советуем ДЕРЖАТЬ СПЕКУЛЯТИВНЫЕ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ, открытые на уровне 500 и ниже, при предварительном техническом расчетном уровне в 550-580.

Эта страница специально оставлена пустой

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

Доминик Гуалтиери
(7 095) 795-3649/(7 095) 745-7897

Аналитический отдел

Телефон/Факс
Со-начальник аналитического отдела,
Телекоммуникации
Со-начальник аналитического отдела,
Главный стратег
Нефтяная и газовая
промышленность
Макроэкономика, банковский сектор
Телекоммуникации/Интернет
Металлургия, потребительские товары

(7 095) 795-3676/(7 095) 745-7897
Андрей Богданов

Кристофер Уифер

Мэтью Томас, Анна Бутенко

Наталья Орлова
Андрей Богданов
Максим Матвеев CFA, Павел Соколов,
Наталья Шевелёва, Александр Свинов

Государственные ценные бумаги

Валентина Крылова, Екатерина Леонова,
Никита Гусаков
Владимир Кравчук
Ангелика Генкель, к.э.н.

Технический анализ
Аналитическая поддержка российских
клиентов
Группа переводчиков

Ринат Гайнуллин

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам

(7 095) 795-3672, (7 095) 795-3673

Кирилл Суриков
Александр Захаров

Продажи российским клиентам

Олег Мартыненко
Александр Насонов
Константин Шапшаров
Армен Петергов, Алексей Гурьянов,
Тамара Заречнева
Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

Рынки капиталов/Структурированные
продукты
Адрес

Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс
Начальник управления рынков и акций

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

Гювен Гирей

Продажи
Адрес

Максим Шашенков, Стив Доунер
City Tower, 40 Basinghall Street
London, EC2V 5DE

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

(212) 421-8564/1-866-999-ALFA/(212) 421-8633

Николас Бич
Майкл Каплан
540 Madison Avenue, 30th Floor
New York, NY 10022

© Альфа-Банк, 2003 г. Все права защищены

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.