



Апрель: Принесёт ли война финансовые трофеи?

2 апреля 2003 г.

www.alfabank.ru

Москва

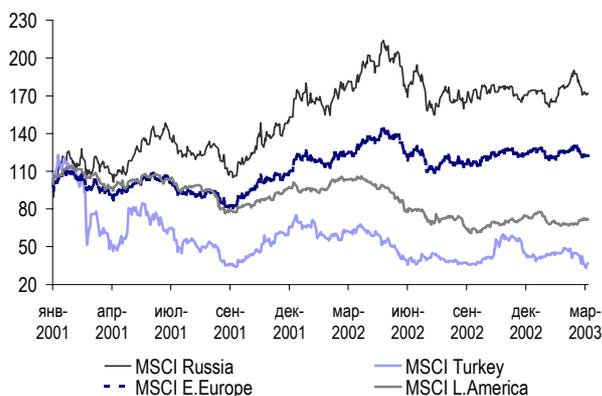
Тема: Налоговую реформу сдерживают соображения бюджетной политики

- Война не прояснила перспективы динамики нефтяных цен. Можно ожидать, что при более высокой цене на нефть шансов на проведение налоговой реформы становится больше**
 С началом войны в Ираке исчезла опасность резкого падения цен на нефть в самом ближайшем будущем (ниже \$18 за баррель), но сохранилась неясность перспектив в долгосрочном плане. Мы сохраняем наш прогноз цены Urals на 2003 г. на уровне \$22,5 за баррель.
- Сокращение налогов на ФОТ и НДС могут привести к ослаблению сильной зависимости промышленного роста от нефтяного сектора (в настоящее время 60%)**
 Мы полагаем, что отсрочки в проведении налоговой реформы вызваны противоречивым характером целей бюджетной политики. Хотя сокращение налога на прибыль может быть менее болезненным для бюджета, оно вряд ли изменит структуру ВВП, поскольку в выигрыше окажутся главным образом компании-экспортеры.
- Начало войны в Ираке заставило инвесторов на время выйти из игры. Завершение конфликта будет способствовать резкому росту котировок акций развивающихся рынков.**
 Инвесторы будут занимать осторожную позицию до тех пор, пока последствия войны не станут более ясными. После того, как глобальные рынки стабилизируются, на фондовых рынках развивающихся экономик произойдет мощное ценовое ралли.
- Значимость России как поставщика нефти, не входящего в ОПЕК, увеличивается; в ближайшие годы акции нефтяных компаний будут иметь большой потенциал роста**
 Статистика демонстрирует возрастающую роль России как поставщика нефти за пределами картеля ОПЕК. Акции российских нефтяных компаний обещают в ближайшие годы весьма существенный рост котировок, особенно по мере того, как к концу текущего десятилетия откроются новые маршруты экспорта нефти.

Портфельные рекомендации

Корпоративные облигации	Газпром-2013, МТС-2008, Альфа-Банк-2005
Внутренняя тема	Голден Телеком, МТС, Вымпелом, УралСИ, Сибирь Телеком
Крупные НГ компании	ЛУКОЙЛ, Юкос, Газпром
Второй эшелон	Уфанефтехим, Удмуртнефть, Выксунский МЗ
Реструктуризация	Сбербанк (и Газпром)
Международная	Норильский Никель (и крупные НГ компании)

Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, РТС

Последние публикации

- Вымпелком в 4 кв. 2002 г.: падение основных показателей из-за низкого \$12 ARPU в регионах**
Андрей Богданов, Елена Роговина Март 28, 2003
- ВБД 2002: 22%-ный рост ценой рентабельности**
Александр Свинов Март 20, 2003
- В 2003 г. дополнительная прибыль Сбербанка составит \$445 млн.**
Наталья Орлова Март 19, 2003
- Нефть и война: мифы и реальность**
Константин Резников Март 18, 2003
- Сибнефть устанавливает новый рекорд**
Константин Резников, Анна Бутенко Март 14, 2003
- Вимм-Билль-Данн: прогноз результатов за 2002**
Александр Свинов Март 14, 2003
- Вимм-Билль-Данн: удобный момент для покупки**
Александр Свинов Март 12, 2003
- Выбор маршрута трубопроводов в целях решения проблем нефтяного экспорта**
Константин Резников, Анна Бутенко Март 11, 2003
- Правительство после выборов продолжит реформы**
Наталья Орлова Март 3, 2003
- Нефтяная политика России: последний рубеж**
Кристофер Уифер Февраль 27, 2003 г.

