

Июль: к новым высотам

4 июля 2003

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Межрегиональные компании связи все еще привлекательны

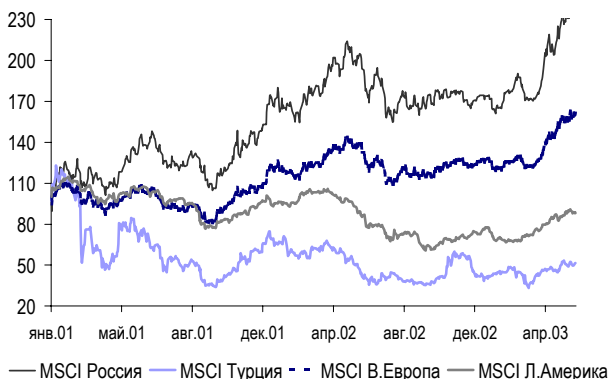
- **На смену спекулятивным инвестициям в акции и облигации приходят более основательные долгосрочные вложения.** Факторы, обусловившие инвестиции в российские акции и облигации и рост цен на них более чем на 1100% по сравнению с минимальными значениями конца 1998 г., постепенно теряют свое значение. На смену спекулятивным инвестициям приходят долгосрочные вложения, базой для которых является сохранение политической и экономической стабильности, способствующее эффективному продвижению правительственных реформ в 2004-2005 гг.
- **Рынок по-прежнему имеет сильную поддержку; акции некоторых компаний обладают значительным потенциалом роста.** Несмотря на то, что с начала года цены на рынке выросли на 40%, российские активы по-прежнему имеют сильную поддержку. Цены облигаций следуют за общемировой динамикой долговых инструментов, которая, в свою очередь, определяется движением процентных ставок.
- **Несмотря на активный рост рынка с начала года, акции большинства межрегиональных компаний связи остаются недооцененными.** Несмотря на активный рост индекса РТС с начала этого года (+37%), среди региональных телекомов быстрее индекса росли только две акции – Уралсвязьинформ (+68%) и Волга Телеком (+43%). Акции остальных межрегиональных компаний связи пока отстают от роста индекса РТС. Мы присвоили рекомендации ПОКУПАТЬ всем региональным телекомам, за исключением Северо-Западного Телекома, акции которого, по нашим расчетам, переоценены.
- **Повышение тарифов на услуги местной связи с 1 июля с. г. позволит межрегиональным компаниям увеличить выручку и сократить потери от перекрестного субсидирования.** Уровень повышения тарифов на услуги местной связи соответствует нашим ожиданиям. В результате повышения выручка региональных телекомов в 2003 г. вырастет примерно на 6% в долларовом выражении. По нашим оценкам, в 2003 г. выручка семи региональных операторов без учета дочерних компаний мобильной связи вырастет в среднем на 21%.

Портфельные рекомендации*

Газпром	Должен составить большую часть вложений в Россию и развивающиеся рынки, потенциал 31%
Региональные телекомы	Значительный потенциал роста по всему сектору
Голден Телеком	Потенциал 21%, несмотря на сильный рост
ЛУКОЙЛ	Потенциал 15,5%, улучшение эффективности операций
АвтоВАЗ	Потенциал 21%, выигрыш от сильного евро
Сбербанк	Потенциал 20%, доходы растут вслед за экономикой

Прим.: * временной горизонт – 3-6 месяцев

Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, РТС

Последние публикации

- Северсталь: рекомендация изменена на ДЕРЖАТЬ**
 Максим Матвеев, CFA Июль 2, 2003
- В 1-м кв. 2003 г. издержки МТС сократились, норма EBITDA выросла до 50,4%**
 Андрей Богданов, Елена Роговина Июнь 30, 2003
- Итоги МГТС за 2002 г. по US GAAP: рост выручки за счет повышения тарифов для населения**
 Андрей Богданов, Елена Роговина Июнь 26, 2003
- ВБД в 1Кв03: 13%-рост при усилении конкуренции**
 Александр Свинов Июнь 26, 2003
- Индекс РТС готов прорваться выше 500**
 Владимир Кравчук Июнь 25, 2003
- Технический потенциал роста внутренних акций Газпрома составляет 43%**
 Владимир Кравчук Июнь 23, 2003
- Итоги Ростелекома за 2002 г.: чистая прибыль (\$37 млн) снизилась из-за разовых выплат**
 Андрей Богданов, Елена Роговина Июнь 21, 2003
- Итоги пан-региональных телекомов за 1-й кв. 2003 г. (по РСБУ): рост операционной прибыли на 19% на фоне снижения рентабельности**
 Андрей Богданов, Елена Роговина Июнь 11, 2003
- В 2002 г. чистая рентабельность Норильского Никеля выросла, несмотря на низкий объем продаж палладия**
 Максим Матвеев, CFA Июнь 4, 2003

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

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку.....	3
Тема	25
Динамика и оценка акций.....	28
Графики	31
Календарь событий.....	33
Экономика и политика.....	34
Новости компаний и отраслей	36
Нефть и газ	36
Энергетика	42
Телекомы	44
Металлургия.....	47
Машиностроение	49
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	50
Банковский сектор	52
Рынок облигаций	54
Технический анализ	57
Индекс РТС: должен тестировать отметку 527 в июле.....	57



Кристофер Уифер
(7095) 970-5081

Комментарии по рынку**Россия в 2004 г.: «Перезагрузка матрицы» 1998 года?**

«Медведей» на российском рынке почти не осталось

В сувенирной лавке в аэропорту Шереметьево продаются майки с разными лозунгами и картинками. На одной из них надпись: «Я только что вернулся из России. Медведей там нет.» Если изображение медведя заменить графиком динамики индекса РТС или российских еврооблигаций за последние несколько лет, то данный лозунг был бы ближе к истине.

С начала года цены акций выросли на 39%, доходность суверенного долга составила 22%

С начала года цены акций выросли в среднем на 39%, а доходность суверенного долга (в длинном сегменте) составила в среднем 22%; за последние полтора года — 92 и 67%, соответственно. В то же время средний показатель по зарубежным развивающимся рынкам акций составил +5%, а по долговым рынкам — +36%. Подобная динамика объясняется растущей активностью отечественных инвесторов, работающих в условиях переизбытка ликвидных средств. В связи с этим возникают опасения о том, что цена российских активов отрывается от реалий экономики (подобно тому, как это происходило в конце 1997 г.). Соответственно, все чаще стали говорить о том, что в 2004 г. на рынке может произойти коррекция по типу 1998 г.

Инвестиции в российские активы все чаще обосновываются экономическим ростом и политической стабильностью

Существует ряд совершенно понятных причин, заставляющих людей бояться такого резкого роста (особенно в отраслях, в которых рост прибылей связан со структурными преобразованиями). Но одновременно возникают и новые основания для инвестиций в российские активы. Эти основания — самая сильная за последние 13 лет экономическая база и политическая инфраструктура.

Уже нет ни сверхдоходов, ни высокого риска

До 1998 г. инвестиции в российские активы представляли не более чем реализованное желание сыграть в рулетку. В дальнейшем вложения средств происходили вследствие появления перспектив удорожания активов на фоне улучшающейся общеэкономической ситуации. Сохраняющаяся политическая стабильность и рост экономической предсказуемости стали основанием постепенного снижения инвестиционного риска.

В настоящее время инвестиции обосновываются пятью основными причинами:

- крепкая экономическая база при авторитетном руководстве;
- сохраняющая политическая стабильность и зрелость «политического процесса»;
- выстраивание интересов правительства и делового сообщества (впервые!) способствующее продвижению структурных реформ в послевыборный период;
- интернационализация экономики (с получением инвестиционного рейтинга) и бизнеса; российские компании мирового уровня все настойчивее расширяют деятельность за рубежом;
- оценка стоимости активов: российские активы недороги.

Риски остаются

Однако, как и в случае любой другой развивающейся экономики, в России есть риски. Из них два, в случае материализации, могут сделать инвестиции полностью необоснованными. Большинство других рисков, хотя и не разрушают основания для инвестиций, все же делают Россию менее привлекательной для инвесторов. Подробнее на вариантах обоснования инвестиций мы остановимся ниже.

“Обзор оснований для инвестиций”**Оснований для инвестиций должно стать больше****Период дешевых активов закончился****Внутренние факторы – реализация реформ****Крупнейшие российские компании ориентированы на интернационализацию своего бизнеса**

Поскольку основания для инвестиций в российские активы (и связанные с ними риски) станут понятнее в 2004-2006 гг., мы планируем выпустить “**Обзор оснований для инвестиций**”, в котором будут излагаться мотивы для инвестиций с указанием возможных рисков и степени соответствующего риска на данный момент времени. Данный “Обзор” будет выпускаться раз в месяц.

Если говорить о 2004 г., то реальной опасности «**перезагрузки матрицы 1998 года**» нет. Более вероятно, что мы станем свидетелями коренного изменения в основаниях для инвестиций, которое приведет к «**Матрице Революция**».

Основания для инвестиций: краткий обзор

В кратко- и среднесрочной перспективе обоснование инвестиций в российские активы сводится к взаимодействию следующих факторов:

- завершение периода “дешевых активов”, являвшихся катализатором роста котировок с начала 1999 г.;
- покупки акций компаний со стороны стратегических инвесторов (в первую очередь речь идет об энергетике, а также «Сургутнефтегазе»);
- слияние компаний, например, Юкос-Сибнефть и СП между ТНК и ВР;
- наличие «лишних» денег у отечественных инвесторов, играющих как на реальных фактах о деятельности компаний, так и на вымышленных;
- низкая доля российских активов у международных портфельных инвесторов;
- сохранение политической и макроэкономической стабильности;
- отсутствие четкой направленности движения на зарубежных фондовых рынках

По мере ослабления действия такого фактора, как дешевизна активов и завершения периода приобретения акций стратегическими покупателями (предположительно в этом году) обоснование инвестиций будет сводиться к пяти ключевым факторам, перечисленным на первой странице данного обзора.

С точки зрения обоснованности инвестиций после 2003 г., для любого развивающегося рынка важнейшее значение имеют два критерия – политическая стабильность и экономическая предсказуемость.

Исходя из этого, основания для инвестиций можно разделить на три группы (разделение это условное, поскольку некоторые группы тесно взаимосвязаны друг с другом):

• Внутренние факторы

Связаны с доверием со стороны инвесторов и потребителей и ходом реализации плана реформ, намеченных правительством.

Здесь в первую очередь требуется достичь успеха в сокращении административного вмешательства в экономику и расширить базу экономического роста за счет подключения несырьевых отраслей.

• Интернационализация экономики

Некоторые российские предприятия вошли в число лидеров мировой промышленности (нефтегазовая, металлургия и др.), и поэтому темпы роста экономики, хотя и зависят отчасти от успеха реформ в России, бу-



дут все в большей степени определяться расширением бизнеса за пределами страны путем либо прямых инвестиций, либо создания СП с ведущими транснациональными компаниями.

• Структура и число инвесторов

Среди инвесторов все меньше спекулянтов и все больше долгосрочных игроков

Пенсионная реформа позволит обеспечить стабильный уровень ликвидности у внутренних инвесторов, а получение инвестиционного рейтинга (плюс включение российских сырьевых компаний в международные портфели) будет способствовать увеличению и сохранению численности зарубежных инвесторов.

Влияние внутренних факторов будет расти по мере расширения базы экономического роста

Для акций, динамика которых зависит от внутренних факторов, рост цен на активы будет происходить за счет расширения базы экономического роста, которое, в свою очередь, приведет к росту прибылей компаний и соответствующему повышению их рейтингов в результате устойчивых темпов ускоренного (по сравнению со средними показателями по развивающимся рынкам) темпа роста.

Влияние сырьевых компаний будет возрастать по мере возвращения российских акций в мировые «голубые фишки»

У ведущих сырьевых компаний рост будет отчасти результатом увеличения прибыли и повышения рейтингов в результате постепенного выравнивания внутренних и экспортных цен (как следствие прогресса в реформах), а отчасти – выигрыша от более высокой рентабельности за счет расширения бизнеса за рубежом. Важно, что эти компании смогут получить более высокую доходность за счет своих сверхдешевых активов, которые будут определять уровень рентабельности и стоимостных коэффициентов.

Цены облигаций будут меняться в соответствии с динамикой долгового рынка, вообще, и учетной ставки, в частности

Поскольку инвестиционный рейтинг уже учтен в цене суверенных облигаций, основанием для инвестиций в эту группу активов является сочетание общемировой тенденции к снижению процентных ставок и влияния этого процесса на казначейские обязательства США и облигации развивающихся рынков. В числе других факторов можно назвать реструктуризацию российского внешнего долга в бумаги с более низким купонным доходом и соответствующее сокращение расходов на обслуживание долга.

После получения инвестиционного рейтинга долговые обязательства с более высоким купонным доходом будут погашаться и заменяться новыми низкокупонными бумагами после получения инвестиционного рейтинга.

Основания для инвестиций: «оценочная ведомость»

Несколько слов о нашем новом ежемесячном «Обзоре оснований для инвестиций» и о том, по какому принципу мы подразделяем инвестиционные риски на катастрофические, существенно важные и второстепенные.

Факторы и события, влияющие на обоснованность инвестиций

Если для отслеживаемых факторов (определяющих цену активов отдельных компаний, а в дальнейшем и отраслей) использовать термин «оценочная ведомость», то они сводятся к следующему:

• Рост издержек

Реальный рост издержек, по-видимому, порядка 15%, что в годовом исчислении соответствует приблизительно 30%. В связи с этим в ряде отраслей с большим числом занятых уже возникают некоторые негативные моменты, могущие привести к новым проблемам со снижением рентабельности (а, значит, и рекомендаций по компаниям), а также утере конкурентоспособности в промышленных отраслях.



- **Укрепление рубля**

Усугубляет проблему роста издержек внутри страны и грозит снижением конкурентоспособности ряда компаний.

- **Курс доллара к евро**

Высокий курс евро несколько снизил давление на потребительский и промышленный секторы (40% импорта поступает из еврозоны и примерно половина его номинирована в евро). С другой стороны, происходит рост цен. Высокий курс евро косвенно усиливает ожидания роста зарплаты и «общий» уровень издержек в России.

- **Бюджет**

Доходы бюджета в основном привязаны к доллару, а издержки (включая стоимость обслуживания долга) все чаще к евро, и это ведет к утере компаниями соответствующей части прибыли.

В результате в кратко- и среднесрочной перспективе бюджет становится более зависимым от резких колебаний цены на нефть и последующего снижения налоговых поступлений.

- **Цены на нефть**

Хотя экономика в значительно меньшей степени зависит от резких изменений нефтяных цен, мотивы для инвестиций становятся менее убедительными при цене нефти ниже \$17 за баррель (Urals), и заметно более убедительными при цене выше \$27.

- **Выборы в Госдуму**

Приобретают особо важное значение в свете четкого заявления Путина о том, что для продолжения реформ Кремлю нужна помощь законодателей. В предвыборный период инвесторы будут внимательно следить за результатами опросов избирателей. Если пропутинским партиям не удастся получить большинства в Думе, продвигать реформы станет намного сложнее. Оптимальным решением могло бы стать однопартийное большинство, что, однако, маловероятно.

- **Банковская реформа**

Идет с опозданием относительно сроков, установленных новой командой ЦБ прошлым летом. Сейчас из-за летних отпусков процесс совсем остановился. Банковская реформа – существенно важный фактор: при отсутствии надежного банковского сектора депозитная база расти не будет. Соответственно, возможностей для кредитования малого и среднего бизнеса (без роста которого невозможно достичь главных экономических целей) станет меньше.

- **Инвестиционный рейтинг**

Присвоение инвестиционного рейтинга (ожидается в период президентских выборов, т.е. примерно в марте 2004 г., когда можно будет говорить о сохранении в стране политической стабильности) уже учтено в цене активов. Однако в последнее время рейтинговые агентства заговорили о необходимости убедиться в продолжении реформ, особо подчеркивая значение банковской реформы. Если до марта следующего года не появится закон, закрепляющий систему страхования вкладов, возникнет опасность переноса даты присвоения рейтинга на более поздний срок, и это ослабит обоснованность инвестиций в корпоративные и суверенные облигации, а также акции в расчете на рост под влиянием внутренних факторов.



- **Индекс доверия инвесторов**

Недавно разработанный Альфа-Банком индекс доверия инвесторов (AVICI) является ведущим индикатором, сочетающим в себе несколько временных рядов данных об отношении как портфельных, так и стратегических инвесторов к России, а также движении банковских средств и финансовых потоков на валютных рынках. Это действенный инструмент прогнозирования намерений инвесторов, размера прямых иностранных инвестиций и инвестиционных потоков на финансовых рынках. Индекс обновляется раз в месяц.

- **Утечка капитала**

Подробную разбивку найти трудно, но необходимо отследить и объяснить причины появления нынешней обратной тенденции в утечке капитала. Отчасти ее можно отнести на счет покупки активов стратегическими инвесторами (электроэнергетика, скупка акций Сургутнефтегаза и т.д.), т.е. факторами разового действия. Другая причина в том, что нынешняя ситуация в конечном счете очень напоминает кризис таиландского бата в 1997 г. и начало массового сброса бумаг на развивающихся рынках. Это предположение основано на стабильности курса рубля к доллару: инвесторы и спекулянты занимают доллары по низкой ставке за рубежом и вкладывают их в рублевые активы по более высоким ставкам.

- **MSCI**

В очередной раз веса отдельных стран и отдельных акций в индексе MSCI будут пересчитываться в ноябре. Судя по последним данным, веса РАО ЕЭС и Мосэнерго (в общей сложности 12,7%), а, возможно, и Сургутнефтегаза (20,4%) могут быть снижены либо эти бумаги вообще исключат из индекса. В результате вес России в портфелях зарубежных инвестфондов снизится, если, конечно, в индекс не включат новые компании (один из претендентов – Вымпелком) или не повысят веса остающихся компаний (например, Газпрома, в случае снятия «защитного барьера»).

- **ВТО и внешняя торговля**

Членство в ВТО должно стать важным фактором продвижения непопулярных элементов реформы, имеющих отношение как к большинству населения (рост тарифов), так и группам лоббистов (финансовый сектор, авиация и в особенности автомобилестроение).

Если правительство намерено соблюсти график вступления в ВТО, оно должно продемонстрировать преимущества более глубокой интеграции в мировую экономику. Пока что демонстрировать ему нечего.

Прекращение действия знаменитой поправки Джексона–Вэника в отношении России, обещанное президентом Бушем год назад и до сих пор блокируемое Сенатом, один из моментов, который обращает на себя внимание.

- **Газпром и реформа газовой промышленности**

Для обоснования инвестиций в российские активы важно уже в этом году добиться ликвидации т.н. «защитного барьера» вокруг акций Газпрома, а также либерализовать торговлю этой бумагой внутри страны.

Сейчас акции Газпрома начинают рассматриваться как ориентир рынка, и поэтому любая задержка с продвижением реформ в газовой промышленности непосредственно ухудшает мнение инвесторов о способности правительства довести до конца реформы.



• **Юкос-Сибнефть**

Как обойдутся с миноритарными инвесторами при слиянии этих двух компаний? От этого во многом зависит ответ на вопрос, окончательно ли лидеры отрасли порвали со старой практикой грубых нарушений принципов корпоративной этики.

Россия в 1997 г. и в 2003 г. – это два разных мира

С точки зрения инвестиционных рисков Россия в 1997 г. и в 2003 г. – это два разных мира

После столь мощной полосы повышения цен на фондовом рынке неизбежно возникает вопрос, не движется ли ситуация к кризису 1998 г.

С точки зрения инвестиционных рисков, Россия в 1997 г. и в 2003 г. – это два разных мира.

Илл. 1. Россия тогда и теперь: 1997 г. и 2003 г.

	До 1998 г.	Сегодня
Оценка	Прежде отсутствовала основа для оценки, поскольку не было достаточной отчетности и прозрачности.	Улучшение экономического базиса обеспечило надежную основу для оценки активов с учетом их экономического потенциала. Эти активы все еще недороги.
Экономика	Отсутствие реальной ответственности за состояние экономики. Отсутствие планирования и управления бюджетом.	Правительство имеет четкий план на средне- и долгосрочную перспективу, и в деле управления бюджетом последовательно проводит в жизнь свои цели.
Политическая стабильность	Президент был занят исключительно борьбой с коммунизмом. Корыстолюбивый «ближний круг» навязывал правительству свои решения.	Политический процесс приобретает большую зрелость, растет стабильность и взаимодействие двух ветвей власти.
Отношение	Руководители российских предприятий не проявляли интереса к иностранным миноритарным акционерам и были заняты обустройством и консолидацией активов.	Фаза консолидации активов завершена; улучшенное корпоративное управление и большая прозрачность стали благом как для бизнеса, так и для оценки активов.

Источник: оценка Альфа-Банка

Инвестиционная модель 1999-2003 гг. завершается

Дешевые активы становились менее дешевыми в силу того, что снижались страхи по поводу рисков

В период 1999–2003 гг. инвестиционный климат России определялся тем, что дешевые активы становились менее дешевыми по мере того, как снижались опасения по поводу суверенных и отраслевых рисков.

После минимумов в конце 1998 г. на рынке акций наблюдался заметный рост котировок

За один год (с 6 октября 1997 г. по 5 октября 1998 г.) цена российских акций упала на 93%, причем на рынке облигаций наблюдалась аналогичная коррекция.

Улучшение основ экономики

Начиная с 5 октября 1998 г. российский фондовый рынок, как и рынок российских долгов, начал восстанавливаться.

Рост уверенности инвесторов и потребителей

Причиной такой перемены в оценке российских рынков стала комбинация следующих факторов:

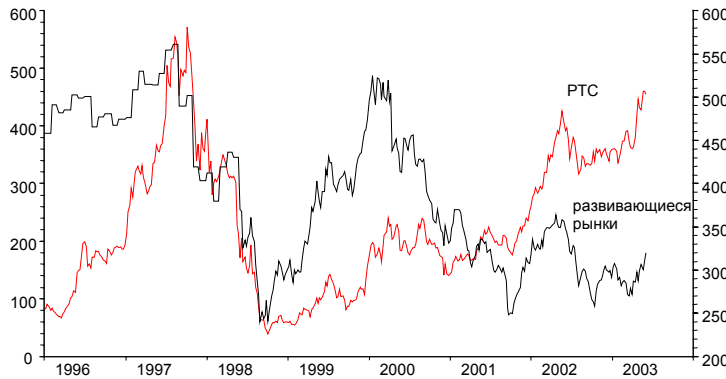
- улучшение экономического базиса – благодаря высоким ценам на нефть и газ (и росту их экспортных объемов), экономическим выгодам от девальвации рубля в 1999 г. и начале 2000 г., а также росту производительности в сочетании с оптимизацией управления экономикой.
- растущая уверенность российских инвесторов, которая все в большей мере заставляет людей вынуть наличные деньги из-под матрасов.



Политическая стабильность

- Продолжительный период политической стабильности и растущая «зрелость» российского политического процесса плюс улучшение международного имиджа как страны, так и ее президента.
- новое отношение владельцев предприятий к инвесторам и эволюция российского бизнеса в направлении его интернационализации.

Илл. 2. Динамика РТС и мировых развивающихся рынков (\$): с 1996 г. по настоящее время

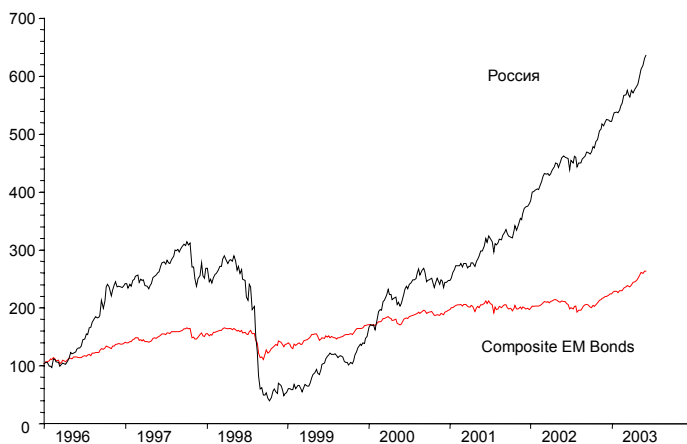


Изначально индекс РТС снижался в соответствии с аналогичными ему активами развивающихся рынков, но после августа 1998 г. индекс РТС продолжил падение уже в одиночку.

В 1999 г. и 2000 г. восстановление было «медленным» – по мере роста экономической предсказуемости и политической стабильности. Но с середины 2001 г. резко усилилось.

Источник: DataStream

Илл. 3. Суммарная доходность по российским долгам – и по долгам, входящим в сводный индекс EMBI



Ралли цен государственных обязательств России началось чуть раньше, как только выгоды от повышения нефтегазовых доходов позволили переоценить риск, связанный с обслуживанием долга.

Источник: DataStream

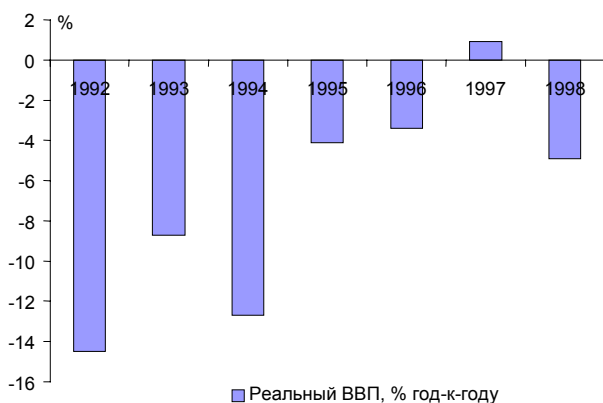
Улучшение экономического базиса

График, отражающий реальный рост ВВП, ясно показывает разницу между периодами до 1998 г. и после 1998 г.

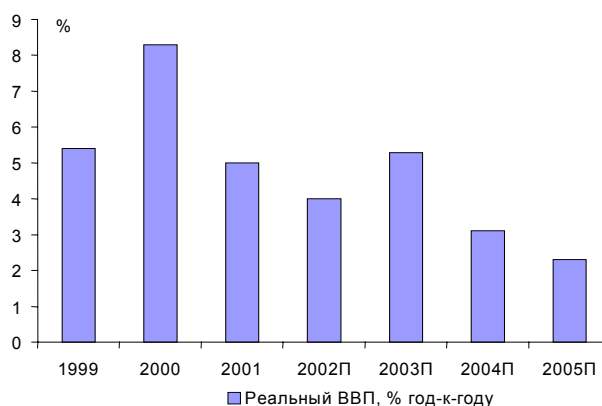
Негативный тренд в динамике ВВП был результатом таких факторов, как сокращение экспорта нефти, недостатки в управлении экономикой и чрезмерно высокий обменный курс рубля.



Илл. 4. Рост реального ВВП, % (год-к-году), 1992-1998 гг.

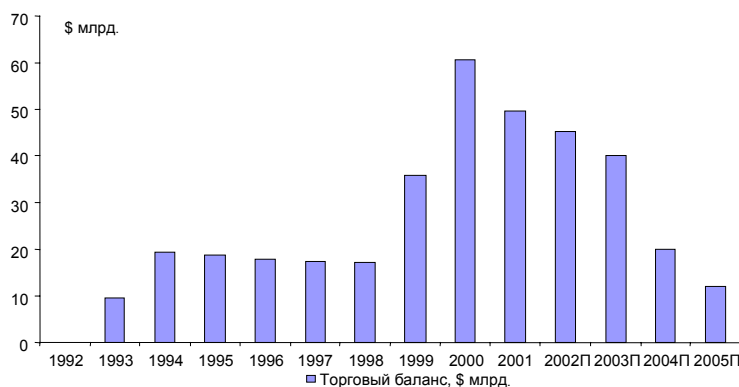


Илл. 5. Рост реального ВВП, % (год-к-году), 1999-2005 П гг.



Источники: данные ведомств, оценка Альфа-Банка

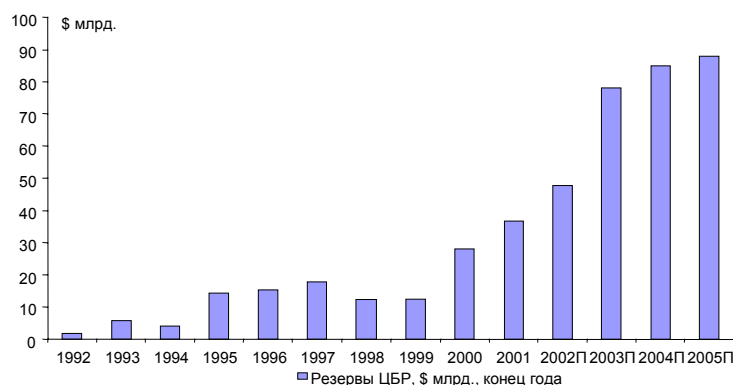
Илл. 6. Торговый баланс, \$ млрд



В прогнозах на 2004 и 2005 гг. мы намеренно использовали цену нефти, которая была ниже ее долгосрочного среднего значения, предполагая дальнейший рост масштабов импорта потребительских и промышленных товаров и медленное восстановление несырьевого экспорта.

Источники: данные ведомств, оценка Альфа-Банка

Илл. 7. Валютные резервы Центрального банка, \$ млрд



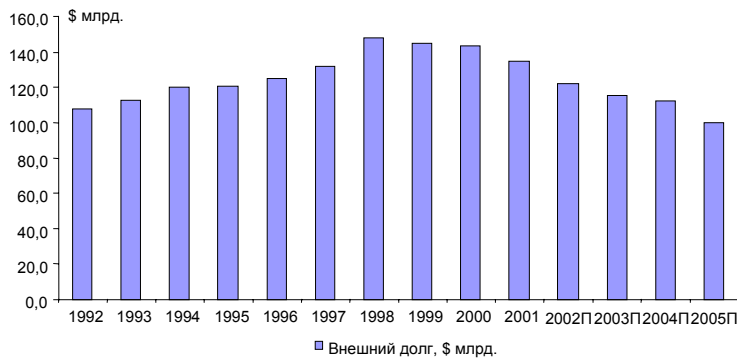
К концу текущего года валютные резервы, вероятно, достигнут \$80 млрд (в 1999 г. их было \$12,5 млрд).

Кроме того, накопленный бюджетный профицит, не учитывающийся в этих резервах, сегодня составляет около \$12 млрд, и возрастает почти на \$1 млрд каждый месяц, пока цены на нефть остаются на нынешнем уровне. В 1999 г. профицит бюджета вообще отсутствовал.

Источники: данные ведомств, оценка Альфа-Банка



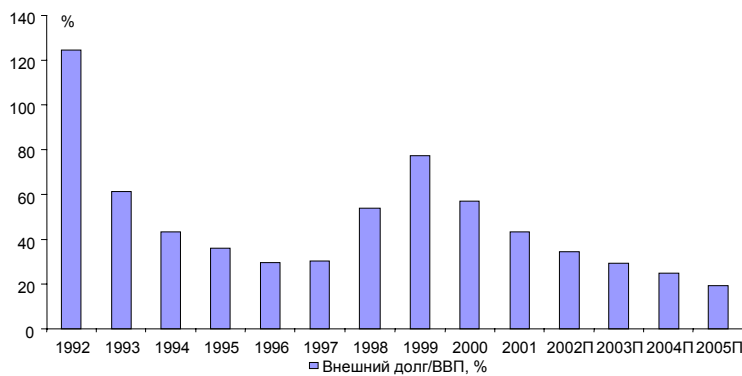
Илл. 8. Совокупный внешний долг, \$ млрд



Совокупный внешний долг в 1999 г. составлял \$145 млрд (или почти 80% от ВВП). К концу текущего года этот показатель уменьшится до \$112 млрд (или 28% от ВВП за 2003 г. (оц.)).

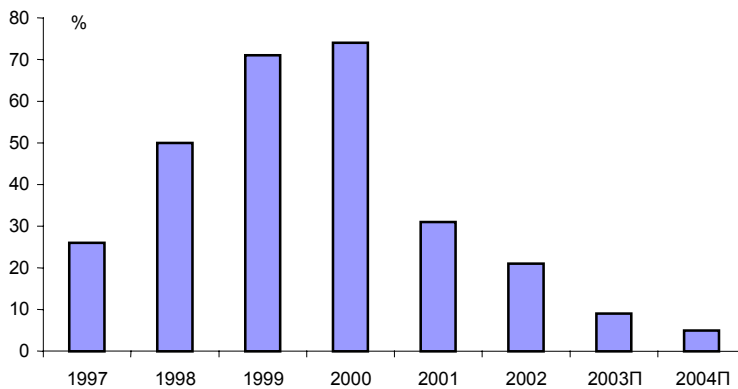
Источники: данные ведомств, оценка Альфа-Банка

Илл. 9. Внешний долг, в % от ВВП



Источники: данные ведомств, оценка Альфа-Банка

Илл. 10. Чистый внешний долг, в % от ВВП



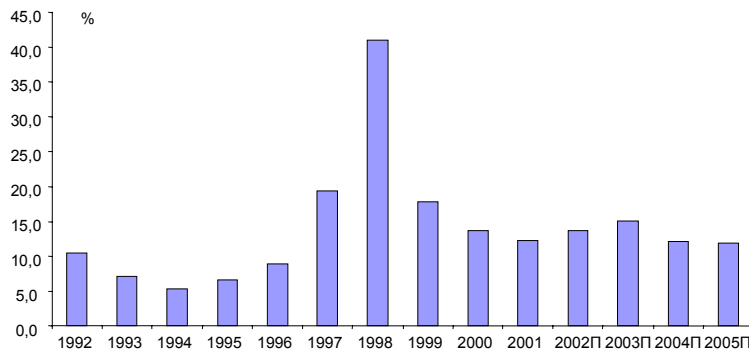
Чистый внешний долг (т.е. за вычетом долгов, на покрытие которых есть резервы) должен будет на конец текущего года составить \$34 млрд (или около 8% ВВП за 2003 г. (оц.)).

Эти показатели у России лучше, чем у большинства стран, входящих в ЕС.

Источники: данные ведомств, оценка Альфа-Банка



Илл. 11. Стоимость обслуживания внешнего долга, в % от бюджетных доходов



Стоимость обслуживания внешнего долга также сильно уменьшилась. В 2003 г. (оц.) его бремя должно составить лишь около 15% доходов бюджета.

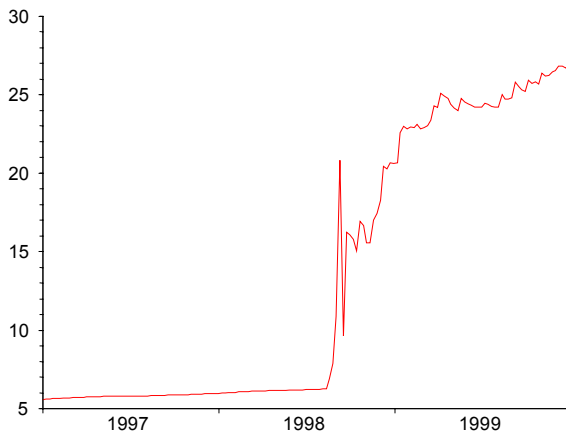
Правительство планирует погасить дорогостоящую задолженность за счет более дешевых долговых заимствований (после того, как в 2004 г. или 2005 г. Россия получит «инвестиционный» рейтинг).

Источники: данные ведомств, оценка Альфа-Банка

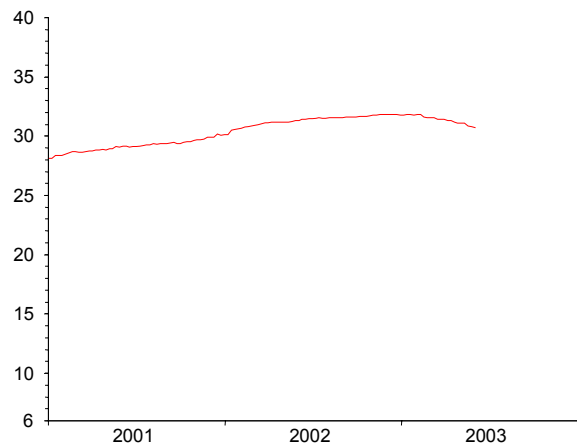
Тренд изменения курса рубля к доллару

С конца 2000 г. рубль остается гораздо более стабильным, в номинальном выражении, и усиливается в реальном выражении, в результате улучшения имиджа страны (с точки зрения политических рисков), а также макроэкономического роста.

Илл. 12. Курс рубля к доллару: 1997 – 1999 гг.



Илл. 13. Курс рубля к доллару: 2000 – 2003 гг.



Источник: DataStream

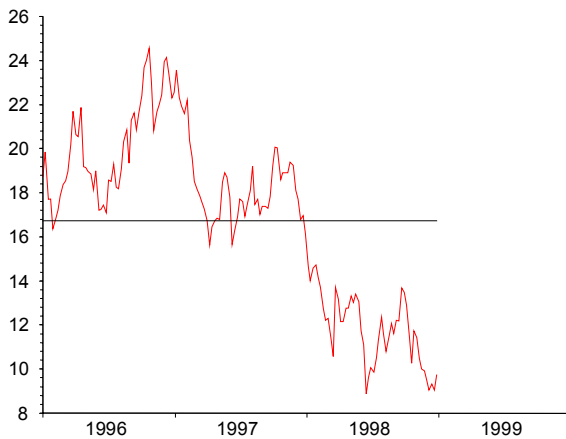


Цена нефти (сорта Urals) \$/баррель

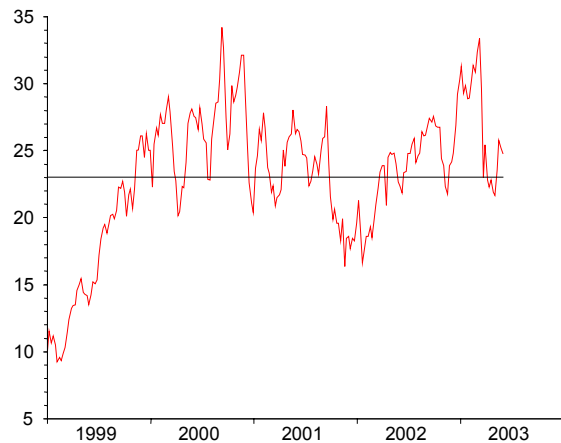
Крах нефтяных цен в 1997-1998 гг. вызвал кризис, но после 1999 г. восстановление произошло за счет высоких цен на нефть

В преддверии кризиса 1998 г. средняя цена нефти была чуть выше \$17/баррель, тогда как в течение дальнейших пяти лет средняя цена составила \$23/баррель. Именно в тот период Россия увеличила объемы экспорта нефти (с менее чем 2,5 млн. баррелей в сутки до более чем 4,0 млн. баррелей в сутки).

Илл. 14. Цена сорта Urals: \$/баррель (1997-1998 гг.)



Илл. 15. Цена сорта Urals: \$/баррель (1999-2003 гг.)



Источник: DataStream

Россия сократила зависимость от цен на нефть за счет роста объемов ее добычи

Первая часть плана развития экономики, предложенного правительством в 2000 г., состояла в том, чтобы сократить зависимость от цен на нефть за счет форсированного роста объемов ее добычи. В результате этого экономика, хотя и сохраняет свою зависимость от нефтегазовых доходов, в этом смысле сегодня не так уязвима, как в 1998 г.

В 2003 г. бюджет РФ будет сбалансирован при цене сорта Urals в \$17/баррель

В 1998 г. бюджет можно было бы сбалансировать лишь при цене на нефть на уровне \$26/баррель, но в тот год средняя цена нефти составила только \$11,5/баррель. По нашим оценкам, в 2003 г. бюджет будет сбалансирован даже при цене около \$17/баррель, тогда как средняя цена на нефти с начала года приближается к \$26/баррель.

Каждое повышение цены одного барреля нефти на \$1 сверх расчетной цены (в течение полного года) означает прибавку \$1 млрд к доходам федерального бюджета и увеличивает рост ВВП на 0,3% за год.

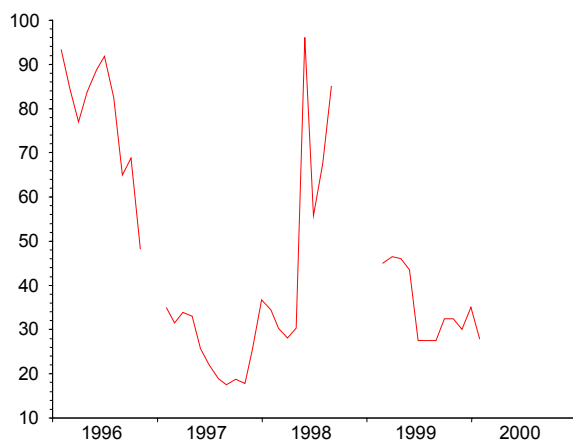
Илл. 16. Экономика, хотя сохраняет зависимость от нефтяных цен, сегодня не так уязвима

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (П)	2004 (П)	2005 (П)	2006 (П)
Добыча, млн. баррелей в сутки	6,1	6,0	6,1	6,5	6,9	7,5	8,0	8,4	8,8	9,2
год-к-году, рост в %		-1,6	1,7	6,6	6,2	8,7	6,7	5,0	5,0	5,0
Экспорт (кроме стран СНГ), млн. баррелей в сутки	2,1	2,5	2,4	2,6	2,8	3,4	3,9	4,3	4,7	5,1
Суммарный экспорт, млн. баррелей в сутки	2,6	2,8	2,8	2,9	3,1	3,7	4,2	4,6	5,0	5,4
год-к-году, рост в %		7,7	0,0	3,6	6,9	19,4	13,5	9,5	8,7	8,0
Необходимая цена сорта Urals, \$/баррель	28,0	26,0	26,0	25,5	23,0	18,5	17,0	16,0	14,5	13,5
Действительная цена сорта Urals, \$/баррель	18,3	11,9	17,3	26,5	22,9	23,6				

Источник: оценка Альфа-Банка

**Тренд в динамике процентной ставки**

Илл. 17. 3-месячная учетная ставка: 1996–1999 гг.



Илл. 18. 3-месячная учетная ставка: 2000–2003 гг.



Источник: DataStream

Рост расходов и расширение промышленного производства**Высокий темп роста расходов вызывает обеспокоенность**

Это – одна из главных сфер, от состояния которой сегодня зависят темп и объем потенциальных инвестиций в России.

Хотя официально признанный уровень инфляции снижается (после скачка почти до 85% в 1998 г.), есть явные признаки того, что рост реальных расходов усиливается и, возможно, достигнет 15% в год (т.е. почти равен темпам составляет почти на 30%).

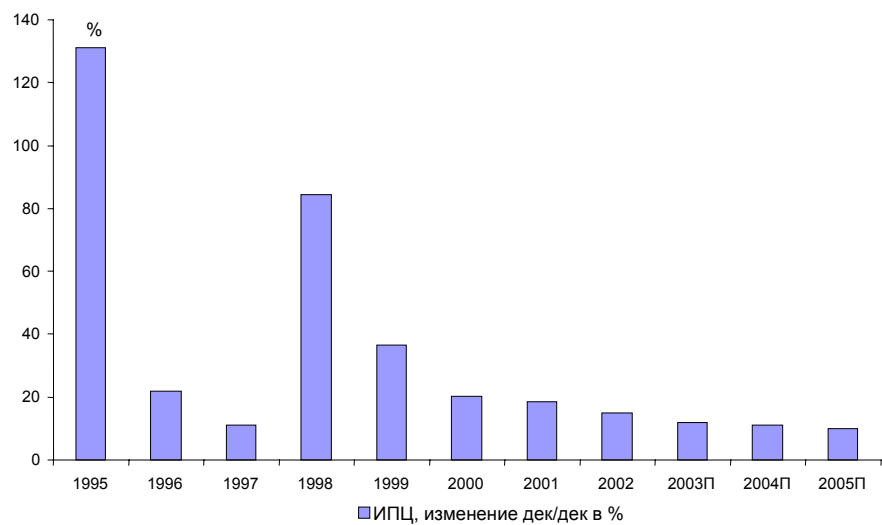
Усиление евро сделало бизнес в России более конкурентоспособным в промышленном секторе, но привело к росту затрат

Усиление евро помогло российскому бизнесу уравновесить потерю своей конкурентоспособности в промышленном и потребительском секторах в результате повышения курса рубля к доллару. Но поскольку свыше 40% импортируемых товаров, главным образом, предметов потребления и средств производства (оборудование, комплектующие и т.д.) поступают из стран зоны евро (в настоящее время свыше 50% импорта имеет цены в евро), это также привело к росту затрат. Это, в свою очередь, служит основанием для требований повышения зарплат. С сентября государственные служащие получают прибавку к жалованию (+30%).

В данный момент вопрос не имеет критического значения, но ситуация может измениться, например, если произойдет резкое падение цен на нефть, которое повлияет на доходы нефтяного сектора и федерального бюджета.

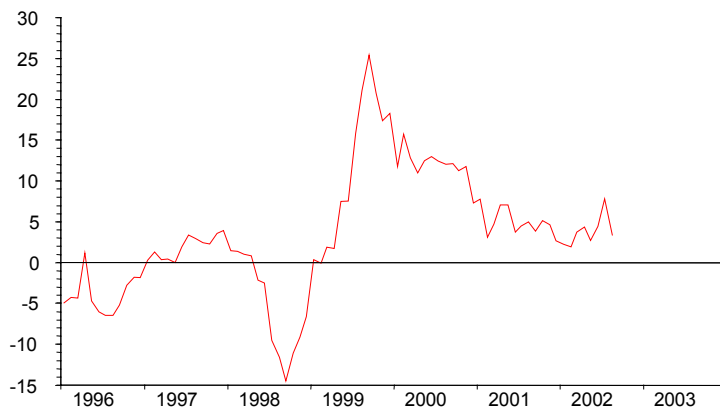


Илл. 19. Индекс потребительских цен, изменение в %, 1995-2005 гг. (оц.)



Источники: данные ведомств, оценка Альфа-Банка

Илл. 20. Промышленное производство: динамика по годам (в %)

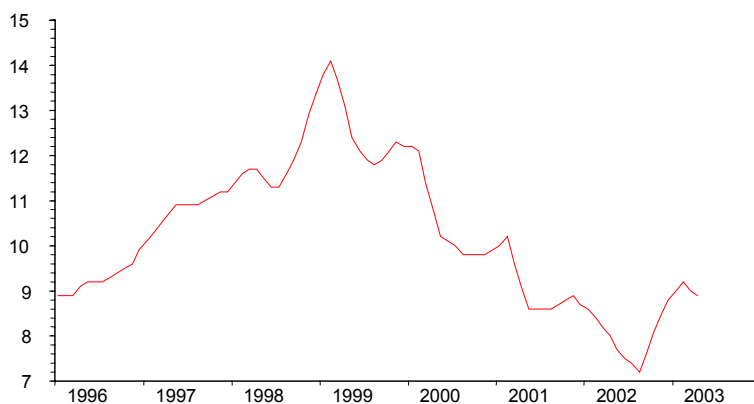


После девальвации (в 1999-2000 гг.) промышленное производство получило сильный импульс к развитию.

Наши прогнозы на 2004-2005 гг. носят более умеренный характер и предполагают как снижение цен на нефть, так и медленный ход осуществления реформ.

Источник: DataStream

Илл. 21. Уровень безработицы: 1996–2003 гг.



В прошлом году безработица достигла исторического минимума (около 7%), но в текущем году вновь выросла до 9%.

Это объясняется частью тем, что растущая стоимость привлечения рабочей силы заставила работодателей сократить персонал, частью – тем, что непрерывный рост эффективности производства делает такое сокращение возможным.

Источник: DataStream



Илл. 22. Важнейшие макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (П)	2004 (П)
ВВП, \$ млрд	435	275	187	251	312	355	384	421
Увеличение в %, год-к-году	0,9	-4,9	5,4	8,3	5,0	4,3	5,3*	3,1*
Пром. производство, увеличение в %, год-к-году	1,9	-6,2	11,0	11,9	5,2	3,7	4,6	2,5
Вложение в осн. капитал, рост в %, год-к-году	-6,0	-12,0	5,3	17,7	8,5	2,6	8,0	3,0
Текущий платежный баланс, \$ млрд	2,8	1,0	20,8	46,3	34,8	31,7	24,0	9,0
Торговый баланс, \$ млрд	17,4	17,1	35,8	60,7	49,6	45,3	40,0	20,2
Индекс потреб. цен, изменение в %, год-к-году	11,0	84,5	36,5	20,2	18,6	15,0	14,0	12,0
Курс рубля к доллару, на конец года	6,0	20,7	27,1	28,1	30,1	31,8	31,0	31,6
Обменный курс, изменение в %, год-к-году	0,0	245	31,0	3,7	7,1	5,7	-2,5	1,9
Резервы ЦБР, \$ млрд	17,8	12,2	12,5	28,0	36,6	47,7	78,0	85,0
Внешний долг, \$ млрд	132	148	145	144	135	122	112	105
в % от ВВП	30,4	54,8	77,5	57,4	43,5	34,4	28,3	23,3

Источники: данные ведомств, оценка Альфа-Банка

Политическая стабильность

Едва ли переизбранию В. Путина на второй президентский срок есть серьезная угроза, хотя следует признать, что к концу текущего года в стране может появиться кандидат от объединенной оппозиции.

Выборы в Думу приобрели большую значимость

Действительно важным вопросом является состав следующего парламента. Президент Путин весьма ясно дал понять, что небольшая группа высших правительственных чинов не в силах преодолеть сопротивление громоздкой бюрократической машины, тормозящей все усилия по проведению реформ административной системы и экономики. В майском «обращении к стране» президент заявил, что правительству в деле продвижения реформ потребуются помощь законодателей, и позднее разъяснил, что это означает потребность в парламентской поддержке.