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

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку.....	3
Россия занимает выгодную позицию.....	3
Налоговую реформу сдерживают соображения бюджетной политики	12
Снижение темпов роста капиталовложений до 2,6% вызывает озабоченность	12
Доля экспортных отраслей (60%) в обеспечении промышленного роста должна сократиться	13
Динамика и оценка акций.....	15
Графики	18
Календарь событий	20
Экономика и политика.....	21
Новости компаний и отраслей	24
Нефть и газ	24
Телекомы	30
Металлургия.....	34
Машиностроение	36
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	38
Банковский сектор	41
Рынок облигаций	44
Технический анализ	46
Индекс РТС: равновесный уровень находится вблизи 350	46



Кристофер Уифер
(7095) 970-5081

Комментарии по рынку

Россия занимает выгодную позицию

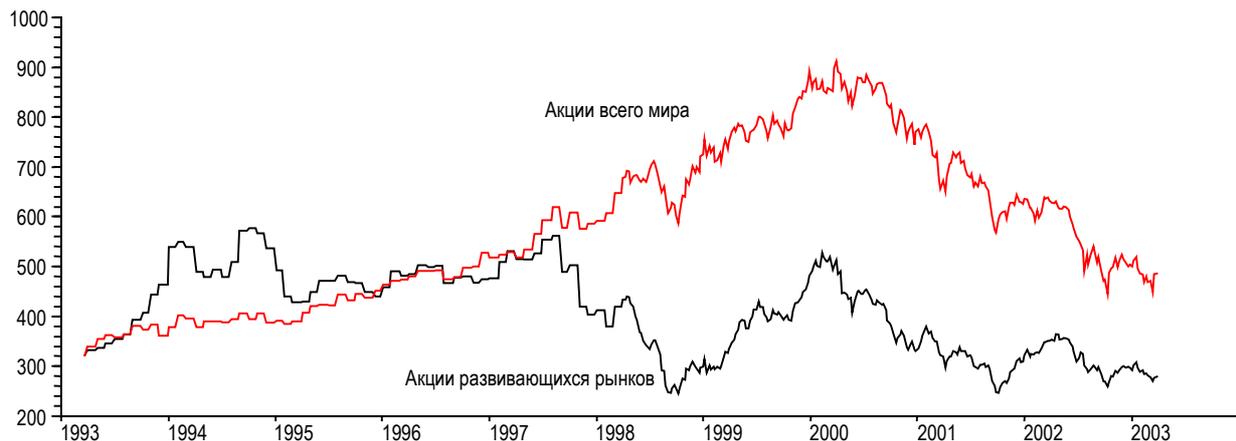
Несмотря на промедление и растущие трудности в ведении войны, остается надежда на ее быстрый исход и на улучшение настроений инвестиционного сообщества

Медвежья фаза на фондовых рынках развивающихся экономик продлилась дольше, чем на рынках развитых экономик

Поскольку война в Ираке затягивается, то неудивительно, что большинство инвесторов решили остаться в стороне до тех пор, пока не появится некоторая определенность. Пока же остается надежда на то, что хотя война и потребует большего времени для своего завершения, она окончится без каких-либо крупных катастроф, и это позволит вернуть позитивный настрой потребителю, промышленному и инвестиционному рынкам в мировом масштабе. Это, в свою очередь, положит конец трехлетнему медвежьему тренду на фондовых рынках развитых стран.

Что касается развивающихся экономик, то здесь медвежий рынок акций господствовал намного дольше, начавшись с середины 1997 г. (девальвацией тайского бата). С тех пор этот класс активов, несмотря на мощное ралли 1999 г., привлек весьма незначительный приток ликвидных средств. Упомянутое ралли (свыше 100%) в 1999 г. – хороший индикатор того, чего следует ожидать, как только инвестиционные настроения переменятся. Следующее ралли на развивающихся фондовых рынках должно стать, по меньшей мере, столь же значительным.