Мы стали свидетелями неожиданного шага Кремля, который публично отождествил себя с Партией Единой России, и можем ожидать более активного участия Кремля в проведении Думских выборов, с целью обеспечить себе в следующем парламенте «прокремлевское» большинство.

Илл. 23. Нынешний состав Государственной Думы

Партия	Лидер	Число мест	% от общего числа	Как склонны голосовать
Прокремлевские партии				
Единство	В. Пехтин	82	18,2	Обычно голосуют «за»
Отечество	В. Володин	53	11,8	
ЛДПР	В. Жириновский	13	2,9	
	Всего	148	32,9	
Левая оппозиция				
Коммунисты	Г. Зюганов	83	18,4	Голосуют с коммунистами
«Народный депутат»	Г. Райков	53	11,8	
Агрпромышленная партия		43	9,6	
	Всего	179	39,8	
Правая оппозиция				
Союз правых сил	Б. Немцов	31	6,9	Обычно голосуют «против»
Яблоко	Г. Явлинский	17	3,8	
	Всего	48	10,7	
Центристы – обычно голосуют в зависимости от конкретного вопроса				
«Регионы России»	О. Морозов	47	10,4	
Независимые депутаты		20	4,4	
	Всего	67	14,8	
Вакансии		8	1,8	
	Всего	450	100	

Источник: Государственная Дума



Чтобы провести в жизнь свою программу и преодолеть бюрократизм, Путину нужно явное «прореформаторское» большинство

На данный момент явная прокремлевская опора составляет в Думе 32,9%, а центристские депутатские группы (Регионы России и независимые депутаты), имеющие в общем 14,8% мест, обычно поддерживают правительство. С учетом всех имеющихся вакансий это дает 49% наличных мест в Думе. Партии «правой оппозиции» в лице Союза правых сил и Яблока (в сумме они имеют 10,7% мест) обычно голосуют против Кремля, но по конкретным вопросам поддерживают его курс на проведение реформ.

Баланс интересов

Равновесие интересов в России – важный аспект дальнейшей инвестиционной политики

Это – важный аспект инвестиционной политики на дальнюю перспективу. Раньше влиятельные промышленные группы были заинтересованы скорее в достижении собственных целей, чем в поддержке рынка или экономических реформ.

Бизнесу уже выгодно поддерживать шаги правительства по проведению реформ

Мы достигли момента, когда промышленные группы обеспечили себе нужные позиции, и теперь им более выгодно поддерживать шаги правительства по проведению реформ.

Это полезно и для местного предпринимательского климата (например, с точки зрения роста способности российского бизнеса влиять на ценообразование на внутреннем рынке). Это полезно и с точки зрения входящих инвестиционных потоков, включая СП и стратегические партнерства. Это также благоприятно сказывается на «инвестиционных коэффициентах», которые присваиваются инвесторами российским акциям.

В последние два года Кремль вел (иногда в одиночку) войну против бюрократов – и проиграл. Следующий президентский срок будет отмечен тем, что кремлевская команда получит большую законодательную поддержку в лице «прокремлевского» большинства в Думе, а также активную поддержку со стороны влиятельных промышленных лобби.

Интернационализация российского бизнеса и экономики

Крупнейшие компании России являются и мировыми лидерами отраслей, и с ними уже нельзя не считаться

Многие из крупнейших компаний России являются также мировыми отраслевыми лидерами и будут все в большей мере привлекать интересы крупных вкладчиков в обычные инвестиционные фонды и в специализированные фонды вложений в сырьевые компании.

Конкретно:

- | | |
|--------------------------|---|
| Газпром | крупнейшая в мире газодобывающая компания, располагающая 25% мировых запасов газа |
| Юкос-Сибнефть | вторая в мире (и лишь незначительно уступающая лидеру) нефтедобывающая компания, быстрый темп роста которой позволит ей за год или два обогнать Exxon Mobil |
| ЛУКОЙЛ | четвертая в мире нефтяная компания и одна из немногих, имеющих активы на Каспии и в Ираке |
| Норильский Никель | крупнейший в мире производитель никеля и металлов платиновой группы |

Помимо компаний, акции которых котируются на фондовой бирже, в России имеются отраслевые лидеры (пока еще не котирующиеся на бирже) по производству алюминия и других сырьевых товаров.



Многие из этих компаний уже начали экспансию за пределами России путем открытых поглощений или совместных предприятий.

Сегодня в России есть три нефтедобывающие компании, входящие в десятку крупнейших (по запасам и добыче) мировых компаний – производителей нефти (исключая газ), но Юкос-Сибнефть и ЛУКОЙЛ все еще имеют более низкое соотношение добычи к запасам, чем среднемировое.

Илл. 24. Сравнение мировых нефтяных гигантов

Компания	Запасы млн. баррель	\$/баррель запасов	Добыча баррелей в сутки	Коэффициент* запасы/добыча
Exxon Mobil	21.550	11,1	2.460	4,2%
Юкос/Сибнефть	20.000	1,9	2.200	3,8%
PetroChina	17.450	2,1	2.090	4,4%
ЛУКОЙЛ	19.600	0,8	1.600	3,3%
BP Amoco	14.940	10,1	1.650	4,0%
Chevron Texaco	12.015	5,8	1.960	5,9%
TotalElfina	10.840	8,3	1.455	4,9%
TNK-BP	9.490	1,8	1.100	4,2%
Royal Dutch Shell	9.470	6,5	2.200	8,6%

Источник: DataStream

Мониторинг развития инвестиционных условий

Мы будем следить за развитием событий и отслеживать риски, способные оказать воздействие на развитие инвестиционных условий в стране, пользуясь тремя основными методиками.

• Обзор инвестиционного климата

Это – список всех факторов, способных повлиять на ожидаемую доходность инвестиций и рыночный риск, плюс индикатор тренда, указывающий на то, является ли данный «фактор» положительным, негативным или нейтральным по отношению к основному утверждению (тезису).

• АВ-ICI

Разработанный Альфа-Банком и ежемесячно обновляемый «Индекс доверия инвесторов», созданный специально как ведущий индикатор действий портфельных и стратегических инвесторов, а также ряда факторов, таких как банковские депозиты, структура денежной массы и т.д. (т.е. все те, что должны служить сигналом будущей динамики цен активов).

• Оценка активов

Используя нашу недавно обновленную и упрощенную методику оценки акций и присвоения им рейтинга, мы будем еженедельно освещать тенденцию в оценке стоимости активов.

Обзор инвестиционного климата

В этом ежемесячном обзоре (который будет обновляться в нашем ежемесячном отчете о перспективе рынка – Market Outlook report) мы рассматриваем все факторы (в алфавитном порядке), которые могли бы повлиять на осуществление наших инвестиционных рекомендаций. Мы разбили эти факторы на три категории:



- **Катастрофические**

Это касается событий, которые, если приобретут негативную направленность, почти полностью уничтожат возможности для инвестиций на период в 1-3 года.

- **Критические**

Это – события или предположения, играющие ведущую роль в нашем инвестиционном сценарии. Хотя ни одно из этих событий, при его негативном развитии, не способно будет подорвать инвестиционный проект, оно все же повлияет на его объем и темпы реализации.

- **Предостерегающие**

Эти события или факторы, хотя еще и не «критические», могут вырасти в своем значении и получить возможность влиять на результат инвестиционных решений.

«Статус» каждого фактора может быть одним из трех:

- **Позитивный**

Соответствует нашим ожиданиям и подтверждает наш инвестиционный «тезис».

- **Нейтральный**

Нет ни положительного, ни отрицательного воздействия на инвестиционный сценарий.

- **Негативный**

Расходится с нашим прогнозом и противоречит нашему инвестиционному «тезису». (Примечание: «тренд» – это предыдущий «статус», наблюдавшийся в течение трех предшествующих месяцев).

Илл. 25. Катастрофические события

Катастрофическое событие	Последствие	Статус	(Тренд)
Цена нефти (сорта Urals) падает ниже \$12/баррель	Рост ВВП становится отрицательным. Сохраняется смысл вкладывать средства лишь в сырьевые компании за пределами нефтегазового сектора.	позитивный	(остаётся позитивным)
В. Путин неэффективен и теряет кредит доверия	Это резко подорвет как настроения инвесторов, так и политическую стабильность и экономическую предсказуемость	позитивный	(остаётся позитивным)
Терроризм	Активизация действий террористов привела бы к повышению суверенного риска РФ.	нейтральный	(остаётся нейтрален)

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 26. Критические события

Критическое событие	Последствие	Статус	(Тренд)
В сфере оценки активов	Рынок «перегрет» или образует спекулятивный «пузырь»	позитивный	(остаётся позитивным)
Банковская реформа	«Основная» предпосылка роста экономики	негативный	(остаётся негативным)
Выборы в Думу	Формирование «антикремлевского» или «антиреформаторского» большинства в Думе	позитивный	(остаётся позитивным)
Потрясение извне	Такое, как резкая коррекция на мировых фондовых или долговых рынках, что подорвало бы доверие инвесторов и нарушило бы движение потоков ликвидности	нейтральный	(остаётся нейтрален)
Инвестиционный рейтинг	Отсрочка с его предоставлением (на период позже середины 2004 г.) подорвало бы настроение вкладчиков в активы развивающихся рынков и в глобальные фонды	позитивный	(остаётся позитивным)
Индекс MSCI	Стратегические приобретения могут привести к сокращению доли России в индексе MSCI и снизить привлекательность портфельных инвестиций	нейтральный	(нисходящий позитивный)
Падение цен нефти (сорта Urals) ниже \$17/баррель	Подорвет доверие инвесторов и потребителей, что приведет к снижению темпов инвестиций и потребления	позитивный	(остаётся позитивным)
Подъем цен нефти (сорта Urals) выше \$27/баррель	Усилит рубль и подорвет рост промышленного производства, ограничит возможность контроля над ростом затрат и увеличит объем спекулятивных инвестиций.	позитивный	(остаётся позитивным)

Источник: оценка Альфа-Банка



Илл. 27. Предостерегающие события

Предостерегающее событие	Последствие	Статус	Тренд
Корпоративные долги	Поскольку корпоративный сектор (исключая «голубые фишки») осуществляет все новые заимствования, появляется риск того, что доверие к российскому долговому рынку может пострадать.	нейтральный	(бывший позитивный)
Рост затрат	«Реальный» рост затрат приводит к сокращению прибыли компаний и подрывает конкурентоспособность ряда отраслей	негативный	(остаётся негативным)
Курс доллара к евро	Значительное сокращение прибылей тех компаний, чья выручка зависит от стоимости доллара, а также уменьшение доходов Федерального бюджета	нейтральный	(бывший позитивный)
Газпром	Отсрочка листинга на МСЭХ и начало процесса по устранению «ограждения» будут неблагоприятны для инвестиций	негативный	(остаётся негативным)
Индекс доверия инвесторов	Разработанный Альфа-Банком «Индекс доверия инвесторов» послужит ведущим индикатором инвестиционных намерений	позитивный	(остаётся позитивным)
Права миноритариев	Обращение с миноритарными акционерами в ходе корпоративных слияний и поглощений	позитивный	(остаётся позитивным)
ВТО	Членство России в ВТО – важный фактор осуществления реформ	нейтральный	(остаётся нейтрален)

Источник: оценка Альфа-Банка

Индикатор доверия инвесторов

Ведущий индикатор доверия инвесторов и инструмент прогнозирования будущих трендов

Альфа-Банк завершил создание нового ежемесячного Индекса, задуманного как ведущий индикатор настроений инвесторов по отношению к России. «Индекс доверия инвесторов Альфа-Банка» (“Alfa Bank Investor Confidence Index (AB-ICI)”), разработанный совместно Альфа-Банком и Российской экономической школой (г. Москва), объединяет ряд временных рядов данных, отражающих настроения портфельных и стратегических инвесторов, и служит точным инструментом прогнозирования инвестиционных намерений, будь то прямые иностранные инвестиции или финансовые потоки на рынке капиталов. Используемые методы позволяют сгладить «единовременные» крайности в наблюдаемых явлениях так, что итоговый Индекс становится более ровным, отражает долгосрочные и среднесрочные фундаментальные показатели и менее подвержен краткосрочным колебаниям соответствующих переменных.

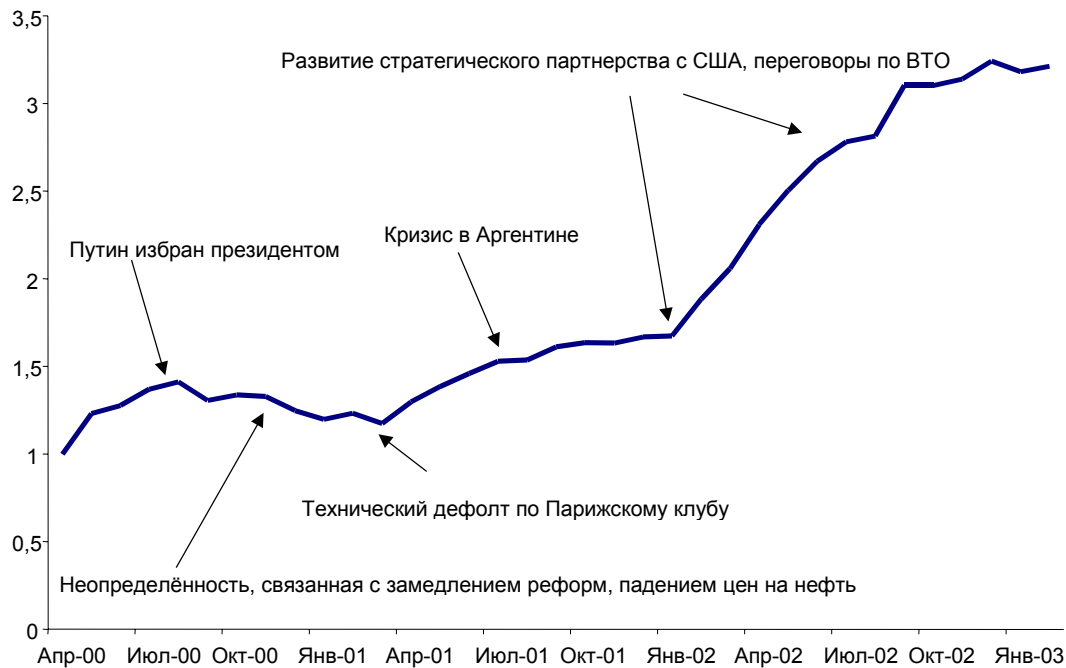
Есть целый ряд обзоров, отслеживающих степень доверия и дальнейшие намерения «капитанов» российского бизнеса и опирающихся, в свою очередь, на статистику прошедших периодов, опубликованную государственными ведомствами, а также на мнения менеджеров относительно ожидаемого инвестиционного климата в России. Новый индекс “AB-ICI” «очистит» эти мнения от домыслов и догадок, и предоставит специалистам, занятым инвестированием, управлением, планированием, анализом и информационным освещением российской экономики, тот надежный и полезный индикатор меняющихся инвестиционных условий в стране, который позволит следить за реальными действиями инвесторов.

Эволюция индекса AB-ICI (по настоящему моменту)

Индекс рассчитывается ежемесячно, начиная с 31 марта 2000 г. Тренд индекса “AB-ICI” с момента его основания до настоящего времени показан на графике ниже.



Илл. 28. «Индекс доверия инвесторов Альфа-Банка»



Источник: оценка Альфа-Банка

Индекс АВ-ICI отражает все ключевые события, оказавшие влияние на настроения инвесторов, начиная с весны 2000 г., т.е. с момента назначения нынешнего правительства РФ и начала экономических реформ. Начальный оптимизм по завершении президентских выборов в марте 2000 г. привел к существенному росту Индекса, движимого как улучшением основных экономических показателей (высокие цены на нефть и выгоды от девальвации рубля в 1999 г.), так и надеждами в связи с началом реальных перемен. Однако снижение фондового и долгового рынков (из-за опасений по поводу злоупотреблений в корпоративном управлении, а также в силу изменчивой мировой конъюнктуры, что в целом привело к замедлению прямых иностранных инвестиций) вызвало во второй половине 2000 г. падение индекса АВ-ICI. «Технический дефолт» по долгам «Парижскому клубу», случившийся в январе 2001 г., подтолкнул Индекс к его историческому минимуму. Однако возобладавший позднее восходящий тренд, усиленный «сближением» между США и Россией в сентябре 2001 г., ясно указывает на оптимизм инвесторов. Они ожидают, что экономика России сможет и далее пользоваться благами как проводимых внутренних реформ, так и нового места в мировом порядке, которое страна обрела в последние годы.

Тренд Индекса оказался точным индикатором последующих тенденций на фондовом и долговом рынках России. Мы полагаем, что он останется надежным индикатором будущих потоков стратегических и портфельных инвестиций в российскую экономику.

**Оценки**

Используя методику «справедливой рыночной оценки», изложенную в нашем недавнем отчете «Изменение в методе определения рекомендации по акциям», мы так определили справедливую цену акций российских компаний:

Илл. 29. Разбивка российского фондового рынка (по критерию справедливой цены)

Текущая рыночная капитализация всех акций:	\$155,2 млрд
Взвешенная рыночная справедливая цена всех акций:	\$169,2 млрд
Потенциал роста до уровня справедливой цены:	+9,0%
Подразумеваемый уровень РТС *	522
Потенциал роста на РТС *	+4,4%

*Примечание: * исключая акции, не входящие в индекс РТС, такие как Газпром, МТС, Голден Телеком, ВымпелКом и Вимм-Билль-Данн*
Источники: РТС, оценка Альфа-Банка

Акции с наибольшим потенциалом роста (т.е. те, чей потенциал составляет 15% и выше), которые попали в категорию ПОКУПАТЬ (по нашей методике присвоения рейтингов), перечислены в Илл. 30.

Илл. 30. Потенциал роста акций в 15% и выше

Акция	Рын. капитализация \$ млн	Потенциал роста до справедливой цены	
			%
Южный Телеком	321		81,8
Сибирь Телеком	307		66,7
Челябинский трубный	67		54,9
Уралсвязьинформ	828		50,0
Центр Телеком	523		34,5
ОМЗ	247		32,1
Газпром	24.921		31,1
МГТС	642		25,9
Волга Телеком	537		23,5
Мегионнефтегаз	1049		22,0
Голден Телеком	584		21,6
АвтоВАЗ	697		20,6
Сбербанк	5.372		19,6
РИТЕК	135		18,5
Балтика	1.584		16,6
САН Интербрю	575		16,3
ЛУКОЙЛ	16.756		15,5

Источники: РТС, оценка Альфа-Банка

Акции с потенциалом роста менее 10% перечислены в Илл. 31.

Илл. 31. Потенциал роста акций в 10% и ниже

Акция	Рын. капитализация \$ млн	Потенциал роста до справедливой цены	
			%
Сургутнефтегаз	8.663		-9,1
Татнефть	2.026		-8,6
Юкос	31.094		-6,5
Аэрофлот	408		-4,9
Башнефть	648		-2,4
Ростелеком	1522		-1,4
Сибнефть	12.422		-0,8
МТС	5.881		0,0
Норильский Никель	7.241		3,4
Северо-Западный Телеком	344		6,4
ВымпелКом	2.514		9,1
Башинформсвязь	58		9,6

Источники: РТС, оценка Альфа-Банка



Структура российского фондового рынка

Современная структура российского фондового рынка (по состоянию на конец апреля), по секторам, дана в Илл. 32.

Илл. 32. Современная структура российского фондового рынка

Сектор	Доля	(на конец апреля)
Нефтедобывающий	51,0%	(51,7%)
Газовый	16,9%	(19,3%)
Телекоммуникационный	9,5%	(9,4%)
Электроэнергетический	9,8%	(7,6%)
Металлургический	6,0%	(5,1%)
Финансовый	3,6%	(3,6%)
Потребительский	2,2%	(2,2%)
Промышленный	1,0%	(1,1%)
Всего	100%	(100%)

Источники: РТС, оценка Альфа-Банка

Компании с крупнейшей капитализацией

На российском фондовом рынке имеется 11 компаний, чья рыночная капитализация превышает \$2 млрд (и на долю которых приходится 85% всей рыночной капитализации), а также 17 компаний (перечисленных ниже на Илл. 33) с рыночной капитализацией, превышающей \$1 млрд.

Илл. 33. Компании с рыночной капитализацией больше \$1 млрд

Акция компании	Рыночная капитализация \$ млн	В % от всей
Юкос	31.094	21,0
Газпром	24.921	16,9
ЛУКОЙЛ	16.756	11,3
Сибнефть	12.422	8,4
РАО ЕЭС	10.544	7,1
Сургутнефтегаз	8.663	5,9
Норильский Никель	7.241	4,9
МТС	5.881	4,0
Сбербанк	5.372	3,6
Транснефть (привилегированная)	2.553	1,7
ВымпелКом	2.514	1,7
Татнефть	2.026	1,4
Мосэнерго	2.024	1,4
Северсталь	1.633	1,1
Балтика	1.584	1,1
Ростелеком	1.522	1,0
Мегионнефтегаз	1.049	0,7

Источники: РТС, оценка Альфа-Банка

Структура собственников

За последние два месяца на российском фондовом рынке наблюдалось небольшое изменение состава собственников. Это вызвано, главным образом, различной эффективностью котируемых акций, хотя небольшое сокращение их числа в свободном обращении объясняется итогами стратегических приобретений.

Сильный рост котировок акций энергетического сектора и Газпрома за последние два месяца привел к тому, что стоимость котируемых государственных акционерных холдингов выросла на \$4,5 млрд (до \$22,7 млрд).



Илл. 34. Состав собственников на российском фондовом рынке

	Стоимость холдинга	В % от общей	(на конец апреля 2003 г.)
Менеджмент	\$48,3 млрд	31,1	(31,5%)
Связанные с ним «инсайдеры»	\$21,9 млрд	14,1	(14,5%)
Всего «инсайдеров»	\$70,2 млрд	45,2	(46,1%)
Стратегические инвесторы	\$18,5 млрд	12,0	(11,5%)
Государство (правительство)	\$22,7 млрд	14,6	(13,6%)
Региональные власти	\$1,9 млрд	1,2	(1,1%)
Акции в свободном обращении	\$41,9 млрд	27,0	(27,7%)
Всего	\$155,2 млрд	100,0	

Источники: РТС, оценка Альфа-Банка



Андрей Богданов
(7 095) 795-3613

Елена Роговина
(7 095) 795-3742

Тема: Межрегиональные компании связи все еще привлекательны

Несмотря на активный рост российского рынка, большинство региональных компаний связи остаются недооцененными. С начала года индекс РТС вырос на 37%, но среди региональных телекомов быстрее индекса росли только две акции – Уралсвязьинформ (+68%) и Волга Телеком (+43%). Однако и они по-прежнему обладают значительным потенциалом роста (50% и 24%, соответственно).

Илл. 35. Сравнительная оценка

	EV/S		EV/EBITDA		P/E	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Центр Телеком	0,9	0,8	2,3	1,7	4,9	3,0
Северо-Западный Телеком	1,0	0,8	3,7	2,6	8,6	4,6
ЮТК	0,9	0,8	2,4	2,3	5,0	6,6
Волга Телеком	1,1	1,0	2,5	2,3	4,6	4,6
Уралсвязьинформ	1,3	1,1	3,5	2,7	10,9	6,4
Сибирьтелеком	0,7	0,5	1,9	1,5	3,2	2,5
Дальсвязь	0,4	0,4	1,7	1,2	4,0	2,9
Средний показатель	0,9	0,8	2,6	2,0	5,9	4,4

Источник: оценки Альфа-Банка

В то же время, акции остальных региональных операторов по-прежнему отстают от рынка, хотя они дешевы, судя по нашим моделям DCF. Мы присвоили рекомендации ПОКУПАТЬ всем региональным телекомам, за исключением Северо-Западного Телекома, акции которого, по нашим расчетам, переоценены.

Несмотря на то, что рост бумаг Уралсвязьинформа и Волга Телеком объясняется высокой долей мобильной связи в структуре их бизнеса (несомненно, основной фактор роста этих компаний), целый ряд событий влияет на все региональные «дочки» Связьинвеста и, соответственно, должен отразиться на цене их акций.

С 1 июля МАП повысил тарифы на местную и междугороднюю связь для региональных компаний

С 1 июля МАП повысил тарифы местной и междугородней связи для региональных компаний. Максимальный уровень повышения – 37% (в зависимости от региона). Тарифы на междугороднюю связь повышаются в среднем на 20%, за исключением звонков в сильно удаленные пункты (свыше 1200 км), тарифы на которые сокращаются в среднем на 30%. Данные об уровне повышения тарифов на местную связь приведены ниже:

Илл. 36. Повышение тарифов МРТ

Компания	Рост тарифа, %	Новый тариф на 2003 г. (усредненный)
	%	
Центр Телеком	В среднем на 18% с 15 мая. С 1 августа тарифы будут повышены еще на 30%	4.2
Уралсвязьинформ	В среднем на 18% с 15 мая. С 1 августа тарифы будут повышены еще на 30%	3.6
ЮТК	8-33	4.0
Волга Телеком	15-33	4.1
Дальсвязь	3-37	4.1
Сибирьтелеком	10-35	3.9
Северо-Западный Телеком	10-30	4.1

Источники: МАП, оценка Альфа-Банка

Это средние тарифы, используемые в наших расчетах. На самом же деле тарифы в пределах одного региона существенно разнятся. Особенно наглядно это проявляется в регионах с неоднородными климатическими условиями, например, в Сибири. Тем не менее, компании стремятся вы-



ровнять местные тарифы в своих регионах. В частности, Уралсвязьинформ уже практически уравнил свои тарифы, исключения составляют сильно удаленные населенные пункты (для них применяется одинаковая ставка).

Повышение тарифов на местные звонки увеличит выручку МРТ в 2003 г. примерно на 6% в долларовом выражении

Уровень повышения тарифов в целом соответствует нашим ожиданиям. По нашим оценкам, в результате этого повышения выручка региональных телекомов в 2003 г. вырастет примерно на 6% в долларовом выражении. Мы также полагаем, что более низкие тарифы на звонки в удаленные пункты позволят сохранить темпы роста междугородного трафика.

По нашим оценкам, в 2003 г. выручка региональных операторов вырастет в среднем на 21%

По нашим оценкам, в 2003 г. выручка семи региональных операторов без учета дочерних компаний мобильной связи вырастет в среднем на 21% (с учетом последних – на 35%). Благодаря этому повышению тарифов выручка операторов вырастет в текущем году примерно на 6%. Другие источники роста выручки – увеличение трафика дальней связи, рост тарифов на услуги междугородней связи, введение в эксплуатацию новых линий и рост объема современных телекоммуникационных услуг, включенных в неконсолидированную отчетность компаний по РСБУ.

Есть признаки сокращения перекрестного субсидирования

Из отчетов компаний-операторов за 1-й кв. 2003 г. по РСБУ видно, что доля поступлений от междугородней связи в их общей выручке начала снижаться (43% в 1-м кв. 2003 г. по сравнению 47% в 1-м кв. 2002 г.). Мы считаем, что это хороший знак, свидетельствующий о сокращении перекрестного субсидирования

В 2005 г. тарифы на услуги местной связи могут достичь \$6

Если Связьинвест получит добро МАПа на такое же повышение тарифов на услуги местной связи и в будущем году, в 2005 г. эти тарифы могут достичь \$6, т.е. того уровня, который Связьинвест считает справедливым.

В июле компании могут выпустить отчеты за 2002 г. по МСФО

Другая новость связана с выпуском в июле отчетности по МСФО. Размер чистой прибыли у некоторых компаний может снизиться, зато можно будет увидеть, каков фактический вклад «дочек» в бизнес головной компании. В этом смысле особенно сильно будут разниться показатели в отчетах по МСФО и РСБУ у Уралсвязьинформа: 60% его выручки от мобильной связи не включены в отчетность по РСБУ, в то время как по нашим оценкам, доля этого вида бизнеса в общей выручке компании составит в 2003 г. 20%.

В 1-м кв. 2003 г. издержки по РСБУ у региональных операторов росли несколько быстрее, чем ожидалось

Кроме того, Связьинвест сообщил, что в ближайшее время компании выпустят консолидированные отчеты по РСБУ. Следует отметить, что, судя по их отчетам за 1-й кв. 2003 г., издержки росли несколько быстрее, чем ожидалось. Рост издержек отрицательно сказался на показателях рентабельности, но пока большой проблемы мы здесь не видим: в большинстве случаев рост издержек был связан с индексацией зарплат и разовым выплатам при сокращении штатов.

Новый Закон о связи принят в третьем чтении

Еще одно важное событие для региональных телекомов – новый Закон о связи прошел третье чтение, и в скором времени должен быть подписан президентом Путиным. В новом Законе содержатся два спорных положения, которые могут негативно отразиться на региональных телекомах: выплаты в фонд универсальной услуги и право пользователей услугами местных операторов выбирать между повременной и фиксированной формой оплаты ежемесячной абонентской платы. Размер выплат в данный фонд пока еще не определен, но в любом они будут производиться за счет прибыли компаний.

Не вполне ясно и то, как с учетом указанных выше нововведений будут определяться тарифы для населения, и как будет рассчитываться размер фиксированной части ежемесячной абонентской базы при повременной оплате. Как мы уже отмечали, с нашей точки зрения, единственное возможное решение заключается в резком повышении абонентской



платы до уровня, покрывающего издержки и содержащего некую премию либо инвестиционную составляющую. Мы не будем корректировать свои модели до тех пор, пока не получим ясное представление о методике определения тарифов.

Т.о., рост акций региональных телекомов в июле будет определяться в основном следующими событиями:

- повышение тарифов на услуги местной связи с 1 июля;
- выход отчетов за 2002 г. по МСФО;
- все, что связано с новым Законом о связи;
- новости о консолидации активов компаний мобильной связи.



Динамика и оценка акций

Илл. 37. Динамика АДР, с начала месяца, на 27 июня 2003 г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
Нефть и Газ									
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	18,8	4,2	59,3	19,0	10,0	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	78,6	6,2	30,5	79,5	54,5	
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	26,1	5,7	22,5	26,6	16,5	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	20,7	-1,3	30,2	28,0	14,3	
Татнефть	2	20 в 1	25,0	19,0	-11,0	25,6	24,1	11,1	
Юкос	1	4 в 1	20,0	55,4	10,7	49,3	57,3	32,8	
Энергетика									
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	4,0	-9,1	60,0	4,5	1,8	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	35,6	10,7	47,6	47,4	21,3	
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	7,1	5,2	132,8	7,8	2,2	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	25,3	11,7	107,8	25,8	7,5	
Телекоммуникации									
ВымпелКом	3	3 в 4	Н/Д	46,1	2,4	44,0	48,0	20,6	
Голден Телеком	3	1 в 1	Н/Д	22,1	-9,8	74,7	24,9	10,2	
МТС	3	20 в 1	17,0	59,5	10,6	60,2	61,1	23,8	
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	7,5	12,1	18,2	7,0	5,0	
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	8,5	3,4	3,4	24,5	25,0	1,3	
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	10,5	-4,6	47,4	11,2	5,7	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	4,5	2,4	66,8	4,0	1,4	
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	5,2	21,6	50,0	7,9	2,4	
Прочие сектора									
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	33,8	19,5	67,2	49,5	15,9	
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	6,7	3,0	10,8	6,6	3,8	
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,6	10,5	1,6	5,1	2,0	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	20,3	-3,3	13,1	22,7	16,0	
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	5,1	27,1	6,0	7,7	2,9	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 38. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 27 июня 2003 г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$	млн. \$	млн. \$	2002П	2003П	2002П	2003П			
Нефть и Газ														
Газпром	1,028	3	33	1,045	0,639	20,8	27 256	13,2	3,6	4,8	3,4	1,350	31	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	19,57	6	25	19,57	13,77	3,5	16 646	9,0	6,4	5,3	5,0	22,75	16	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	2,62	5	17	2,66	1,7	0,3	12 422	10,7	8,2	7,8	6,3	2,6	-1	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,4195	0	31	0,525	0,29	1,0	9 681	6,3	6,4	1,8	1,8	0,38	-9	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	0,93	-15	21	1,200	0,563	2,0	2 106	4,1	4,4	3,6	2,6	0,85	-9	ПРОДАВАТЬ
Юкос	13,85	10	49	14,1	8,45	2,5	29 433	9,6	7,9	6,6	5,0	13	-6	ДЕРЖАТЬ
Petrobras	19,0	-6	3	20,7	9,7	6,7	20 131	7,3	3,8	5,7	3,0			
MOL	0,9	20	9	0,9	0,5	2,0	1 874	Н/Д	13,5	5,7	7,4			
PetroChina	0,3	15	44	0,3	0,2	23,6	50 164	9,2	8,2	4,3	3,9			
Среднее								8,2	8,5	5,2	4,8			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,097	8	21	0,097	0,058	0,0	462	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,465	2	67	0,470	0,247	0,0	356	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,072	5	120	0,078	0,024	0,4	2 024	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,254	11	93	0,259	0,076	7,2	10 425	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	7,2	-1	12	7,3	6,0	0,0	637	18,8	13,6	4,9	4,0	9,0	26	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	11,6	5	-3	13,3	10,0	3,5	5 158	11,8	7,7	3,7	4,2			
Tele Norte Leste	8,3	-6	20	9,4	5,1	3,6	3 997	34,8	23,1	3,9	3,9			
Среднее								23,3	15,4	3,8	4,0			
Ростелеком	1,725	-4	40	1,930	0,978	0,6	1 549	45,0	32,7	4,0	4,2	1,70	-1	ДЕРЖАТЬ
Indosat	1,08	-6	-5	1,35	0,75	2,9	1 100	9,6	8,6	4,3	3,5			
Embratel	2,23	-1	53	2,81	0,65	1,7	703	Н/Д	Н/Д	4,7	4,4			
Среднее								9,6	8,6	4,5	4,0			
Вымпелком	46,1	2	44	48,0	20,6	10,4	2 479	19,1	11,8	8,2	5,5	31,0	10,6	ПОКУПАТЬ
МТС	59,5	11	60	61,1	23,8	12,0	5 930	21,4	14,6	9,3	5,8	59,0	-1	ДЕРЖАТЬ
Turkcell	9,250	-6	26	10,450	4,410	0,6	765	19,6	14,7	5,5	4,8			
Mobinil	13,9	7	76	14,4	6,8	0,0	1 380	11,3	10,2	5,2	5,9			
Среднее								11,3	12,5	5,4	5,9			
Голден Телеком	22,1	-10	75	24,9	10,2	2,1	532	17,9	9,7	8,3	4,1	27,0	22	ПОКУПАТЬ
Netia	1,1	-4	0	1,6	0,5	2,0	367	Н/М	Н/М	Н/М	4,8			
Металлургия														
Норильский Никель	33,8	22	67	35,5	16,5	1,8	7 219	22,9	10,0	6,2	4,8	35,0	4	ДЕРЖАТЬ
Ampplats	31,9	0	-25	55,0	26,0	0,4	6 865	8,9	8,3	5,0	4,4			
Inco	21,2	-10	-15	26,4	18,0	1,2	3 884	n/m	17,3	9,9	7,8			
Implats	60,0	0	-18	87,6	46,6	0,3	3 991	6,4	8,4	4,8	4,4			
Среднее								7,7	11,3	7,5	6,1			
Северсталь	69,2	3	39	69,2	47,0	0,0	1 528	12,4	7,7	3,9	3,0	83,0	20	ПОКУПАТЬ
China Steel	0,7	0	24	0,7	0,4	79,3	6 432	14,7	12,0	7,2	5,3			
POSCO	104,2	0	5	119,7	76,5	0,3	9 459	9,3	8,0	4,2	4,2			
Среднее								12,0	10,0	5,7	4,8			
Продукты														
Балтика	12,3	0	-6	15,3	11,9	0,0	1 441	10,5	10,6	6,4	6,0	14,4	17	ПОКУПАТЬ
Сан Интербрю	5,1	27	6	7,7	2,9	0,0	557	Н/З	12,1	10,5	7,5	5,7	11	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	20,3	-3,3	13,1	22,7	16,0	0,6	893,2	25,0	21,6	11,2	9,3	23,5	15,8	ПОКУПАТЬ
Okocim	13,2	-1	2	16,8	11,2	0,0	102	134,9	Н/Д	4,0	4,9			
Grupo Modelo-C	23,2	1	-9	27,0	21,5	2,4	7 214	17,8	14,6	6,8	6,0			
Среднее								76,4	14,6	5,4	5,5			
Торговля														
ГУМ	1,58	0	5	2,10	1,20	0,0	95	10,4	8,5	5,2	4,4	2,10	33	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	5,7	7	4	5,8	5,3	0,0	283	18,1	15,4	19,4	16,4			
Matahari Putra Prima	490,0	-7	-2	700,0	360,0	4,7	162	12,6	7,9	4,8	3,0			
Среднее								15,3	11,7	12,1	9,7			
Машиностроение														
ОМЗ	7,0	1	22	7,0	4,1	0,1	247	14,6	12,2	4,3	4,1	9,3	33	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	20,50	-1	28	22,48	13,19	0,5	1,558	5,3	4,6	5,5	5,0			
Atlas Copco	26,15	0	7	29,03	21,77	1,6	6,766	15,2	15,5	7,9	7,3			
Среднее								15,2	10,1	6,7	6,2			

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

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка



Илл. 39. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 27 июня 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. \$			2002П	2003П	2002П	2003П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	9,1	3	4	10,45	4,695	7,6	1 043	56,5	6,4	14,0	3,9	11,1	22	ПОКУПАТЬ
Башнефть	3,45	25	34	3,85	2,3	70,1	642	3,5	2,7	1,6	1,6	3,40	-1	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	1,45	6	61	1,435	0,715	7,2	145	6,2	4,2	5,1	4,3	1,60	10	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,230	-3	71	0,250	0,105	27,6	240	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,190	0	-14	0,320	0,145	3,2	113	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	3,75	1	53	3,9	2,1	10,9	67	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,34	1	74	0,340	0,125	60,1	206	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	7	0	84	7	2,1	0,0	95	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	3,5	0	63	4,25	1,42	17,8	127	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,026	-5	27	0,028	0,011	16,9	81	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,051	25	55	0,053	0,033	19,7	177	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,27	0	26	0,27	0,125	24,1	141	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,024	-4	118	0,02613	0,006	0,7	112	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Башинформсвязь	0,073	0	58	0,073	0,042	7,9	71	3,5	103,7	4,2	3,1	0,08	5	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	1,78	-5	41	1,87	0,81	67,3	535	12,3	6,0	3,6	2,4	2,21	24	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,376	1	-1	0,451	0,345	25,2	321	39,6	11,0	3,4	3,3	0,4	6	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,03	-3	8	0,03	0,02	48,43	320	22,7	6,5	2,8	2,0	0,05	63	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,022	8	64	0,022	0,009	58,3	704	29,8	14,8	5,1	2,7	0,033	51	ПОКУПАТЬ
Центр Телеком	0,2885	1	8	0,2925	0,191	84,3	555	17,4	9,0	3,6	2,2	0,39	35	ПОКУПАТЬ
ЮжТелеком	0,0875	5	21	0,09	0,05	70,3	319	6,8	5,4	3,0	1,8	0,15	71	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	23,6	10	8	32,8	19,15	163,9	706	28,6	19,7	4,2	3,5	28,0	19	ПОКУПАТЬ
ГАЗ	15,05	0	-3	31,1	14	37,3	82	9,9	1,7	3,8	2,8	17	13	ДЕРЖАТЬ
Красный Октябрь	4,05	0	1	5	4	1,1	37	3,4	2,9	1,7	1,5	9,00	122	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	283	7	49	283	134,4	233,5	5 575	N/A	N/A	N/A	N/A	338	19	ПОКУПАТЬ
Челябинский труб- ный 3-д	0,1875	7	108	0,1875	0,09	6,2	89	11,2	10,0	3,6	3,0	0,22	17	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 40. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 30 июля 2003 г.

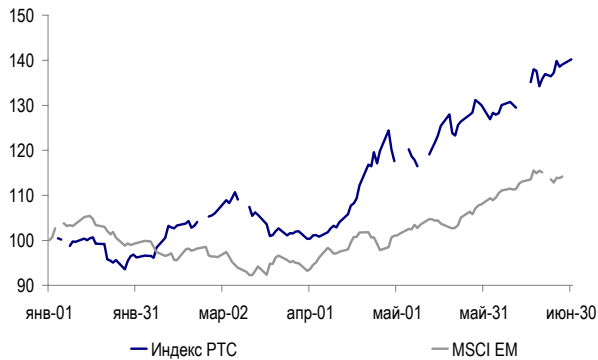
Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2002П \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Сургутнефтегаз прив.	0,249	0	-1	0,293	0,188	156,8	41	0,0031	1	0,23	-8	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,540	2	20	0,540	0,375	6,1	42	0,0319	6	0,51	-6	ДЕРЖАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,224	28	114	0,230	0,066	315,1	12	0,0050	2	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,200	11	51	1,200	0,530	33,7	30	0,0267	2	1,10	-8	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



Графики

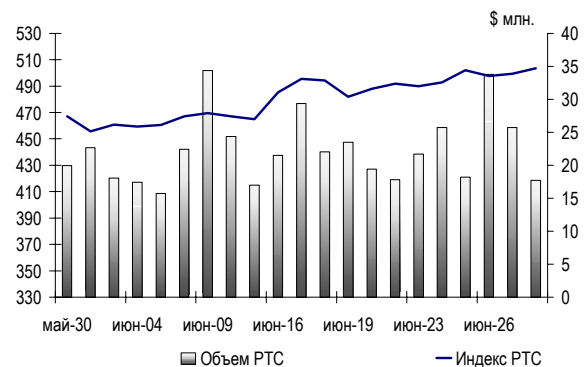
Илл. 41. РТС и индекс MSCI EM, с начала года



Источники: РТС, Рейтер

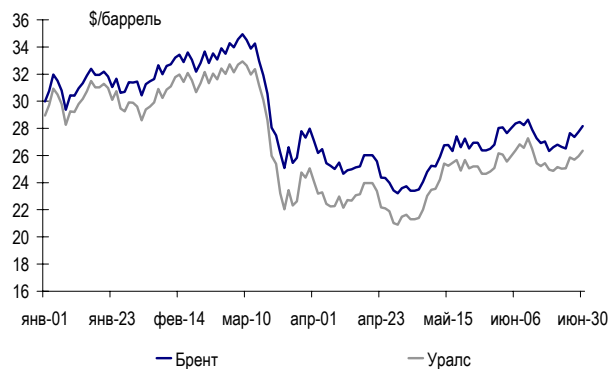
- Индекс РТС вырос в июне на 7,8% со средним объёмом торгов \$22 млн.

Илл. 42. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

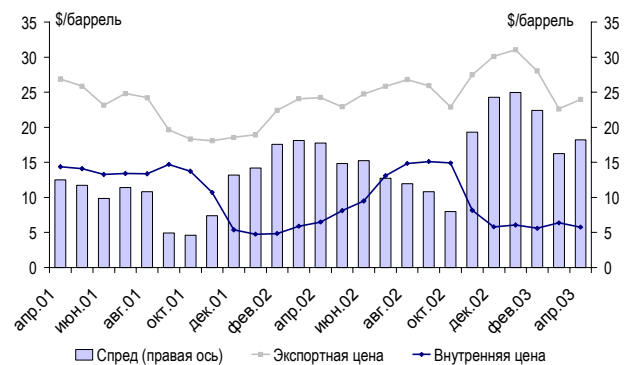
Илл. 43. Динамика цен на нефть, с начала 2002 года



Источник: Блумберг

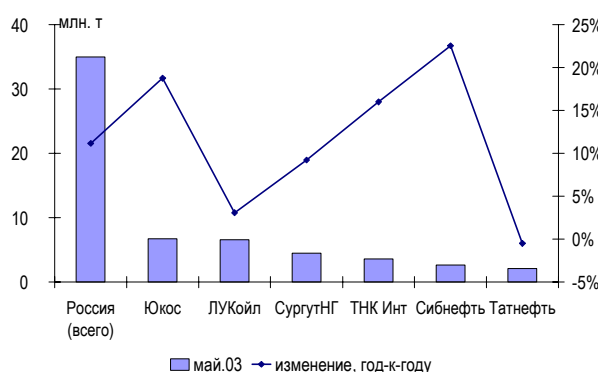
- Цены на нефть начали расти из-за попыток восполнить запасы нефти в США (-11% год-к-году)
- Внутренние цены остались низкими (в среднем \$5,8/барр. в мае); спред относительно экспортных цен всё ещё высок и находится на уровне \$18,2/барр.

Илл. 44. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2003



Источник: Министерство энергетики

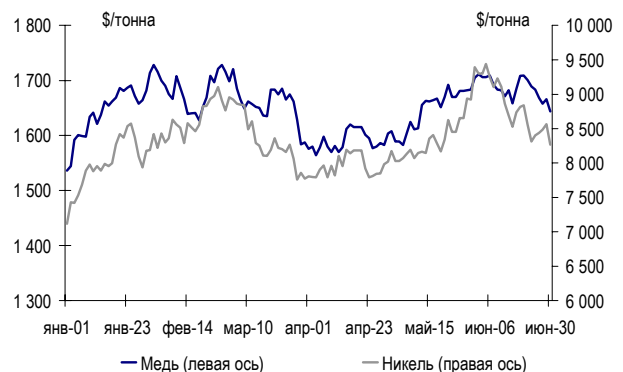
Илл. 45. Добыча нефти компаниями, май 2003 г



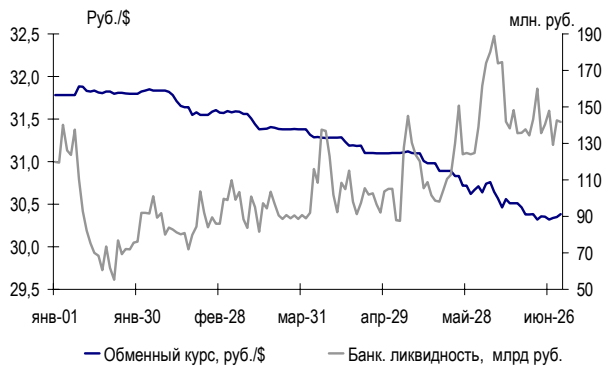
Источник: Министерство энергетики

- Добыча нефти выросла на 11% год-к-году в мае; Sibneft, Yukos и TNK сохранили двузначный темп роста
- Цена никеля упала в июне на 12% после объявления о продаже запасов Норильского Никеля

Илл. 46. Цены на медь и никель, с начала года

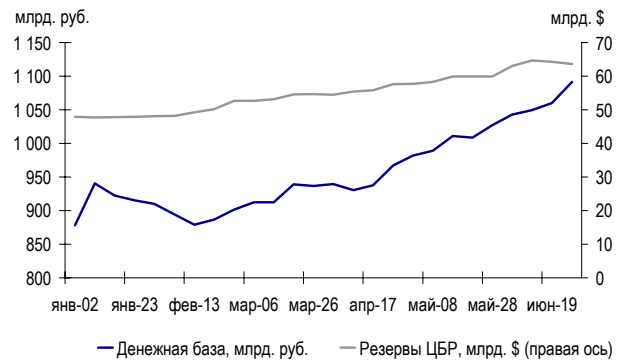


Источник: Блумберг

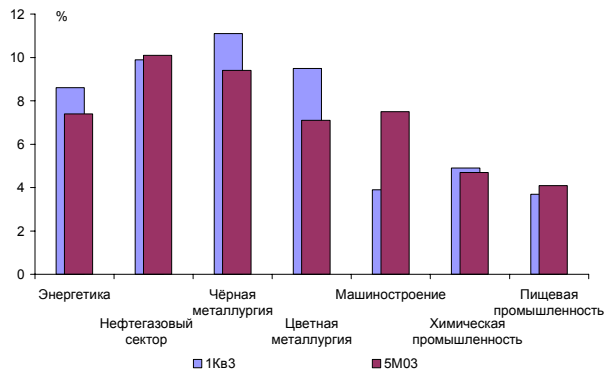
Илл. 47. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Курс доллара стабилизировался на уровне 31,3-31,4/\$ из-за укрепления доллара на всех рынках
- Резервы ЦБР продолжили рост; увеличение банковского кредитования – катализатор

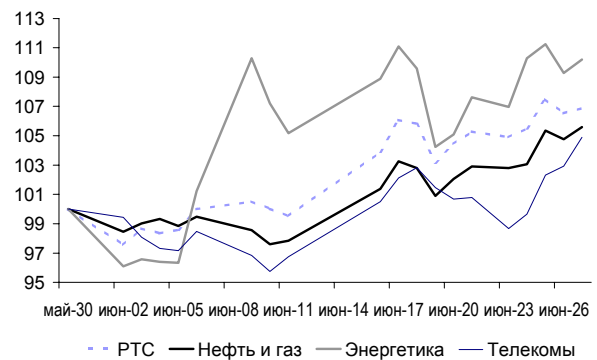
Илл. 48. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года


Источник: ЦБР

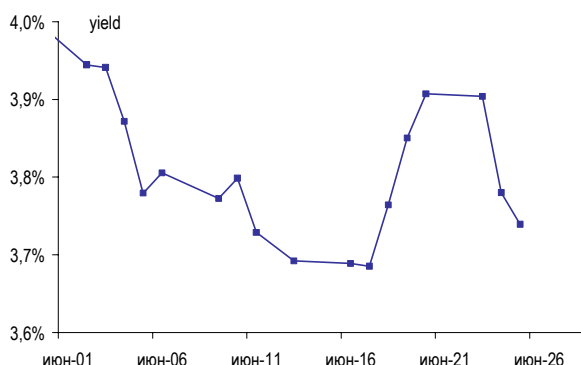
Илл. 49. Динамика промышленного производства, 1Кв03-5М03


Источник: Госкомстат

- Объем производства машиностроения вырос на 7% за 5М03 из-за эффекта замещения импорта
- Энергетика снова возглавила движение вверх (+9% MTD)

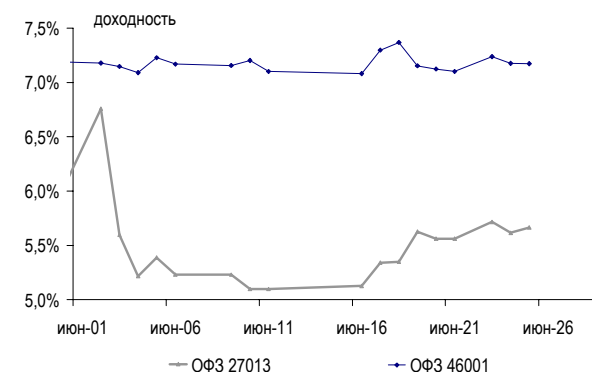
Илл. 50. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 51. Динамика Евро-07, с начала месяца


Источник: Рейтер

- В первой половине месяца прошло ценовое ралли на ожиданиях, что ФРС сократит процентные ставки более, чем на 25 б.п. В результате суверенные бумаги вернулись к уровням конца мая
- По ГКО-ОФЗ в середине июня произведена фиксация прибыли. Однако значительный размер свободных средств не позволил доходности вырасти

Илл. 52. Динамика ОФЗ 27013–46001, с начала месяца


Источник: Рейтер

**Календарь событий****Илл. 53. Календарь корпоративных событий**

Дата	Компания / Сектор	Событие
2 июля	Свердловэнерго	Общее собрание акционеров
Начало июля	ЛУКОЙЛ	Отчётность за 1Кв03 по US GAAP
Начало июля	Газпром	Отчётность за 2002 по IAS
Середина июля	ОМЗ	Отчётность по US GAAP
Середина июля	Северсталь	Отчётность за 2002 по IAS

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Главные результаты работы Думы в первом полугодии: утверждение плана налоговой реформы, Закон об электроэнергетике...

...и Налогового кодекса

Из-за приближающихся выборов обсуждение законопроекта о страховании депозитов отложено

Вотум недоверия вынесен не был, но сама постановка вопроса на голосование объясняется приближающимися выборами

21 июня (суббота) завершилась весенняя сессия Думы. В первом полугодии депутаты решили две важные задачи – утвердили план налоговой реформы и приняли Закон об электроэнергетике. Однако в отношении и первого, и второго документа было много критики, поскольку они оправдали не все возлагавшиеся на них надежды. Незначительное сокращение налоговой нагрузки – лишь на 1,8% ВВП – связано со снижением НДС с 20% до 18%, тогда как предприниматели лоббировали в Думе 16%-ное снижение. Кроме того, снижение налогов с фонда оплаты труда (с 35,6% до 24%) начнется лишь в 2005 г. Что же касается Закона об электроэнергетике, то ход реформы в этой отрасли будет практически полностью регулироваться постановлением правительства, а принятый закон определяет лишь общие принципы реформы.

Кроме того, депутаты приняли Налоговый кодекс – предмет дискуссий в последние 3-4 года. Кодекс значительно упрощает импортные операции, однако принятие этого документа было, главным образом, мотивировано стремлением ускорить ход переговоров по ВТО с тем, чтобы Россия смогла вступить в эту организацию в 2003-2004 гг.

Из-за приближающихся выборов реформы в ряде направлений замедлились. В частности, обсуждение законопроекта о страховании депозитов отложено до сентября. Судя по всему, считается, что отказ от госгарантий в данный момент может повлечь за собой опасные политические последствия. По этим же соображениям Дума настаивает на 33%-ном повышении зарплат бюджетникам с октября этого года. Обсуждение проекта законодательства о валютной либерализации также отложено.

Самым ярким проявлением приближающихся выборов стало голосование по вопросу о вотуме доверия правительству, состоявшееся на прошлой неделе. Хотя вотум недоверия вынесен не был, количество голосов, поданных за (172 голоса, или 40% от общего числа депутатов), фактически является грозным предупреждением кабинету.

Илл. 54. Основные события

Дата	Событие
3 июня	Доля России в индексе развивающихся рынков MSCI сократилась до уровня 4,77% на основе новой оценки доли количества акций ЛУКойла в свободном обращении (55% против предыдущего значения 60%). Тогда как доля ЛУКойла в индексе сократилась до 26,98%, доля Норильского Никеля возросла до 7,35%, так как по текущей оценке доля акций в свободном обращении Норильского Никеля составляет 35% (25% ранее). В то же время в расчёт индекса был включён Уралсвязинформ. Россия теперь девятая в списке MSCI десяти лидирующих развивающихся рынков.
5 июня	Правительство одобрило основные параметры федерального бюджета на 2004-2006 гг. Во-первых, исключительно важным является тот факт, что в стране появились оценки по исполнению бюджета на среднесрочный период. Такой подход будет позитивно воспринят инвесторами в свете предстоящих в ноябре 2006 – 2007 гг. крупных погашений (начинается выплата основной суммы долга по Евро-10 и Евро-30, а также погашаются ОВВЗ-8 и Евро-07 на общую сумму \$3,7 млрд). Во-вторых, бюджет выглядит достаточно реалистичным и сбалансированным. Планируемое сокращение налоговой нагрузки отражено в налоговых доходах. Одновременно правительство уменьшает непроцентные доходы, создавая запас прочности в виде профицита бюджета, который в период 2004-2006 увеличивается с 0,6% до 1,1%. Не исключено, что часть профицита будет направлена в стабилизационный фонд. Таким образом, к 2007 г. Россия будет частично защищена от резких изменений конъюнктуры товарно-сырьевых рынков. В то же время более низкий профицит бюджета в 2004 г (профицит по итогам 2003 года планируется на уровне 1,5% ВВП) увеличивает вероятность выхода правительства на международные рынки заимствований.
5 июня	По данным Госкомстата инфляция в мае составила 0,8%, против прогнозов 1%. Таким образом, с начала года рост потребительских цен составил 7,1%. Пищевые продукты подорожали на 6,5%, не пищевые – на 7,1% и услуги – на 14,1%. Данные по инфляции за май свидетельствуют о том, что опасения ускорения инфляции под влиянием монетарных факторов не оправдались.
6 июня	Профицит федерального бюджета в январе-мае 2003 г. составил 65,3 млрд. руб. или 1,3% ВВП – Минфин. Доходы в январе-мае 2003 г. составили 1030,5 млрд. руб., расходы – 965,2 млрд. руб. Бюджет исполнен по доходам на 89,8% на 1-е полугодие 2003 г., по расходам – на 79,8%. Первичный профицит федерального бюджета за 5 месяцев составил 166,5 млрд. руб. или 3,4% ВВП.
10 июня	Министерство экономического развития и торговли передало в Правительство новую среднесрочную программу экономического развития. Этот план предусматривает, что основные структурные реформы должны быть завершены к 2007 г., включая либерализацию валюты, административную реформу, реформу бюджетов всех уровней и реструктуризацию госсектора.

(Прод.)



(Прод.)

- 10 июня **Положительное сальдо торгового баланса РФ в апреле 2003 г. составило \$4,14 млрд.** Высокие цены на нефть способствуют сохранению значительного положительного сальдо торгового баланса. В результате за январь-апрель сальдо торгового баланса составило \$19,3 млрд, что делает выполнимым наш прогноз \$40 млрд по итогам 2003 г. В то же время в апреле было отмечено снижение этого индикатора. Подобная динамика сохранится в случае дальнейшего обесценения доллара против евро. Так как для России основной объем импортируемых товаров, рассчитывается в валюте евро, а экспортируемая нефть в долларах, то укрепление евро может негативно отразиться на внешнеторговом балансе.
- 17 июня **Рост ВВП в РФ в январе-мае 2003 г составил 7,1% – Минэкономразвития.** Рост промпроизводства за этот же период составил 6,7%, реальных доходов населения – 15%. Хотя столь существенный рост ВВП является позитивным сигналом, его структура остается без изменений. Рост российской экономики по-прежнему остается зависимым от экспорта – именно благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура, сложившаяся с начала года, позволяет наращивать объемы производства в отраслях, ориентированных на экспорт.
- 18 июня **Рост промышленного производства в РФ в январе-мае 2003 г составил 6,7% – Госкомстат.** По итогам 5 месяцев текущего года отмечено некоторое ускорение роста в производственных отраслях – данный показатель по состоянию на конец апреля находился на уровне 6,3%. Кроме того, произошли положительные сдвиги в структуре промышленного роста. В частности, опережающими темпами росло производство в машиностроении (+7,5%). Это обусловлено увеличением спроса на продукцию отечественного автомобилестроения в результате роста цен на импортные машины.

*Источник: оценки Альфа-Банка***Илл. 55. Макроэкономические показатели**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003П
На июнь							
Инфляция	1,1	0,1	1,8	2,6	1,6	0,5	0,9
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,8	6,2	24,21	28,05	29,07	31,45	30,3
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	24,5	16,2	12,2	30	35,1	43,6	61,3

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей
Метью Томас

(44 20) 7382-4184

Константин Резников

(7 095) 795-3612

Анна Бутенко

(7 095) 795-3745

Рост выручки был перекрыт увеличением транспортных издержек и налогов, что привело к снижению чистой прибыли год-к-году

Сибнефть лидирует с EBITDA \$9.38 на баррель, ЛУКОЙЛ сокращает разрыв и отстаёт всего на 10%

Нефть и газ

После того, как крупнейшие нефтяные компании (кроме СургутНГ) опубликовали отчеты по US GAAP, мы можем сравнить их эффективность и изучить отраслевой тренд в целом. В общем, выручка крупнейших нефтяных компаний России увеличилась – благодаря 3%-ному росту экспортных цен на нефть (которое, впрочем, было уравновешено снижением цен внутреннего рынка на нефть и нефтепродукты), значительному приросту добычи (суммарная добыча нефти в России выросла на 9,1%) и усилиям компаний по увеличению объемов экспортных поставок. Тем не менее, сильным противовесом улучшению показателей выручки стал значительный рост налоговой нагрузки, поскольку крупнейшие нефтяные компании России вынуждены теперь платить новый единый налог на добычу, заменивший прежние налог на ВМСБ, роялти и акцизы на сырую нефть. В результате налоги, взимаемые с крупнейших нефтяных компаний (помимо налога на прибыль), увеличились на 49%-112%. Кроме того, на снижении показателя прибыльности сказался рост транспортных затрат. В итоге все четыре крупнейшие нефтяные компании России завершили отчетный период с более низкими, в годовом исчислении, цифрами чистой прибыли.

По прибыльности EBITDA (как более свободному от искажений, поскольку на нем не отражаются отложенные налоги и внеоперационные статьи расходов) лидирующие позиции среди конкурентов сохранили Юкос и Сибнефть (как по маржам, так и в пересчете на баррель добытой нефти). Их нормы EBITDA составили 34,7% и 37,7%, а показатели EBITDA на баррель добычи равнялись \$7,78/баррель и \$9,38/баррель, соответственно. Тем не менее, наибольшую эффективность – по цифрам изменения (год-к-году) EBITDA на баррель добычи – продемонстрировал ЛУКОЙЛ, у которого снижение этого коэффициента составило лишь 10%, что значительно меньше падения того же показателя у Юкоса (-16,2%) и у Сибнефти (-21,5%). Таким образом, компания сумела сократить отставание от нынешних лидеров отрасли по показателям прибыльности.

ЛУКОЙЛ продолжает улучшать эффективность, в сравнении с сопоставимыми компаниями, по мере того, как приносит плоды его программа реструктуризации: меры по управлению издержками и упор на экспортные поставки помогают поднять прибыльность компании. Мы полагаем, что ЛУКОЙЛ, который в настоящее время недооценен относительно сопоставимых компаний (его коэффициент EV/EBITDA на 2004 г. равен 5,5 – по сравнению со средним коэффициентом 6,0 у крупнейших нефтяных компаний России), представляет – в силу происходящей в нем реструктуризации – значительный инвестиционный интерес. Мы рекомендуем инвесторам ПОКУПАТЬ акции этой компании, которые имеют 15,4%-ный потенциал роста относительно нашей текущей расчетной цены.



Илл. 56. Финансовые показатели крупнейших нефтяных компаний России (по US GAAP)

§ млн	ЛУКОЙЛ			ЮКОС			Татнефть			Сибнефть			СургутНГ		
	2001	2002	Изм-е, %	2001	2002	Изм-е, %	2001	2002	Изм-е, %	2001	2002	Изм-е, %	2001	2002	Изм-е, %
Выручка	13.562	15.449	13,9	9.461	11.373	20,2	4.482	4.578	2,1	3.576	4.777	33,6	5.232	7.068	35,1
Чистая выручка	12.106	13.453	11,1	7.998	10.000	25,0	3.868	4.200	8,6	Н/Д	Н/Д	Н/Д	4.907	6.292	28,2
ЕБИТДА	3.834	3.486	-9,1	3.904	3.942	1,0	831	915	10,2	1.719	1.803	4,9	2.571	2.517	-2,1
Операционная прибыль	2.948	2.662	-9,7	3.634	3.483	-4,2	663	540	-18,6	1.405	1.393	-0,9	2.061	1.918	-7,0
Прибыль до налогов	2.783	2.582	-7,2	3.858	3.804	-1,4	669	599	-10,4	1.439	1.325	-7,9	2.215	2.035	-8,1
Чистая прибыль	2.109	1.843	-12,6	3.156	3.058	-3,1	702	497	-29,2	1.305	1.161	-11,0	1.612	1.546	-4,1
Норма ЕБИТДА, %	28,3	22,6	-20,2	41,3	34,7	-16,0	18,5	20,0	7,9	48,1	37,7	-21,5	49,1	35,6	-27,5
Операционная рентабельность, %	21,7	17,2	-20,7	38,4	30,6	-20,3	14,8	11,8	-20,3	39,3	29,2	-25,8	39,4	27,1	-31,1
Чистая рентабельность, %	15,6	11,9	-23,3	33,4	26,9	-19,4	15,7	10,9	-30,7	36,5	24,3	-33,4	30,8	21,9	-29,0
Выручка на баррель добычи	23,58	26,59	12,8	22,47	22,43	-0,2	24,96	25,49	2,1	23,70	24,84	4,8	16,28	19,68	20,9
ЕБИТДА на баррель добычи	6,67	6,00	-10,0	9,27	7,78	-16,2	4,63	5,10	10,2	11,39	9,38	-17,7	8,00	7,01	-12,4
Чистая прибыль на баррель добычи	3,67	3,17	-13,5	7,50	6,03	-19,5	3,91	2,77	-29,2	8,65	6,04	-30,2	5,02	4,31	-14,2
Добыча нефти, млн баррелей	575	581	1,0	421	507	20,4	180	180	0,0	151	192	27,4	321	359	11,7

Источники: данные компаний, оценка Альфа-Банка

Выпуск в обращение 4,6% акций Газпрома, находящихся на балансе Gazprom Finance, удвоит объём АДА в обращении

Что касается Газпрома, то мы все еще ждем публикации итогов компании за 2002 г. (по МСФО). Из последних новостей от Газпрома самая важная пришла в конце июня, когда состоялось годовое собрание акционеров. В частности, Газпром объявил о планах высвободить к сентябрю оставшиеся 4,58% акций, которые находятся на балансе его дочерней компании Gazprom Finance в форме АДА. По данным Газпрома, часть этих акций может быть размещена в виде выпуска конвертируемых облигаций, хотя до сих пор никакого решения по этому вопросу не принято. При текущих ценах блок из 4,58% акций компании имеет стоимость приблизительно \$1,8 млрд – и более чем удваивает число ее АДА в свободном обращении. В настоящее время в виде АДА обращается 4,42% акционерного капитала Газпрома (правда, 1% такового принадлежит компании Ruhrgas).

Возможность изменения акционерного капитала компании, является основным фактором роста в краткосрочном периоде

Хотя у инвесторов может возникнуть озабоченность по поводу потенциального избытка предложения АДА Газпрома, мы считаем повышение их ликвидности важнейшим делом, так как объем торгов по ним достигает – весьма приблизительно – лишь \$3 млн в день. Еще важнее то, что планируемый выпуск конвертируемых облигаций может означать скорое разрешение проблем, связанных с двухъярусной структурой рынков акций компании. Накануне годового собрания акционеров Газпром, как сообщают, обратился к правительству с предложением устранить «барьер» между двумя типами акций. Тем не менее, механизм этого остается неясным, и от правительства пока ответа не последовало. В ближайшей перспективе сигнал, указывающий на вероятность изменений в структуре акций компании, останется важнейшим потенциальным катализатором роста котировок. Судя по опыту, нас ожидает продолжительный период низкой активности рынка акций РАО, – до появления на нем каких-либо новых факторов.

Газпром

Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	21 917	26 305	22 632	23 848
EBITDA, млн. \$	7 927	11 416	10 259	11 439
Чистая прибыль, млн. \$	1 575	5 721	4 857	5 891
P/E	13,2	3,6	5,0	4,1
EV/EBITDA	4,8	3,4	3,7	3,4
Капитализация, млн. \$	27 256			
EV, млн. \$	38 398			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	108			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 58. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%)
- Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке (экспорт 131 млрд. куб.м)

Слабые стороны

- Низкие цены на газ на внутреннем рынке (\$13-16 за тыс. куб. м)
- Неплатежи за поставки газа некоторыми группами потребителей (\$3.4 млрд.)

Возможности

- Новые проекты строительства экспортных газопроводов (рост экспорта до 175-200 куб. м)
- Рост цен на газ на внутреннем рынке будет обгонять инфляцию

Угрозы

- Правительство является держателем 38% акций компании
- Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 59. Основные события

Дата	Событие
5 июня	Консорциум нефтяных компаний (BP, Statoil, ЛУКОЙЛ), которые разрабатывают месторождение Шах-Дениз в Азербайджане, планирует конкурировать с Газпромом в Турции. Проект с оцениваемыми резервами в размере 2,8 млрд. б.н.э. газа и общими планируемыми затратами в размере \$3,2 млрд., как ожидается, начнет поставки газа в Турцию с 2006, и планирует нарастить экспортные объемы газа до 6,6 млрд. куб.м. до 2010. Принимая во внимание тот факт, что затраты по транспортировке нефти с месторождения будут существенно ниже нежели чем затраты Газпрома, который поставляет газ с месторождений в Ямало-Ненецком АО (960 км. трубопровода против маршрута Газпрома в 3000 км.) BP и Statoil обещали предложить более низкую цену на газ для получения рыночной доли.
6 июня	Газпром, оперирующий компанией СалаватНОС, обратился к правительству Башкорстана с просьбой создать нефтехимический холдинг, включающий СалаватНОС, производителя резины Каучук, производителя каустической соды Каустик и трейдера газом Газсервис. Газпром предложил урегулировать все вопросы, относящиеся к поставкам газа в республику в обмен на операционный контроль над холдингом. Башкорстан должен Газпрому 1,5 млрд. руб. (\$49 млн.) за поставки газа, и компания ожидает в конечном итоге получить контроль над СалаватНОС, являющимся крупным нефтехимическим заводом, обладающим перерабатывающими мощностями. В 2002 г. компания заработала чистую прибыль в размере \$52,5 млн.
16 июня	Газпром и Enel подпишут контракт на поставку 3 млрд. куб. м газа в год в течение 15 лет. Председатель Правления итальянской энергетической компании Enel, заявил, что его компания подпишет с Газпромом долгосрочный контракт о прямых поставках газа в Италию. Enel намерена закупать по 3 млрд. куб. м природного газа (примерно одна седьмая экспорта Газпрома в Италию) напрямую у Газпрома и исключить посредников. Цель Газпрома – перевести как можно большую часть поставок газа от поставок оптовым компаниям к прямым поставкам конечным пользователям. Такой долгосрочный контракт с Enel позволит Газпрому повысить цену реализации газа относительно используемой в контрактах с посредниками. Это в особенно важно в Италии, где затраты на распределение газа конечным получателям гораздо выше, чем в других европейских странах.
17 июня	Чистая прибыль Газпрома по РСБУ за 2002 выросла на 13% до \$3,9 млрд. из-за роста внутренних цен и снизившихся налогов на прибыль. Выручка Газпрома в долларовом выражении снизилась на 2,4% до \$19,7 млрд. в 2002 по РСБУ. Это было вызвано падением цен на газ в Европе в прошлом году на 11,6%, хотя рост внутренних тарифов на газ почти компенсировал данное снижение. Что более важно, Газпром смог ограничить рост затрат 13,4% в рублевом выражении, и, принимая во внимание рост производства газа в прошлом году на 2%, затраты на 1 тыс. куб. м. выросли в значительно меньшей степени, чем инфляция.
23 июня	Компания ожидает рост экспортной выручки на 16,3% до \$15 млрд. в 2003 году, что стало бы рекордом для компании. Столь значительный рост основан на планах роста экспорта на 3,9%, а также на высоких европейских цен на газ в этом году. Экспортная выручка компании за первое полугодие 2003 года составила \$8,8 млрд. (против \$6,5 млрд. в 1П02). Компания в настоящий момент стремится заключать прямые контракты с конечными потребителями газа за границей (избегая посредников), что должно помочь увеличить рентабельность экспортных продаж. В то же время, по словам Комарова, ожидается, что подразделение по продажам газа на внутреннем рынке опять закончит год в убытке. Тем не менее, по прогнозам убытки должны составить лишь \$274 млн. (8,5 млрд. руб.), что ниже ожидаемых ранее \$323-484 млн (10-15 млрд. руб.). Это снижение ожидается в результате программы по снижению издержек, которая нацелена на экономию в \$1290 млн. (40 млрд. руб.).

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ
Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	15 449	16 304	14 401	15 323
EBITDA, млн. \$	3 486	3 736	3 383	3 698
Чистая прибыль, млн. \$	1 843	2 593	1 739	2 011
P/E	9,0	6,4	9,6	8,3
EV/EBITDA	5,3	5,0	5,5	5,0
Капитализация, млн. \$	16 646			
EV, млн. \$	18 554			
Добыча, млн. бнэ	595			
Запасы, млн. бнэ	19 604			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 61. 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 (\$3/баррель)
- Умеренные темпы роста добычи (0,8% в 2001 и 1,9% в 2002)

Возможности

- Развитие активов в странах Восточной Европы (30% перерабатывающих мощностей)

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. 62. Основные события

Дата	Событие
2 июня	ЛУКОЙЛ объявил предварительные результаты за 2002 по US GAAP, которые очень точно соответствуют нашим ожиданиям. Валовая выручка компании выросла на 14,2% до \$15,334 млрд. (на 1,8% ниже нашего прогноза), что было обусловлено сильными ценами, ростом производства на 1,9% и ростом экспортных объемов. Прибыль до налогообложения снизилась на 7,2% до \$2,582 млрд. (на 1,7% выше нашего прогноза) из-за существенного роста налогов, отличных от налога на прибыль, а также роста расходов на транспортировку и экспортных пошлин, в связи с ростом объемов экспорта и тарифов на транспортировку. Чистая прибыль снизилась на 12,6% до \$1,843 млрд. (что на \$1 млн. выше нашего прогноза в \$1,842 млрд.). Низкая чистая прибыль стала также результатом высокой эффективной ставки налога, в результате единовременной выплаты налоговых платежей в размере \$103 млн.
3 июня	ЛУКОЙЛ ускорит темп роста добычи до 4-5%, сохраняя затраты не выше \$2-2,5/барр. Это на 8,2% ниже среднего уровня за 9M01 (цифра за весь год ещё не доступна, так как компания недавно пересмотрела методологию расчёта затрат на добычу). Компания успешно достигла намеченных целей, предусмотренных в программе реструктуризации, опубликованной в апреле прошлого года, более 1000 неприбыльных и малоприбыльных скважин были законсервированы в течение года. План предусматривает закрытие ещё 3000-4000 скважин, что поможет компании и далее сократить затраты.
4 июня	ЛУКОЙЛ рассматривает возможность выхода из ещё одного проекта в Азербайджане – Говсаны-Зых. Этот шаг объясняется тем фактом, что к \$250-300 млн. инвестиций в проект, потребуются дополнительные \$100 млн. на разрешение экологических проблем на месторождении. Говсаны-Зых – уже истощенное месторождение с остаточными запасами 146 млн. т. Предполагалось, что ЛУКОЙЛ, которому принадлежит 50% проекта, реабилитирует месторождение, освоит остаточные запасы, а затем законсервирует месторождение. Однако с учётом дополнительных затрат, отдача от разработки месторождения может оказаться ниже требуемой доходности в 15%. В настоящее время ЛУКОЙЛ ведёт переговоры Государственной Нефтяной Компанией Азербайджана (второй стороной проекта), и если компания получит некие уступки от азербайджанской стороны, она может остаться в проекте. Окончательное решение, скорее всего, будет достигнуто в течение двух месяцев.
6 июня	Вслед за публикацией основных результатов (чистая прибыль за 2002 составила \$ 1,83 млрд.), ЛУКОЙЛ раскрыл полные результаты за 2002 г., а также провел телефонную конференцию для инвесторов. Результаты были лучше, чем телефонная конференция, которая отличалась плохой передачей. Полные результаты подтверждают наше изначальное впечатление от ключевых показателей: 4кв02 был «достаточно хорошим» для того, чтобы поддержать интерес инвесторов к истории реструктуризации – который основан на ожиданиях компании и в каких-то случаях превышает обычно низкие рыночные ожидания. Однако результаты недостаточно хороши для роста ожиданий инвесторов – что обычно подогревает ралли в краткосрочной перспективе.
18 июня	ЛУКОЙЛ подпишет с Египтом соглашение о лицензировании на развитие двух месторождений в Суэцком Канале с общими резервами, оцениваемыми в 423,8 млн. б. Компания планирует инвестировать \$27,8 млн. на первой стадии, которая включает бурение 40 скважин. ЛУКОЙЛ производит 1400 млрд.б.с. в Египте, и новые проекты позволят увеличить производство компании в стране. По нашей оценке ЛУКОЙЛ может произвести до 50000 млрд.б.с. с этих месторождений в течение 3-4 лет. Смещение производства с освоенных месторождений в Западной Сибири в сторону новых месторождений позволит ЛУКОЙЛУ увеличить рост производства нефти с текущих 2% до 4% в 2003-2004 и до 5% в 2005-2008.
21 июня	ЛУКОЙЛ намерен возобновить деятельность своего НПЗ Petrotel в Румынии в июне 2004 г. после двух лет модернизации, направленной на начало производства топлива, удовлетворяющего стандартам ЕС. Стоимость модернизации оценивается в \$60 млн., также компания расширит свою сеть АЗС в стране, инвестировав \$96 млн. В результате расширения количество АЗС ЛУКОЙЛА в Румынии увеличится к концу 2003 г. с текущих 120 до 200 шт., а к 2004 г. – до 300 шт. После модернизации пропускная способность НПЗ Petrotel достигнет 50 тыс. б/с, тогда как ожидается, что выручка вырастет с \$500 млн. ожидаемых в 2003 г. до \$1500 млн. в 2004 г.
21 июня	Транснефть предложила ЛУКОЙЛУ вариант расширения пропускной способности трубопроводов, чтобы повысить поставки сырой нефти на НПЗ компании, за \$61 млн. Эта сумма включает \$53 млн. за повышение поставок нефти на Волгоградский НПЗ на четверть (т.е. дополнительно 42 тыс. б/с) и \$8 млн. за увеличение поставок на НПЗ НОРСИ на одну пятую (т.е. дополнительно 42 тыс. б/с). Транснефть и ЛУКОЙЛ обсудят эту возможность на этой неделе.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	4 777	6 020	5 799	6 339
EBITDA, млн. \$	1 798	2 220	1 977	2 066
Чистая прибыль, млн. \$	1 161	1 521	1 194	1 212
P/E	10,7	8,2	10,4	10,3
EV/EBITDA	7,8	6,3	7,1	6,8
Капитализация, млн. \$	12 422			
EV, млн. \$	14 038			
Добыча, млн. бнэ	192			
Запасы, млн. бнэ	4 718			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 64. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Высокий профессиональный уровень руководства компании
- 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

- Модернизация Московского НПЗ и развитие розничной сети в Москве и Моск. Обл.

Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (92%)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 65. Основные события

Дата	Событие
6 июня	Юкос и Сибнефть послали запрос в Антимонопольный Комитет (АМК) с просьбой разрешить слияние. Комитет рассмотрит сделку, но уже сделал предварительное заключение. Власти ожидают, что новая компания будет иметь доминирующее положение на рынке топлива некоторых регионов в Сибири. Среди предложенных мер по ограничению такого доминирующего положения Комитет предложил подписать соглашение о ценовой политике и другим принципам делового поведения в регионе. Также АМК может заставить ЮкосСибнефть продать некоторые части розничного бизнеса, чтобы уложиться в рамки антимонопольного законодательства.
6 июня	Акционеры Юкоса утвердили слияние с Сибнефтью, новый выпуск акций, и согласились в настоящее время не использовать право на пропорциональное получение акций нового выпуска. Однако около 15% акционеров Юкоса не приняли участие во внеочередном собрании (а малая часть акционеров проголосовала против). Т.о. у этих акционеров есть право либо на выкуп акций нового выпуска, либо продать свои пакеты компании. В обоих случаях была установлена цена 297 руб. (\$9,75) за акцию, поэтому мы не ожидаем, что кто-то согласится продать свои акции по такой цене. Но мы можем ожидать, что некоторая часть из этих 15% может подать заявку на пропорциональную часть акций нового выпуска с 20%-ным дисконтом относительно рыночной цены. В этом случае на рынке может пройти массовый сброс акций с их стороны, так как они захотят зафиксировать прибыль от такой сделки.
11 июня	Выручка Сибнефти выросла в 2002 г. на 36% год-к-году до \$4,7 млрд. благодаря росту добычи на 27,4% и переработки на 19,3%. Чистая прибыль сократилась на 11% до \$1,16 млрд., но, тем не менее, на 5,5% выше объявленного в апреле уровня. Как и в случае других российских нефтяных компаний, основными причинами роста затрат стали налоги и затраты на транспортировку. Также, амортизационные расходы возросли на 30,6% год-к-году, отразив рост добычи нефти. EBITDA компании выросла на 4,9% до \$1,8 млрд., или \$9,0 на баррель нефтяного эквивалента – наивысший показатель в отрасли.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	7 068	7 902	7 221	8 053
EBITDA, млн. \$	2 517	2 596	2 374	2 503
Чистая прибыль, млн. \$	1 546	1 515	1 218	1 172
P/E	5,2	5,3	6,6	6,8
EV/EBITDA	1,8	1,8	1,9	1,8
Капитализация, млн. \$	9 681*			
EV, млн. \$	4 572*			
Добыча, млн. бнэ	359			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	25 824			

Прим.: * – Исключая 15 млрд. обыкновенных акций в балансе компании

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 67. 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

- Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 68. Основные события

Дата	Событие
2 июня	СургутНГ ожидает снижение прибыли до налогов в 2003 г. на 5% до \$1,9 млрд., что соответствует нашим ожиданиям. В. Богданов, Президент СургутНГ, ожидает снижения выручки на 9% до \$5,9 млрд, тогда как прибыль до налогообложения должна снизиться в 2003 г. на 5% до \$1,9 млрд. Такие прогнозы в целом соответствуют нашим прогнозам на основе РСБУ. Компания также отметила, что запланировала на этот год капитальные инвестиции в размере до \$1,6 млрд, в 2004г. они должны вырасти до \$2,1 млрд. и до \$2,2 млрд. в 2005 г. Основными целями компании, по словам Богданова, остались контроль над издержками, повышение объемов добычи и развитие переработки (включая расширение перерабатывающих мощностей и увеличение глубины переработки), а также расширение розничной сети. Он также подтвердил, что компания заинтересована в приобретении Ярославского НПЗ, и сказал, что компания продолжает вести переговоры с акционерами Славнефти.

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	4 578	4 547	4 194	4 412
EBITDA, млн. \$	770	1 049	903	796
Чистая прибыль, млн. \$	497	458	295	198
P/E	4,1	4,4	6,9	10,2
EV/EBITDA	3,6	2,6	3,1	3,5
Капитализация, млн. \$	2 106			
EV, млн. \$	2 756			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 968			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 70. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Загружает до 25% мощностей Московского НПЗ
- Интенсивное внедрение усовершенствований и новых технологий

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

Юкос

Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	11 373	14 383	12 777	13 881
EBITDA, млн. \$	3 942	5 229	4 083	4 178
Чистая прибыль, млн. \$	3 058	3 727	2 809	2 894
P/E	9,6	7,9	10,5	10,2
EV/EBITDA	6,6	5,0	6,4	6,2
Капитализация, млн. \$	29 433*			
EV, млн. \$	25 937*			
Добыча, млн. бнэ	511			
Запасы, млн. бнэ	15 103			
Количество акций, млн.	2 125*			

Прим.: * – Исключая 5% акций на балансе компании

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 72. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Высокие капвложения и операционные затраты на разработку Восточно-Сибирских месторождений

Возможности

- Увеличение числа акций в свободном обращении до 30-35% в течение 5-7 лет
- Строительство трубопровода в Китай к 2005 г.

Угрозы

- Компания находится под полным контролем ее руководства

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 73. Основные события

Дата	Событие
4 июня	Юкос отстоял свои лицензии на разработку нескольких месторождений в Томской области у Министерства Природных Ресурсов. Общая величина запасов достигает 2,92 млрд. бнэ или 19% от общего объема запасов компании. Министерство Природных Ресурсов проводило обыкновенную проверку и обнаружило, что условия лицензионных соглашений о разработке были нарушены, и порекомендовало, чтобы 24 из лицензий компании были отозваны. Однако компании удалось доказать, что нарушения произошли не по вине компании, а из-за факторов, которых нельзя было ранее предусмотреть, таких как затруднения в освоении месторождений, что привело к более медленному темпу работ. Хотя ранее Министерство Природных Ресурсов неоднократно угрожало отзывом лицензий, практически ни разу этого не произошло.
6 июня	Акционеры Юкоса утвердили слияние с Сибнефтью, новый выпуск акций, и согласились в настоящее время не использовать право на пропорциональное получение акций нового выпуска. Однако около 15% акционеров Юкоса не приняли участие во внеочередном собрании (а малая часть акционеров проголосовала против). Т.о. у этих акционеров есть право либо на выкуп акций нового выпуска, либо продать свои пакеты компании. В обоих случаях была установлена цена 297 руб. (\$9,75) за акцию, поэтому мы не ожидаем, что кто-то согласится продать свои акции по такой цене. Но мы можем ожидать, что некоторая часть из этих 15% может подать заявку на пропорциональную часть акций нового выпуска с 20%-ным дисконтом относительно рыночной цены.
17 июня	Президент Юкоса Михаил Ходорковский подтвердил, что менеджмент рассматривает различные возможности того, как выплачивать свободные денежные средства акционерам перед слиянием с Сибнефтью. Хотя окончательное решение относительно метода (дивиденды или выкуп акций) и размера выплат (мы ожидаем около \$5 млрд.) не вынесено, компания увеличивает число акций на балансе и планирует использовать их для сделки с Сибнефтью.

Источник: оценки Альфа-Банка



Виталий Зархин
(7 095) 788-0320

Энергетика

РАО ЕЭС

Илл. 74. Основные события

Дата	Событие
30 мая	<p>Годовое общее собрание акционеров РАО «ЕЭС России» избрало новый состав совета директоров</p> <p>Представители стратегических инвесторов получили 3 места в новом составе совета директоров (2 места получила группа МДМ и одно место Базовый Элемент), в то время как представители миноритарных акционеров Александр Бранис из Prosperity Capital Management и Дэвид Херн из Haluson Advisers потеряли свои места.</p> <p>Миноритарные акционеры в новом совете директоров будет представлять Сеппо Ремес, главный исполнительный директор "Востокэнерго". Таким образом, новый совет директоров имеет следующий состав:</p> <p>Представители государства – 9 места; Представители менеджмента РАО ЕЭС – 2 места; Представители стратегических инвесторов – 3 места; Представители миноритарных акционеров – 1 место.</p> <p>В новый состав вошли:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Александр Стальевич Волошин – руководитель администрации президента РФ; 2. Герман Оскарович Греф – министр экономического развития и торговли РФ; 3. Дэвид Джон Джеованис – член совета директоров ОАО "Связьинвест", директор компании Basic Element Holding Limited; 4. Валентин Георгиевич Завадников – представитель в Совете федерации от Саратовской областной думы; 5. Александр Иванович Казаков – представитель в Совете федерации от законодательного собрания Ростовской области; 6. Сергей Борисович Косарев – заместитель министра имущественных отношений РФ; 7. Леонид Борисович Меламед – первый заместитель председателя правления РАО ЕЭС; 8. Андрей Игоревич Мельниченко – генеральный директор и член совета директоров ЗАО "Управляющая компания группы МДМ ("Межрегиональный деловой мир")", председатель совета директоров ОАО АКБ МДМ; 9. Сергей Викторович Попов – председатель совета директоров ЗАО "Управляющая компания группы МДМ", член совета директоров ОАО АКБ МДМ; 10. Ремес Сеппо Юха – главный исполнительный директор "Востокэнерго"; 11. Виктор Борисович Христенко – заместитель председателя правительства РФ; 12. Анатолий Борисович Чубайс – председатель правления РАО ЕЭС; 13. Илья Артурович Южанов – министр РФ по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства; 14. Игорь Ханукович Юсуфов – министр энергетики РФ; 15. С. Лычагин – руководитель департамента Минимущества РФ.
10 июня	<p>Все региональные диспетчерские управления до 15 ноября 2003 года выйдут из административного подчинения АО-энерго и войдут в состав ОАО "Системный Оператор – Центральное Диспетчерское Управление ЕЭС", сообщил Председатель Правления ОАО «СО-ЦДУ ЕЭС Виктор Паули</p> <p>"Правление РАО "ЕЭС России и совет директоров "Системного оператора" уже приняли решение о переводе 45 региональных диспетчерских управлений в состав ОАО "СО-ЦДУ ЕЭС" и сегодня я уже подписал приказ о назначении новых директоров в 42 из этих 45 РДУ", – заявил В. Паули.</p> <p>В. Паули отметил, что активы региональных диспетчерских управлений будут выкуплены ОАО "СО-ЦДУ ЕЭС" за счет привлечения заемных средств на рынке, стоимость активов, по оценке экспертов, составляет около 1,5 млрд. рублей. При этом глава правления отметил, что, возможно, это будет осуществлено под гарантию РАО "ЕЭС России". По его словам, обслуживание займа на рынке капитала предполагается осуществлять за счет включения расходов в тариф ОАО "СО-ЦДУ ЕЭС".</p>
11 июня	<p>Правительство примет окончательное решение о предельном росте тарифов на услуги естественных монополий в 2004 г в августе</p> <p>Об этом сообщил премьер-министр РФ Михаил Касьянов, выступая в Госдуме с докладом "О задачах социально-экономической политики на 2003-2004 годы".</p> <p>Принятое правительством РФ недавно решение о предельном росте тарифов на газ в 2004 г на 20 проц, на электроэнергию на 16 проц и на железнодорожные перевозки на 12 проц – "не окончательное", правительство РФ еще раз вернется в этому вопросу, подчеркнул премьер-министр.</p> <p>По словам премьера, окончательные ставки тарифа на электроэнергию могут быть ниже предельных.</p> <p>Правительство России предлагает с 2004 года дифференцировать предельный уровень роста тарифов на электроэнергию в зависимости от конкретного региона, сказал премьер-министр Михаил Касьянов.</p> <p>По словам Касьянова, правительство считает, что тарифы на электроэнергию могли бы опережать инфляцию на "три-четыре процента". Правительство прогнозирует инфляцию на 2004 год на уровне десяти процентов.</p>
11 июня	<p>Менеджмент РАО "ЕЭС" рассчитывает, что к сентябрю-октябрю 2003 г будет разработан механизм обмена акций энергохолдинга на акции ОГК, создаваемых на базе РАО в ходе реформирования</p> <p>В настоящее время, базовый механизм обмена разрабатывается консорциумом консультантов РАО. Детальную же проработку, как предполагается, осуществит крупный независимый инвестиционный банк, который энергохолдинг планирует привлечь для обмена акций РАО "ЕЭС" на акции ОГК.</p>
18 июня	<p>Тендер на управление ОГК может быть объявлен уже в 2003 году</p> <p>Об этом сообщил зампред правления РАО "ЕЭС России" Сергей Дубинин. В настоящее время РАО "ЕЭС" совместно с консультантами (консорциум Merrill Lynch и Альфа-банка) и JP Morgan уже разработало условия конкурса. В настоящее время РАО обсуждает принятие правительством РФ постановления по ОГК, после чего правление энергохолдинга и совет директоров вернутся к решению вопроса о привлечении мировых корпораций к управлению ими. "Мы будем стремиться, чтобы в этом году был объявлен конкурс", – сказал С.Дубинин.</p> <p>Он не назвал потенциальных участников тендера, отметив лишь, что это "первые имена" среди мировых компаний, предоставляющих услуги в сфере энергетики. "Мы рассчитываем, что в 2004 году управляющие компании уже придут в одну-две ОГК", – сказал зампред правления РАО "ЕЭС". Ранее итальянская энергетическая компания Enel и российская "ЕСН-энерго" публично заявили о своем намерении участвовать в тендере на управление ОГК, если таковой будет объявлен РАО "ЕЭС". Представители E.ON Energie ранее также говорили, что рассчитывают до сентября 2003 года принять решение об участии в таком тендере.</p>

(Прод.)



- (Прод.)
- 18 июня **РАО "ЕЭС России" направило в правительство свои предложения по созданию Агентства гарантирования инвестиций (АГИ)**
Этот временный механизм, по мнению РАО, позволит избежать дефицита мощностей до тех пор, пока в России не сформируется рынок электроэнергии. Он предполагает гарантирование тарифов для отобранных на конкурсной основе проектов по сооружению новых мощностей в потенциально дефицитных ценовых зонах.
РАО ЕЭС предлагает до конца июля доработать проект постановления о создании Агентства гарантирования инвестиций вместе с профильными ведомствами (Минэкономразвития, Минэнерго и ФЭК) и представить его в правительство.
РАО "ЕЭС" предлагает создать АГИ, которое бы возмещало инвесторам, вкладывающим средства в строительство электростанций, разницу между рыночным тарифом на электроэнергию и той ее стоимостью, которая необходима для окупаемости проекта.
Министр экономического развития и торговли РФ Герман Греф и Председатель Федеральной энергетической комиссии Георгий Кутовой сообщили, что поддерживают идею РАО "ЕЭС" по созданию АГИ.
- 19 июня **Правительство РФ одобрило план реформирования электроэнергетики на 2003-2005 годы**
План содержит около 50 пунктов, каждый из которых предполагает разработку и принятие нормативно-правового акта правительства РФ. Согласно плану, во втором полугодии 2003 года должны быть разработаны правила оптового рынка электроэнергии переходного периода. Минэкономразвития РФ уже разрабатывает проект правил оптового рынка переходного периода и рассчитывает закончить подготовку этого документа в июле текущего года.
План мероприятий предполагает, что в текущем году будет принято постановление правительства, определяющее перечень и состав создаваемых в процессе реформирования отрасли оптовых генерирующих компаний (ОГК). Кроме того, в текущем году должны быть разработаны и приняты проекты постановлений по определению границ ценовых зон оптового рынка, а также правила недискриминационного доступа к услугам по передаче электроэнергии, оперативно-диспетчерскому управлению в электроэнергетике и услугам "Администратора торговой системы" (АТС). Проекты этих документов сейчас разрабатываются в министерстве по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства РФ.
Согласно плану, в 2004-2005 годах будут разработаны документы, обеспечивающие формирование условий для организации функционирования конкурентных оптового и розничных рынков электроэнергии. В частности, это будут постановления, утверждающие правила оптового рынка электроэнергии, основные положения функционирования оптового рынка, положения функционирования розничных рынков электроэнергии.
- 26 июня **Совет Федерации одобрил дополнение к закону о госрегулировании тарифов, ограничивающее их рост**
Совет Федерации одобрил дополнение к закону о госрегулировании тарифов на электрическую и тепловую энергию, которое ограничивает рост тарифов в регионах.
Теперь решения субъектов РФ о тарифах, превышающих предельный уровень, установленный правительством, должны будут обязательно согласовываться с Федеральной энергетической комиссией.
- 28 июня **Состоялось первое после общего годового собрания акционеров заседание нового Совета директоров ОАО РАО "ЕЭС России"**
Совет директоров увеличил численность Комитета по реформированию до 13 человек за счет двух представителей стратегических инвесторов и двух представителей государства. Представители миноритарных акционеров сохранили свои места.
Список новых членов Комитета по реформированию включает:
 - Советник Министра Энергетики России Петроченко В.В.;
 - Заместитель Министра по антимонопольной политике Голомолзин А.Н.;
 - Член Совета директоров РАО ЕЭС, Глава компании «Базовый Элемент» Джеованис Д.Д.;
 - Заместитель Генерального директора ЗАО "Группа МДМ" Архипов С.Ю.Таким образом, новый состав Комитета по реформированию включает:
 - представители государства – 4 человека
 - представители миноритарных акционеров – 3 человека
 - представители потенциальных стратегических инвесторов – 2 человека;
 - представители Правления Общества – 2 человека;
 - представители экспертных организаций – 2 человека.Совет директоров переизбрал Дэвида Хёрна (директора "Халсион Эдвайзорз) председателем Комитета по реформированию и избрал председателем Комитета по аудиту члена Совета директоров Общества Сеппо Юха Ремеса. Несмотря на то, что Дэвид Хёрн не получил места в новом Совете директоров компании, Совет директоров решил продлить его полномочия в качестве председателя Комитета по реформированию.
Совет директоров избрал своим председателем руководителя Администрации Президента РФ А.Волошина, его заместителем – заместителя Председателя Правительства РФ В.Христенко.
Совет директоров одобрил проекты реформирования следующих энерго:
 - ОАО «Карелэнерго»
 - ОАО «Мордовэнерго»
 - ОАО «Мариэнерго»
 - ОАО «Нижновэнерго»
 - ОАО «Пензаэнерго»
 - ОАО «Чувашэнерго»Проекты реформы этих компаний предполагают их реорганизацию по базовому варианту, который предполагает, что из состава АО-энерго будут выделены энергетическая управляющая компания, генерирующая компания, сбытовая компания, магистральная сетевая компания, ремонтные бизнесы и в некоторых случаях теплосетевые компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 75. Основные события

Дата	Событие
------	---------

30 мая Избран новый совет директоров Мосэнерго

На Годовом общем собрании акционеров Мосэнерго 30 мая акционеры избрали новый совет директоров в следующем составе:

- Представители РАО ЕЭС – 7 мест;
- Представители Мосэнерго – 3 места;
- Правительство Москвы – 1 место;
- Правительство московской области – 1 место;
- Компания Ренессанс Капитал – 2 места;
- Гута Банк – 1 место.

Бывшие представители миноритарных акционеров Тройки Диалог и Никойла не смогли получить мест в новом совете директоров. Таким образом, представители РАО ЕЭС продолжают доминировать в совете директоров Мосэнерго.

30 мая Правительство Москвы подтвердило дополнительную покупку акций Мосэнерго

На Годовом общем собрании акционеров Мосэнерго 30 мая, представители компании подтвердили, что за последние месяцы правительство Москвы купило дополнительные 5 %-акций Мосэнерго через свою аффилированную структуру Банк Москвы. Таким образом, доля Москвы в Мосэнерго достигла 8 %. В результате, кандидат Правительства Москвы Борис Никольский, был избран в совет директоров Мосэнерго, получив 9 % голосов.

Источник: оценки Альфа-Банка

Иркутскэнерго

Илл. 76. Основные события

Дата	Событие
------	---------

28 июня Минимущество предлагает приватизировать 40% Иркутскэнерго

Минимущество РФ и Российский фонд федерального имущества предлагают правительству в плане приватизации на 2004 год продажу 40-процентного госпакета акций ОАО Иркутскэнерго, сказал на брифинге по итогам годового собрания акционеров министр имущественных отношений Сергей Косарев.

Ожидается, что план приватизации будет рассмотрен на заседании правительства 17 июля.

Косарев не сообщил возможные сроки проведения конкурса, возможную стоимость пакета, а также будет ли он продан единым лотом или будет разбит на несколько пакетов, сказав, что условия и механизм продажи определит правительство.

Источник: оценки Альфа-Банка

Андрей Богданов

(7 095) 795-3613

Елена Роговина

(7 095) 795-3742

Телекомы

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	199	343	384	415
EBITDA, млн. \$	61	123	142	158
Чистая прибыль, млн. \$	30	55	65	46
P/E	N/3	9,7	8,1	11,5
EV/EBITDA	8,3	4,1	3,6	3,2
Капитализация, млн. \$	532			
EV, млн. \$	510			
Кол-во акций, млн.	24			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 78. 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

- Создание одного из крупнейших российских альтернативных операторов на базе Совинтела и ТелеРосса
- Экономия на масштабе на рынке интернет-провайдеров

Угрозы

- Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 79. Основные события**

Дата	Событие
4 июня	Голден Телеком объявил о подписании меморандума о взаимопонимании о приобретении 100% Сибчеллендж Телеком, крупнейшего альтернативного оператора в Красноярском Крае и держателя лицензии CDMA (100 тыс. телефонных номеров, 8 тыс. абонентов CDMA, \$7,7 млн. выручки в 2002 г. по РСБУ) и интернет-провайдера ЗАО Тел, контролирующего 50% рынка предоставления услуг интернет по модему (\$1,1 млн. выручки в 2002 г. по РСБУ) за \$15 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка

МТС**Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 362	2 249	2 780	2 523
EBITDA, млн. \$	674	1 086	1 279	1 098
Чистая прибыль, млн. \$	277	406	563	474
P/E	21,4	14,6	10,5	12,5
EV/EBITDA	9,3	5,8	4,9	5,7
Капитализация, млн. \$	5 930			
EV, млн. \$	6 261			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 81. 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

- Сокращение предельной ARPU в регионах

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 82. Основные события

Дата	Событие
16 июня	МТС объявила, что увеличила своё участие в УМС с 57,7% до 83,7% после исполнения опциона колл с Укртелекомом на покупку 26% акций УМС за \$87,57 млн. МТС также может исполнить опцион, выпущенный TDC, другим акционером УМС, чтобы купить оставшиеся 16,3% и стать единственным владельцем компании. Мы считаем, что это произойдёт в ближайшем будущем.
20 июня	МТС подтвердила свои планы по выпуску трёхлетних рублёвых облигаций на сумму 5 млрд. руб. (\$164 млн.). Купон будет установлен компанией в момент размещения. Эта новость не принесла никаких сюрпризов, так как компания объявляла о своём намерении выпустить облигации уже давно. Мы полагаем, что привлечённые средства будут направлены на капитальные инвестиции и дальнейшие приобретения. Облигации могут быть размещены под 10% годовых, в зависимости от рыночных условий.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом**Илл. 83. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	768	1 124	1 331	1 480
EBITDA, млн. \$	322	484	593	665
Чистая прибыль, млн. \$	130	211	259	287
P/E	19,1	11,8	9,6	8,6
EV/EBITDA	8,2	5,5	4,5	4,0
Капитализация, млн. \$	2 479			
EV, млн. \$	2 646			
Число абонентов, '000	5 155			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 84. 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

- Дорогой выход на рынок Санкт Петербурга

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 85. Основные события

Дата	Событие
6 июня	ВымпелКом продает Корбине Телеком половину оборудования своей сети DAMPS за \$20.5 млн. ВымпелКом подтвердил подписание соглашения с Корбина Телеком, согласно которому ВымпелКом продолжит работать в сотовой сети стандарта DAMPS, и Корбина Телеком получит половину оборудования московской сети DAMPS. При этом ВымпелКом продолжит привлекать новых подписчиков DAMPS по предоплате, в то время как Корбина получит эксклюзивное право привлекать контрактных абонентов DAMPS. Корбина выплатит \$16,5 млн. ВымпелКому, притом, что первая половина этой суммы будет заплачена в течение 30 после подписания соглашения, и вторая часть не позднее апреля 2004 г. В дополнение, Корбина будет выплачивать \$1 млн. ежегодно в течение следующих 4 лет. Эта сумма может быть скорректирована в зависимости от числа новых абонентов, привлеченных Корбиной.

Источник: оценки Альфа-Банка



Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 86. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	326	371	454	481
ЕБИТДА, млн. \$	149	167	217	220
Чистая прибыль, млн. \$	36	50	81	78
P/E	18,8	13,6	7,1	7,4
EV/ЕБИТДА	4,9	4,3	3,3	3,3
Капитализация, млн. \$	637			
EV, млн. \$	724			
Используется линий, '000	4 040			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 87. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Контрольный пакет МТУ-Информ

Слабые стороны

- Одни из наиболее устаревших региональных сетей
- Сильная оппозиция росту тарифов и введению поминутной тарификации

Возможности

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

Угрозы

- Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах

Источники: оценки Альфа-банка

Ростелеком

Илл. 88. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	845	841	855	881
ЕБИТДА, млн. \$	352	336	322	315
Чистая прибыль, млн. \$	37	51	42	39
P/E	45,0	32,7	39,7	43,0
EV/ЕБИТДА	4,0	4,2	4,4	4,5
Капитализация, млн. \$	1 549			
EV, млн. \$	1 406			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 89. 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. 90. Основные события

Дата	Событие
12 июня	Ростелеком провел годовое собрание акционеров, которое не принесло больших сюрпризов. Единственным достаточно неожиданным и негативным событием стали результаты голосования в совет директоров. В совет директоров был избран только один представитель миноритарных акционеров – Михаил Слипенчук из ИК Метрополь, в то время как Олег Федоров из Ассоциации по защите прав инвесторов не получил достаточное количество голосов. Третий представитель миноритарных акционеров снял свои кандидатуры еще до собрания. Таким образом, в списке кандидатов не было других представителей миноритариев.
18 июня	Ростелеком объявил о своих планах продать свою долю в РТК-Лизинг в размере 27% и 3%, принадлежащих фонду Ростелеком-Гарантия за как минимум \$24,6 млн. Покупатель пока еще не назван, но два крупных западных банка заинтересованы в пакетах. На данной стадии планы являются предварительными, однако, сделка может быть закрыта в 2004. В соответствии с данным соглашением, консорциум акционеров РТК-Лизинг должен: 1. Списать долги Ростелекома перед РТК-Лизинг в размере более чем \$59 млн.; 2. Погасить все гарантии и залоги Ростелекома в обеспечение задолженности РТК-Лизинг в течение 12 месяцев (в сумме более \$30 млн.) 3. Обеспечить продажу пакетов Ростелекома и Ростелеком-Гарантии в РТК-Лизинг как минимум за \$24,6 млн.
19 июня	Выручка Ростелекома за 2002 г. практически совпала с ожиданиями, но чистая прибыль оказалась на удивление низкой из-за дополнительных \$25 млн. амортизационных отчислений, появившихся после переоценки срока полезной жизни спутниковых каналов, а также из-за образования резервов по плохим долгам на сумму \$26 млн. Выручка практически не изменилась год-к-году и осталась на уровне \$845 млн., тогда как себестоимость снизилась на 2% до \$770 млн. В результате ЕБИТДА выросла на 11% год-к-году. Норма ЕБИТДА оказалась ниже, чем ожидалось: 39% против нашего прогноза 43%. Вместе с резким ростом доли меньшинства до \$32 млн. и с потерями от курсовой разницы \$30 млн., это привело к очень низкому уровню чистой прибыли \$37 млн. В целом, отчетность Ростелекома за 2002 г. по МСФО показывает, что менеджмент делает значительные усилия по сокращению издержек, хотя рост выручки (вернее, его отсутствие) остаётся проблемой. Как мы ранее писали, нас беспокоит ограниченные возможности для дальнейшего сокращения издержек. Низкий уровень чистой прибыли не настолькостораживающий, как это может показаться на первый взгляд, так как большей частью он определяется внеоперационными статьями расходами. Таким образом, на операционном уровне показатели сохранили тенденции, показанные в отчетности компании по МСФО за 9М02.

Источник: оценки Альфа-Банка



Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Наталья Шевелёва
(7 095) 795-3725

**Норильский Никель
выпустил хороший
отчет за 2002 г. по
МСФО**

**Утверждена сделка по
приобретению акций
компании Stillwater**

**Северсталь и Евраз-
холдинг объявили об
объединении проектов
по выпуску труб
большого диаметра**

Металлургия

Благодаря целому ряду положительных новостей о Норильском Никеле, вышедших в июне, динамика акций компании оказалась лучше РТС (соответственно +7% и 22,4% по сравнению с маем этого года). Компания выпустила хорошую аудированную финансовую отчетность за 2002 г. по МСФО: выручка, EBITDA и скорректированная чистая прибыль составили \$3,094 млрд, \$1,195 млрд и \$315 млн, соответственно. С учетом этих результатов расчетная цена акции, рассчитанная по нашей модели DCF, повышена до \$35.

В июне произошло еще одно важное событие: утверждена сделка по покупке Норильским Никелем акций американской компании Stillwater Mining Company. Теперь компания сможет увеличить объем поставок палладия на американский рынок вплоть до 1 млн. унций в год. Кроме того, компания повысила прогноз по производству никеля в 2003 г. на 7,8% (до 235 тыс. т), причем выручка от роста производства составит предположительно \$37,7 млн. С учетом ситуации, сложившейся на мировом рынке никеля в результате забастовки рабочих компании Inco и роста цен на этот металл, Норильский Никель принял решение разблокировать с целью продажи оставшиеся 24 тыс. т никеля (часть залога в объеме 60 тыс. т в обеспечение ранее взятого кредита). Мы полагаем, что рыночная конъюнктура позволит компании продать дополнительно произведенный металл и за счет этого увеличить выручку в 2003 г. на 5%.

Поток хороших новостей вызвал рост биржевой цены акции, приблизившейся к нашей расчетной цене, и поэтому мы изменили рекомендацию на ДЕРЖАТЬ.

Северсталь и Евразхолдинг объявили об объединении своих проектов по выпуску труб большого диаметра. Такое решение можно только приветствовать, поскольку оно позволяет диверсифицировать риски. С другой стороны, конкуренция на рынке труб большого диаметра (1420 мм) остается сильной. Одновременно Газпром заявил, что не собирается давать гарантированные заказы каким-либо поставщикам и заинтересован в сохранении сильной конкуренции на этом рынке. Основным фактором роста акций Северстали по-прежнему является выход отчета по МСФО. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Норильский Никель

Илл. 91. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	3 094	3 851	3 979	3 730
EBITDA, млн. \$	1 195	1 530	1 534	1 304
Чистая прибыль, млн. \$	315	723	745	566
P/E	22,9	10,0	9,7	12,7
EV/EBITDA	6,2	4,8	4,8	5,7
Капитализация, млн. \$	7 219			
EV, млн. \$	7 387			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 92. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Диверсифицированная экспортная выручка • Высокая ликвидность по сравнению с другими компаниями этого сектора
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Низкий технологический уровень по сравнению с западными компаниями • Социальные расходы превышают 100 млн. долл. в год
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Реализация обновленной программы модернизации • Разработка новых проектов по производству металлов (золото и др.)
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Информация об объемах производства и резервах засекречена • Рост экспортных пошлин, снижение квот на экспорт МПГ

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 93. Основные события**

Дата	Событие
3 июня	Норильский Никель ожидает, что выпуск никеля в 2003 составит 235000 тонн. Компания увеличила прогноз по выпуску никеля в 2003 с 230000 тонн (цифра была названа в апреле 2003 года) до 235000 тонн. Этот уровень на 7,8% превышает выпуск никеля в прошлом году в размере 218000 тонн. Мы ожидаем, что средняя цена на никель в 2003 году составит \$7937/тонна в 2003, и, таким образом, в случае производства и продажи дополнительных 5000 тонн никеля, принимая во внимание дисконт цены продажи никеля компанией к ЛБМ, выручка на 2003 может вырасти на \$37,7 млн.
4 июня	Совет директоров предложил дивиденды за 2002 в размере 25% от чистой прибыли (на верхней планке диапазона 20-25%, который соответствует дивидендной политике компании). Дивиденд на акцию составляет 21,7 руб. (\$0,68), что подразумевает дивидендную доходность в размере 2,3% (для сравнения, дивиденды за 2002 год составили 23 руб., или \$0.73 на акцию). Объявленные дивиденды выше ожидаемых нами \$0,37, которые основывались на объявленной чистой прибыли \$400 млн. из-за более высоких, чем ожидалось, не денежных изменений в оценке производных финансовых инструментов, которые были следствием урегулирования займа Министерства Финансов.
16 июня	Акционеры Stillwater Mining Company одобрили покупку ГМК Норильский Никель, притом, что в поддержку данного решения проголосовало 82,9% акционеров компании. Кроме того, Федеральная Торговая Комиссия (США) досрочно прекратила рассмотрение в соответствии с законом Харт-Скотт-Родино данной сделки, соответственно одобрив ее совершение. Это позволяет завершить сделку в короткий период времени. ЦБР также должен одобрить сделку, но мы не предвидим здесь каких-либо сложностей. После одобрения ГМК Норильский Никель выкупит 51% компании Stillwater посредством выкупа нового выпуска акций за \$100 млн. денежными средствами и приблизительно 877000 унций палладия (\$161,8 млн. по текущим ценам).
16 июня	ГМК Норильский Никель объявил о планах разблокировать и продать оставшиеся 24000 тонн никеля из 60000 тонн, являвшихся обеспечением по кредиту. Компания решила воспользоваться благоприятными условиями на мировом рынке никеля, возникшими после забастовки в Inco, а также смягчить волатильность цен на никель. Тот факт, что данные объемы никеля находятся в Нидерландах, облегчит быструю продажу никеля.
17 июня	Вслед за одобрением сделки по покупке акций компании Stillwater Mining акционерами компании и Федеральной Торговой Комиссией (США), Норильский Никель получил разрешение Центрального банка РФ (ЦБР) на вывоз капитала для покупки акций Stillwater. Таким образом, последнее одобрение, необходимое для завершения сделки, получено, что увеличивает вероятность завершения данной сделки в этом месяце. Одобрение ЦБР носило скорее формальный характер, и мы не ожидаем, что данное событие повлияет на цену акции.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь**Илл. 94. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 897	2 103	1 991	1 975
ЕБИТДА, млн. \$	416	527	430	371
Чистая прибыль, млн. \$	124	199	117	63
P/E	N/3	7,7	13,1	24,3
EV/ЕБИТДА	3,9	3,0	3,7	4,3
Капитализация, млн. \$	1528			
EV, млн. \$	1603			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 95. Краткий обзор компании**Сильные стороны**

- Прочное финансовое положение, норма ЕБИТДА (МСБУ) в 2001 г. – 16%
- Профессиональная команда руководства

Слабые стороны

- Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении – около 6%
- Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали

Возможности

- Проект по производству труб большого диаметра
- \$180 млн. СП с Arcelor по производству оцинкованной стали

Угрозы

- Введение дополнительных ограничений на экспорт
- Ухудшение условий поставки сырья – угля и руды

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 96. Основные события

Дата	Событие
11 июня	Северсталь и Евразхолдинг подписали соглашение об объединении проектов по производству труб большого диаметра: производство на базе Ижорского трубного завода (Ленинградская область, Северсталь) и завода труб большого диаметра (Нижний Тагил, НТМК, Евразхолдинг). По словам председателя Совета Директоров Северстали, Алексея Мордашова, Северсталь выкупит половину акций завода труб большого диаметра (ЗТББ), принадлежащего Евразхолдингу, а Евразхолдинг купит 50% проекта Северстали по производству труб большого диаметра. Евразхолдинг недавно купил долю Dufesco в ЗТББ (30,1% минус две акции) и теперь владеет 55% ЗТББ (другие акционеры ЗТББ: российское Правительство с 25% плюс 1 акцией и Газпром с 19,9%). Таким образом, доля Северстали в ЗТББ составит около 27,5%. В то же время Северсталь владеет 100% собственного проекта по производству труб большого диаметра, и, в сравнении с проектом Евразхолдинга, этот проект менее дорог: \$130 млн. против более \$900 млн. у ЗТББ, и поэтому будет запущен раньше, чем ЗТББ. Мощность проекта не меняется и запланирована на уровне 450 тыс. т труб в год с возможностью расширения до 800 тыс. т.

Источник: оценки Альфа-Банка



Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Павел Соколов
(7 095) 795-3735

**В совет директоров
Силовых Машин вошли
два независимых ди-
ректора**

**Силовые Машины
осуществили сплит
акций в соотношении
1:100000**

**АвтоВАЗ решил не на-
чинать массового
производства новой
Классики**

**GM-АвтоВАЗ будет
выпускать Opel Astra**

Машиностроение

На общем годовом собрании акционеры концерна Силовые Машины включили в состав совета двух независимых директоров. Это зампред РАО ЕЭС Вячеслав Воронин и Джон Симан, ранее работавший в HSBC. В состав совета вошел также представитель Siemens, за которого отдал свои голоса менеджмент компании. Судя по всему, готовясь к будущему IPO, руководство стремится сделать компанию более открытой.

Последовав за тенденциями в отрасли, акционеры проголосовали за то, чтобы оставить всю чистую прибыль в компании. Т.о., за 2002 г. дивиденды выплачиваться не будут. Такое решение объяснимо: портфель заказов у компании растет, и поэтому необходим дополнительный капитал. С этим же связаны и планы компании по выпуску трехлетних облигаций на сумму 1 млрд. руб. (\$33 млн).

В концерне продолжается процесс объединения. В июне его холдинговая структура – Энергомашэкспорт – осуществила дробление акций в соотношении 1:100000 с тем, чтобы облегчить конвертацию бумаг. В настоящее время уставный капитал компании состоит из 5,3625 млрд. обыкновенных и 1,050 млрд. привилегированных акций номинальной стоимостью 0,01 руб. каждая.

В начале месяца АвтоВАЗ объявил о решении отказаться от планов перехода к массовому производству новой модели *Классика*. Модернизация *Классики* планировалась с целью выпуска дешевого автомобиля стоимостью предположительно менее \$5000. Компания сообщила, что такое решение принято из-за слишком большого объема необходимых для модернизации инвестиций – \$850 млн (ранее они планировались на уровне \$350 млн). Сравнимый объем инвестиций необходим для налаживания выпуска *Калины*, хотя проект по *Классике* предполагает только модернизацию, а не разработку с нуля, как в случае с *Калиной*. На 2003 г. капзатраты запланированы в объеме 10 млрд. руб. (\$329 млн).

Получили свое подтверждение давно циркулировавшие слухи о начале производства новой модели на СП АвтоВАЗа с GM. Совет директоров СП утвердил план выпуска Opel Astra T3000 с 2004 г. (это решение, возможно, принято с учетом успешных продаж Chevy-Niva).

Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 97. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	393	431	453	493
ЕБИТДА, млн. \$	62	65	66	67
Чистая прибыль, млн. \$	17	20	19	19
P/E	14,6	12,2	12,8	12,7
EV/ЕБИТДА	4,3	4,1	4,1	4,0
Капитализация, млн. \$	247			
EV, млн. \$	268			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 98. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста на российском рынке машиностроения; 65% рынка бурового, 55% металлургического, 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 2001-2005 гг. – 230 млн. долл.
- Выход на новый сегмент рынка (плавающие буровые платформы)

Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка



Александр Свинов
(7 095) 795-3745

Пищевая промышленность и розничная торговля

Итоги ВБД за 1Кв03: выручка выросла на 13%, чистая прибыль снизилась на 26% при росте маркетинговых и транспортных расходов

Вимм-Билль-Данн опубликовал финансовые итоги за 1Кв03, которые в целом совпали с нашими прогнозами и оказались чуть выше среднерыночных. Выручка ВБД выросла на 13% (до \$223,9 млн) год-к-году, EBITDA не изменилась, чистая прибыль снизилась на 26% (до \$7,1 млн). Мы вполне довольны цифрами выручки: рост продаж ВБД оказался лучше рынка в сегменте молочной продукции, где объем продаж вырос более чем на 16% (что позволило ВБД сохранить рыночную долю свыше 36%). При этом рост в сегменте соков был не столь значительным, всего на 6% (против роста рынка в целом на 13-16%). Несмотря на снижение прибыльности, в основном вызванное ростом расходов на маркетинг и транспорт, инвесторы продолжали оценивать акции ВБД выше \$20 – на волне ожиданий предложения от Danone. Новости касаются последнего мы считаем основным фактором динамики акций ВБД в ближайшей перспективе.

В январе-мае пивной рынок оставался без изменений (год-к-году); наш прогноз его роста за 2003 г. понижен до 7,6%, объем – 74,9 млн. гл

В апреле-мае пивной рынок России сменил свой нисходящий тренд на противоположный: по данным Госкомстата, в мае объем производства вырос на 7,5%. Это довело суммарный объем продукции за период с января по май до 28,0 млн. гл, что почти соответствует прошлогоднему. В целом мы оцениваем рынок положительно, но решили снизить прогноз его годового прироста (до 7,6%, 74,9 млн. гл), против нашего прежнего расчета его прироста на 8,3% и суммарного объема в 75,2 млн. гл.

В 2003 г. производство САН вырастет на 11%; на 2002-2010 гг. мы прогнозируем рост в 4,9% в год

Джо Стрелла, генеральный директор САН Интербрю, в текущем году прогнозирует рост производства в компании на 10%, что на 1 п.п. ниже нашей оценки. По нашим расчетам, в 2002-2010 гг. объем производства у этой компании будет прирастать среднегодовым темпом в 4,9%, тогда как среднегодовой темп роста рынка за этот период ожидается в 3,9%.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ
Вимм-Билль-Данн

Илл. 99. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	824,7	990,3	1172,6	1379,1
EBITDA, млн. \$	83,4	99,8	110,3	111,5
Чистая прибыль, млн. \$	35,7	41,4	49,9	48,8
P/E	24,99	21,56	17,91	18,29
EV/EBITDA	11,17	9,33	8,44	8,35
Капитализация, млн. \$	893			
EV, млн. \$	931			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 100. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Ведущий российский производитель соков и молочной продукции • Обширная дистрибуторская сеть
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Низкий уровень загрузки мощностей на ряде региональных заводов • Приобретаемые предприятия требуют модернизации для обеспечения уровня качества
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Успешная стратегия по приобретению компаний позволит расширить рынки сбыта • Сотрудничество с молочными фермами обеспечит стабильные поставки молока
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Нехватка сырого молока для производства молочной продукции • Усиление конкуренции со стороны международных и российских компаний

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 101. Основные события**

Дата	Событие
4 июня	Представители Danone могут войти в Совет Директоров Вимм-Билль-Данн. Д. Якобашвили, один из основателей Вимм-Билль-Данн, заявил, что представители Danone могут войти в Совет Директоров ВБД. Исходя из текущей структуры Совета, Danone может понадобиться 8,3% голосов (против текущего пакета 6,4%), из чего следует, что Danone может увеличить свой пакет.
16 июня	ВБД официально подтвердил информацию о проведении переговоров с Danone о продаже значительного пакета или всей компании. Это практически совпадает со слухами, циркулирующими на рынке в течение нескольких недель. В то же время Danone увеличила своё участие в ВБД ещё на 0,5% до 7,2%, что также подтверждает серьёзность намерений компании. В случае появления предложения, мы полагаем, что Danone купит по крайней мере, контрольный пакет (или 42,9% акций в обращении, чтобы превысить порог 50%).
23 июня	Вимм-Билль-Данн отчитался в увеличении выручки на 13,4% год-к-году до \$223,9 млн. из-за роста выручки от продаж молочных продуктов на 11% и сока на 13%. Валовая прибыль выросла на 16,3%, что повысило норму валовой прибыли на 0,7 до 29,3%. Однако компания подверглась росту управленческих и коммерческих расходов (на 34,2% год-к-году), в которых рекламные и транспортные расходы занимают крупнейшие части. Компания объяснила это ростом тарифов на телевизионную рекламу и задержками установки нового оборудования на новые заводы, что привело к расширению наземных перевозок. По нашему мнению, эти объяснения вполне разумны, но мы обеспокоены, что такая ситуация может сохраниться и дальше в этом году и понизить нормы прибыли.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика**Илл. 102. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	683	751	824	886
EBITDA, млн. \$	234	253	270	280
Чистая прибыль, млн. \$	137	136	144	148
P/E	10,52	10,57	10,02	9,72
EV/EBITDA	6,44	5,97	5,58	5,38
Капитализация, млн. \$	1 441			
EV, млн. \$	1 508			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 103. Краткий обзор компании**Сильные стороны**

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Рост потребления пива в России
- Стремление и способность увеличить долю рынка

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-банка

Сан Интербрю**Илл. 104. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	409,7	510,1	627,8	728,9
EBITDA, млн. \$	61,5	85,3	109,7	135,1
Чистая прибыль, млн. \$	-3,4	11,7	31,7	45,8
P/E	N/3	47,40	17,55	12,14
EV/EBITDA	10,45	7,54	5,86	4,76
Капитализация, млн. \$	557			
EV, млн. \$	643			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 105. 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

- Программа фокусировки продаж на основных марках обеспечит рост выручки

Угрозы

- Замедление темпов роста потребления пива в России

Источники: оценки Альфа-банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 106. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	84	103	124	142
EBITDA, млн. \$	16	19	21	23
Чистая прибыль, млн. \$	9	11	13	14
P/E	10,42	8,53	7,44	6,74
EV/EBITDA	5,19	4,43	3,84	3,54
Капитализация, млн. \$	95			
EV, млн. \$	82			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 107. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Наиболее известное российское предприятие розничной торговли
- Удачное местоположение

Слабые стороны

- Зависимость от доходов потребителей, которые в данное время достаточно низки
- Отсутствие внешних источников финансирования

Возможности

- Рост доходов российских потребителей

Угрозы

- Ужесточение конкуренции, особенно в центре Москвы

Источники: оценки Альфа-банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Обсуждение законопроекта о страховании банковских вкладов откладывается, во-первых, из-за предстоящих выборов...

...и, во-вторых, потому что система страхования оказывается слишком дорогой для частных банков

ЦБ следует сначала реформировать отрасль и лишь после этого вводить систему страхования вкладов

Банковский сектор

В банковском секторе основным событием июня стало решение Думы отложить обсуждение закона о страховании банковских вкладов. Мы полагаем, что нежелание Думы рассматривать механизм страхования вкладов влиянием мощных политических и экономических факторов. Если говорить о политике, то Дума явно не торопится отменять госгарантию по вкладам в Сбербанке, когда до парламентских выборов остается не так много времени. Кроме того, мы уже отмечали в наших отчетах, что ЦБ, по-видимому, не хочет брать на себя дополнительные функции, предполагаемые системой страхования вкладов, а именно, ужесточать контроль за банковским сектором.

Мы полагаем, что перенос обсуждения закона о страховании вкладов на более поздний срок не нанесет вреда банковскому сектору. В 1-м кв. 2003 г. вклады физлиц росли быстрее (11,9%), чем в 1-м кв. 2002 г. (8,4%). Вклады в Сбербанке выросли на 11,3%, но доверие к частным банкам растет и в отсутствие системы страхования вкладов. Сумма остатков на депозитах в ЦБ превышает \$3 млрд, что указывает на то, что в случае ускоренного роста депозитной базы у банков стоимость финансирования может заметно увеличиться, а роста кредитования, в условиях ограниченного спроса, не будет.

Мы уже не ожидаем утверждения системы страхования банковских вкладов в этом году. Пока не ясно, будет этот вопрос вообще поставлен на обсуждение в 2004 г. С нашей точки зрения, Центробанку следует сначала сократить число банков (сейчас их 1300) и лишь после этого вводить систему страхования вкладов.

Сбербанк
Илл. 108. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Активы, млн. \$	32 815	39 602	45 972	53 025
Чистая прибыль, млн. \$	1 128	1 466	2 005	2 371
P/E	4,8	3,7	2,7	2,3
Капитализация, млн. \$	5 575			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 109. 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. 110. Основные события

Дата	Событие
19 июня	Московский суд поддержал претензии менеджмента Сбербанка к Вадиму Клейнеру, члену Совета Директоров Сбербанка, представляющего интересы миноритарных акционеров. Ранее менеджмент Сбербанка обращался в суд, чтобы осудить публичную критику г-ном Клейнером кредитной политики банка и его финансового менеджмента. Решение суда касается презентации Вадима Клейнера, проведенной в декабре 2002 г., в которой он критиковал Сбербанк. Основным моментом критики стал тезис, что низкий уровень процентных ставок по кредитам и высокий уровень операционных расходов сокращают чистую прибыль банка, которая должна была быть примерно на \$1,2 млрд. выше, чем текущий уровень \$1 млрд. После этой презентации руководство Сбербанка приняло решение обратиться в суд, чтобы осудить подобные публичные выступления.
20 июня	Банк России с 21 июня снижает ставку рефинансирования до 16% годовых. Ранее ставка рефинансирования составляла 18% годовых. Последнее снижение ставок (на 3 п.п. – с 21%) ЦБ предпринял 17 февраля текущего года. Решение, принятое Банком России, является ожидаемым в связи с резким падением процентных ставок на российских долговых рынках с начала года и ростом золотовалютных резервов. Так, с середины февраля 2003 г. доходности рублевых долговых инструментов понизились на 3 п.п. Кроме того, с момента последнего понижения ставки рефинансирования объем золотовалютных резервов возрос на 25% – до \$64 млрд.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Валентина Крылова**

(7 095) 795-3742

Екатерина Леонова

(7 095) 785-9678

Ценовое ралли в первой половине июня...**Рынок облигаций**

В июне волатильность российских еврооблигаций увеличилась. В первой половине месяца ценовой рост, наблюдавшийся на российском рынке, вывел российские еврооблигации на новые исторические максимумы. В частности, цена Евро-30 достигала уровня 101,6% от номинала, что соответствует доходности к погашению в 6,4% годовых. Основными факторами, стимулировавшими ценовое ралли, были:

1. Ободряющее выступление председателя ФРС США. С одной стороны, Гринспен предположил улучшение экономики США во втором полугодии. С другой стороны, он не исключил возможность снижения учетной ставки, что привело к резкому снижению доходности Казначейских обязательств США и вызвало ценовое ралли на большинстве развивающихся рынков. В целом рынок учел в цене сокращение учетной ставки США на 25 б.п., хотя некоторые инвесторы были настроены на снижение на 50 б.п. Благоприятное воздействие оказало также и решение Европейского Центробанка снизить учетную ставку на 50 б.п.
2. Россия заняла лидирующее положение в Индексе EMBI+, который является основным индикатором эффективности развивающихся долговых рынков. Доля каждой из 19 стран, входящих в этот индекс, зависит от капитализации долга. Поэтому ценовое ралли на российском долговом рынке с начала 2003 г способствовало росту веса российских еврооблигаций в Индексе до уровня 21,63% (Бразилия осталась на втором месте с долей 21,57%). Поскольку многие инвесторы формируют свои инвестиционные портфели в соответствии со структурой индекса, прошедшая перестановка привела к увеличению спроса на российские еврооблигации.

...стимулировало новые размещения ценных бумаг...

Ряд российских компаний, воспользовавшись низкой доходностью, осуществили новые выпуски евробондов. В частности, банки Зенит и Урал-Сиб разместили еврооблигации общим объемом \$450 млн. Кроме того, некоторые иностранные заемщики (такие как Украина, Турция и Бразилия) выпустили еврооблигации в объеме около \$3 млрд. Эти размещения частично удовлетворили спрос на облигации развивающихся рынков.

...но сменилось фиксацией прибыли вслед за падением котировок Казначейских обязательств США

Основной причиной начала активных продаж на развивающихся рынках стала техническая коррекция на долговом рынке США. Рост доходности Казначейских обязательств США происходил с середины июня из-за снижения вероятности более агрессивного сокращения учетной ставки (майские данные об инфляции в США не выявили признаков дефляции, а некоторые другие макроэкономические показатели оказались существенно лучше ожиданий). После того, как Комитет по операциям на открытом рынке (FOMC) объявил о снижении учетной ставки лишь на 25 б.п., нисходящий ценовой тренд на долговом рынке США усилился. В результате к концу июня российские суверенные долги возвратились к уровням конца мая, потеряв порядка 2-5% от своих максимумов, зарегистрированных в середине месяца.

Июль обещает быть спокойным, цены российских облигаций вырастут умеренно

В конце прошлого месяца российские еврооблигации значительно упали в цене, и мы полагаем, что их дальнейшее резкое снижение маловероятно. Согласно заявлениям представителей ФРС США, вероятность возникновения дефляции по-прежнему остается высокой в ближайшие месяцы. В свете этого инвесторы будут и дальше учитывать в ценах возможность сокращения учетной ставки на следующем заседании FOMC, запланированном на 12 августа. Таким образом, в июле зависимость цен российских еврооблигаций от динамики Казначейских обязательств США останется высокой, и инвесторы продолжают внимательно следить за американскими макроэкономическими показателями.

Кроме того, в фокусе внимания инвесторов будут Турция и Бразилия. В частности, если Турция столкнется с препятствиями в отношении выплаты очередного транша МВФ, то для облигаций развивающихся рынков настанут трудные времена.

Илл. 111. Динамика валютных облигаций на 30 июня 2003 г.

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 5	14.05.08	89,00	-3,26	5,6	3,37	4,33
Минфин 6	14.05.06	97,38	-0,13	4,0	3,08	2,69
Минфин 7	14.05.11	84,25	0,30	5,5	3,56	6,66
Минфин 8	14.11.07	94,75	-1,81	4,0	3,17	4,04
Еврооблигации						
Евро-05	24.07.05	111,63	-0,22	2,9	7,84	1,86
Евро-07	26.06.07	121,88	-0,31	4,0	8,21	3,39
Евро-10	31.03.10	115,00	-1,08	4,4	7,17	0,07
Евро-18	24.07.18	142,13	-1,22	6,6	7,74	8,29
Евро-28	24.06.28	167,13	-1,33	7,0	7,63	10,62
Евро-30	31.03.30	97,00	-0,77	6,7	5,15	0,04
Муниципальные облигации						
Москва-04, €	25.10.04	107,50	0,02	4,3	9,53	1,19
Москва-06, €	28.04.06	113,50	-0,68	5,6	9,65	2,43
Ниж. Новгород	10.03.02	95,00	-3,19	11,1	9,21	0,05
Корпоративные облигации						
ММК, €	18.02.05	104,64	-0,89	6,9	9,56	1,45
Газпромбанк-03	22.12.03	102,07	-0,68	5,1	9,55	0,46
Газпромбанк-05	04.10.05	106,12	-2,43	5,4	7,89	1,95
Альфа-Банк	19.11.05	106,37	-0,94	7,8	10,11	2,08
МДМ-Банк	16.12.05	104,63	-0,43	8,6	10,27	2,14
Роснефть	20.11.06	116,67	0,15	7,1	10,93	2,78
Сибнефть-07	13.02.07	116,75	0,99	6,3	9,85	2,92
Сибнефть-09	15.01.09	118,32	2,35	6,7	9,09	4,12
ТНК	06.11.07	116,71	1,18	6,5	9,43	3,48
МТС-04	21.12.04	106,13	-2,20	6,5	10,32	1,36
МТС-08	30.01.08	109,50	0,04	7,3	8,90	3,59
Газпром-07	25.04.07	109,88	-0,56	6,2	8,30	3,20
Газпром-09	21.10.09	117,91	-0,46	6,9	8,91	4,67
ВымпелКом	26.04.05	105,42	-2,73	7,2	9,91	1,63
АФК Система	14.04.08	106,36	-0,33	8,6	9,64	3,71
Алроса	06.05.08	98,84	-0,93	8,4	8,22	3,90
Вимм-Билль-Данн	21.05.08	105,68	2,36	7,1	8,04	3,96
МосНарБанк	28.06.04	101,50	1,00	1,8	3,23	0,98
Росбанк	01.07.12	90,98	1,09	8,4	7,69	6,20

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

**Илл. 112. Основные события**

Дата	Событие
3 июня	Выступление председателя ФРС США привело к росту как долгового, так и фондового рынков. С одной стороны, Алан Гринспен предположил улучшение экономики США во втором полугодии. С другой стороны, не исключил возможность снижения учетной ставки, что привело к резкому снижению доходности Казначейских обязательств США и вызвало ценовое ралли на большинстве развивающихся рынков.
5 июня	Европейский центральный банк снизил учетные ставки на 50 б.п. Это решение поддержало восходящий ценовой тренд на долговых рынках.
6 июня	Банк Зенит разместил 3-летние еврооблигации на сумму \$125 млн с доходностью к погашению 9,25% годовых, что соответствует прогнозам компании. Агентство S&P присвоило этому выпуску рейтинг B-, а агентство Moody's – рейтинг B2.
10 июня	РФ направила \$1,32 млрд для выплаты купона и погашения еврооблигаций Russia-03. Поскольку погашение Евро-03 было заложено в цены задолго до наступления даты погашения, это не вызвало ценового роста на рынке. Наоборот, часть инвесторов использовали погашение для фиксации прибыли.
10 июня	Россия заняла лидирующее положение в Индексе EMBI+, который является основным индикатором эффективности на развивающихся долговых рынках. Новости о пересмотре весовых соотношений в индексе оказали позитивное влияние на российский долг. За несколько дней увеличение спроса вывело российские облигации на новые исторические максимумы, при этом цена Евро-30 преодолела номинал.
16 июня	Бразилия согласилась на все условия МВФ, что способствовало перечислению очередного кредитного транша Фонда в объеме \$9,3 млрд в рамках утвержденной \$30-миллиардной программы. Эти новости прибавили позитива настроениям инвесторов.
17 июня	Банк УралСиб разместил 3-летние еврооблигации на сумму \$125 млн с доходностью к погашению 8,875% годовых. Агентства S&P и Fitch присвоили этому выпуску рейтинг B-.
18 июня	Moscow Narodny Bank разместил 5-летние еврооблигации на сумму \$150 млн с доходностью к погашению 4,44% годовых. Агентство Fitch присвоило этому выпуску рейтинг BBB-.
19 июня	Финансовая группа МДМ разместила годовые коммерческие евроноты на сумму \$50 млн с доходностью к погашению 5,75%.
20 июня	ЦБР снизил ставку рефинансирования с 18% до 16% годовых. Это решение не имело краткосрочного воздействия на финансовые рынки РФ, поскольку ставка рефинансирования не является эффективным инструментом. Кроме того, это решение было ожидаемым в силу значительного падения процентных ставок на российских долговых рынках и увеличения золотовалютных резервов страны с начала текущего года.
24 июня	Россия выплатила купон по Евро-28 в объеме \$159 млн. Поскольку внимание инвесторов было сосредоточено на рынке Казначейских обязательств США и предстоящем заседании ФРС, купонные выплаты не оказали влияние на цены российских долгов.
25 июня	ФРС США снизила учетную ставку на 25 б.п. (до 1%). Такое решение разочаровало инвесторов и способствовало активизации продаж Казначейских обязательств США. Российский рынок отреагировал 0,5-2%-ным снижением цен.
26 июня	Россия выплатила купон по Евро-07 в объеме \$120 млн. Учитывая сохранение устойчивого нисходящего тренда на мировых долговых рынках, купонные выплаты не смогли предотвратить продолжающееся падение котировок российских еврооблигаций.

Источник: оценки Альфа-Банка



Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743

Технический анализ

Индекс РТС: должен тестировать отметку 527 в июле

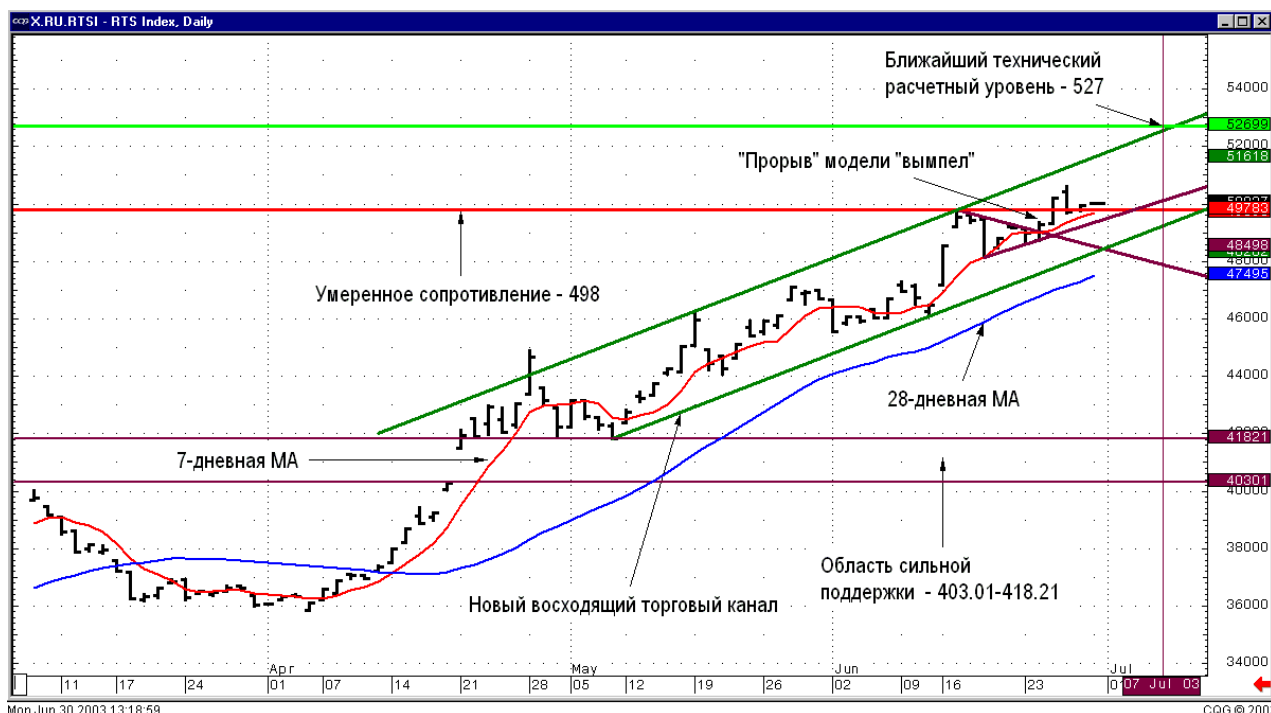
Илл. 113. Индекс РТС – Основные технические индикаторы.

Инд	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления	Уровень поддержки	Диапазон: 1-30 июня					
		Краткосрочный	Долгосрочный								
РТС	ДЕРЖАТЬ	450	Бычий	С4	571,66 Историческ. максимум	П1	499,83 Максимум 17.06.03	Откр.	466,67		
	ЛОНГ		Ускоряется	С3	558,78 100% раст. Фибоначчи	П2	480,98	Граница канала	Макс.	506,36	
	ЦЕЛЬ	550-560		С2	514,33	Граница канала	П3	472,96	28-дневная МА	Мин.	455,52
				С1	506,36	Максимум 26.06.03	П4	403,01	Основной	Закр.	499,29

Источник: оценка Альфа Банка

- Как мы и ожидали, в июне индекс РТС консолидировался вблизи уровня 500
- Мы прогнозируем, что в июле индекс РТС должен тестировать 527 до начала возможной глубокой коррекции в сторону понижения
- Мы поддерживаем нашу рекомендацию: **ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** с техническим расчетным уровнем 450-460
- На наш взгляд, новая волна роста к 560 может быть отложена до осени

Илл. 114. Индекс РТС – Дневные технические индикаторы рынка по состоянию на 30 июня 2003 г.



Источник: РТС, CQG, оценка Альфа Банка

Классический технический анализ

За «прорывом» выше верхней линии тренда модели «вымпел» должен последовать рост индекса РТС до 527

Как мы и ожидали, в июне индекс РТС консолидировался вблизи отметки 500. На Илл. 114 показано, что 24 июня индекс РТС «прорвал» верхнюю границу модели «вымпел», что уже приводило к росту индекса выше уровня 500 (дневной максимум 26 июня был равен 506,36). Рост происходил в полном соответствии с нашими ожиданиями (более детальная информация изложена в нашей аналитической записке от 25 июня



2003 г. «Индекс РТС готов прорваться выше 500»). Начало фиксации прибыли на этом уровне может быть легко объяснено, так как уровень 506-507 – это психологически важный уровень сопротивления. Абсолютный исторический максимум индекса РТС, установленный 6 октября 1997 г., равен 571,66. Однако с другой стороны, максимальный уровень закрытия месяца, зафиксированный в Июле 1997 г., равен 506,45. На наш взгляд, преодоление барьера на уровне 506-507 должно открыть дверь для роста индекса навстречу нашему следующему техническому расчетному уровню 527, который был вычислен на базе методики измерения модели «вымпел».

Индекс РТС продолжает движение в рамках нового восходящего канала, ориентируясь на расчетные уровни выше отметки 500

С точки зрения технического анализа, индекс РТС в настоящее время продолжает двигаться внутри нового восходящего канала, верхняя граница которого находится выше отметки 500 (как видно из Илл. 114). Разумно предположить, что если индекс РТС продолжит колебания в этом торговом канале, то он должен быстро вернуться выше уровня 500 и затем достигнуть уровня 527. Точную дату последнего ожидаемого события трудно спрогнозировать, однако, на наш взгляд, это может произойти уже в июле.

Краткосрочный тренд и циклы

Краткосрочный тренд на РТС «бычий»

Медленная адаптивная линия тренда (ATL), показанная в верхней части Илл. 115, продолжает восходящее движение. Это свидетельствует о том, что краткосрочный тренд индекса РТС «бычий». Все технические индикаторы в верхней части Илл. 115 в настоящее время направлены вверх, исключая быструю адаптивную скользящую среднюю (АМА), которая демонстрирует некоторое снижение. Принимая во внимание, что быстрая АМА запаздывает относительно быстрой адаптивной линии тренда (ATL), мы полагаем, что быстрая АМА должна через несколько дней возобновить рост.

Медленный момент указывает на ускорение «бычьего» тренда

Медленный момент в средней части Илл. 115 сформировал локальный минимум на положительной территории и начал рост, что сигнализирует об ускорении «бычьего» тренда. Иными словами, медленная ATL и медленная АМА начали расходиться друг от друга. Как мы и ожидали, линия быстрого момента «отскочила» от уровня, находящегося немного ниже нулевой отметки. Это указывает на то, что фаза консолидации на РТС завершена. Мы уверены, что растущий быстрый момент приведет к ускорению роста на РТС.

Краткосрочный составной волновой цикл движется вбок в перекупленной области

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 115 направлен почти горизонтально, что должно интерпретироваться как нейтральный сигнал. Небольшой отрицательный наклон CWC подтверждает наше убеждение в том, что рынок находится лишь в фазе консолидации на фоне «бычьего» тренда. При существующих условиях тот факт, что CWC остается в умеренно перекупленной области, следует рассматривать лишь как знак устойчивого давления со стороны покупателей.



Илл. 115. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 27 июня 2003 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд индекса РТС остается «бычьим» с декабря 2002 г.

Долгосрочный тренд в динамике РТС остается бычьим с декабря 2002 г. Об этом говорит медленная адаптивная линия тренда (ATL), которая преодолела свое «дно» в октябре 2002 г. и пересекла медленную АМА в декабре 2002 г. (см. Илл. 116). Пересечение этих двух линий мы считаем точкой поворота тренда. Все технические индикаторы в верхней части Илл. 116 в настоящее время движутся вверх, что указывает на устойчивый «бычий» тренд.

Как быстрый, так и медленный моменты возрастают в зоне положительных значений

Медленный момент в средней части Илл. 116 давно имеет восходящий тренд в зоне положительных значений, что указывает на устойчивый спрос со стороны инвесторов. Линия быстрого момента преодолела локальный минимум в зоне положительных значений вблизи нулевого уровня и возобновила подъем, что говорит о происходящем ускорении роста.

Наблюдается вырождение долгосрочного составного волнового цикла

Долгосрочный составной волновой цикл находится в фазе коррекции, что привело лишь к временному снижению быстрой ATL. Мы наблюдаем явное замедление долгосрочного CWC, что предполагает «угасание» («вырождение») долгосрочных циклов на РТС. Иными словами, в настоящее время динамика индекса РТС определяется исключительно влиянием трендовой составляющей процесса. При этом продолжается уменьшение волатильности долгосрочного CWC (уровень «сигма»).



Илл. 116. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 27 июня 2003 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Уровни поддержки и сопротивлений

Психологически важный уровень сопротивления на РТС равен 506,36

Наиболее значимые уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл. 113 и Илл. 114. Психологически важный уровень сопротивления задан достигнутым на 17 июня дневным максимумом 506,36. Основной уровень долгосрочной поддержки составляет 403.

Потенциал роста

Мы ожидаем, что в течение нескольких дней индекс РТС должен вернуться к 500, а в июле будет тестировать 527

В свете приведенных выше технических факторов и рыночных тенденций, мы делаем следующее заключение.

1. Как мы и ожидали, в июне Индекс РТС продолжил консолидацию вблизи отметки 500, но пока не смог пробиться выше уровня закрытия конца июля 1997 года (по состоянию на 30 июня). Тем не менее, мы не изменили нашу «бычью» позицию и ожидаем, что Индекс РТС достигнет нашего технического расчетного уровня 558 в течение нескольких месяцев, поскольку долгосрочный тренд остается «бычьим». Наиболее оптимистичный сценарий предполагает рост индекса РТС до нашего долгосрочного технического расчетного уровня 558 еще до конца этого года.
2. Краткосрочный тренд на РТС вновь стал «бычьим». В настоящее время Индекс РТС совершает колебания внутри нового восходящего торгового канала, который нацелен выше психологически важного уровня выше 507. Поэтому мы полагаем, что в ближайшие несколько дней индекс РТС поднимется выше отметки 500, а в июле будет тес-



***Мы вновь рекомендуем
ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ
ПОЗИЦИИ при долго-
срочном техническом
расчетном уровне ин-
декса РТС 550-560***

тировать 527. Прыжок через планку на уровне 507 сопровождается растущим ценовым пробелом.

3. Мы повторяем нашу рекомендацию: **ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** при техническом расчетном уровне индекса РТС в диапазоне 550-560.
4. После возможного тестирования обозначенного нами ближайшего технического расчетного уровня 527 в июле может наступить фаза глубокой и продолжительной коррекции в сторону понижения на РТС, которая, в свою очередь, может отложить новую волну роста к 560 до осени.

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

Метью Томас, Сергей Глазер CFA,
Константин Резников, Анна Бутенко
Наталия Орлова
Андрей Богданов, Елена Роговина
Максим Матвеев CFA, Павел Соколов,
Наталия 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
Переводчик

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 Шашаров
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, 2002 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, 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.