Илл. 1. Акции всего мира и акции развивающихся рынков



Источник: DATASTREAM

Оптимистический взгляд на акции развивающихся рынков имеет под собой следующие основания:

«Отскок» котировок, когда он произойдет, будет значительным и приведет к резкой коррекции цен

После кризиса 1997 г. почти все отрасли промышленности и инвестиционная среда претерпели радикальную реструктуризацию. Это особенно справедливо в отношении банковского сектора, но ряд значительных улучшений в вопросах корпоративного управления и прозрачности компаний произошел и во всей экономике.

Акции развивающихся рынков оцениваются гораздо дешевле, чем их эквиваленты на развитых рынках

Котировки акций развивающихся рынков находятся в нижней части своего исторического диапазона. В основном они дешевы – как в абсолютном выражении (в отличие от большинства акций развитых рынков, которые, в крайнем случае, торгуются по справедливой цене), так и с учетом ожидаемого «отскока» экономических показателей и уровней доходности.

«Отскок» экономики произойдет быстрее и будет выражен ярче

Как только в мире восстановится чувство уверенности, экономики развивающихся стран, особенно в Азии, продемонстрируют более быстрый



подъем, нежели прочие государства. Это приведет к ускорению относительного роста доходов и станет мощным стимулом повышения цен активов.

Глобальные инвестиционные фонды недооценивают бумаги развивающихся рынков

Обычно глобальные инвестиционные фонды недооценивают этот класс активов. В 1998 и 1999 гг. многие фонды изменили в своих портфелях долю акций, входящих в NASDAQ, уравневав это заниженными активами развивающихся рынков. На Илл. 2 показано, что акции развивающихся рынков и акции, входящие в NASDAQ, считались инструментами, имеющими один и тот же уровень риска. Если стимулом для ралли акций технологических компаний была глобальная ликвидность, то ралли ценных бумаг развивающихся рынков, как правило, обеспечивалось их отечественной ликвидностью. Сейчас можно ожидать, что такая корреляция между NASDAQ и развивающимися рынками больше не повторится, так как акции NASDAQ теперь определённо имеют другую структуру риска и характеристики роста, отличные от характеристик активов развивающихся рынков.

Илл. 2. Акции развивающихся рынков и NASDAQ



Источник: DATASTREAM

Ралли на развивающихся рынках произойдет лишь тогда, когда прекратится падение на развитых рынках

Путем исторического сопоставления мы обнаруживаем, что ралли акций развивающихся рынков никогда не происходит на фоне понижающегося тренда на глобальных фондовых рынках. Несмотря на то, что акции развивающихся рынков оцениваются как дешевые и перспективные для роста, ожидаемое ралли этих активов не начнется до тех пор, пока не наступит стабильность в США и на других важнейших фондовых рынках.

Сегодня Россия стала частью сообщества развивающихся рынков

Россия – часть мира развивающихся экономик и должна воспользоваться выгодами от все более масштабного притока капиталов в инструменты развивающихся рынков и от роста фондовых коэффициентов. Поскольку отношение мирового инвестиционного сообщества к России все еще формируется с учетом нефтяных цен, то послевоенный избыток предложения нефти приведет к отсрочке участия России в ралли акций развивающихся рынков. Если наш инвестиционный прогноз на текущий год оправдается, то во второй половине года российские акции ожидает мощный рост котировок.

Ожидается, что, несмотря на отсутствие исторической корреляции с акциями развивающихся рынков, таковая возникнет в будущем

Как видно из Илл. 3, индекс РТС до сих пор имел весьма малую корреляцию с активами развивающихся рынков – за исключением 1998 г., когда Россия считалась страной с рисками того же уровня, что и риски развивающихся экономик. По мере того, как ее экономика выходит из кризиса, инвесторы начинают смотреть на Россию как на страну с понижающимся суверенным риском, что обеспечивает широкое восстановление цен ее активов – настолько, что с учетом текущей доходности они теперь торгуются с маленьким дисконтом к бумагам сопоставимой группы. Вероятно, что впредь российские акции будут иметь более тесную корреляцию с активами развивающихся рынков, по крайней мере, до тех пор, пока не



Более тесная корреляция имеется с ценами на нефть, но она уменьшится, если эти цены войдут в более узкий коридор, близкий к долгосрочным средним значениям

Курс акций нефтяных компаний в январе-феврале не последовал вверх за ценой нефти – по причине политических и экономических рисков

В свете ожидаемого ралли акций развивающихся рынков российские активы выглядят многообещающе

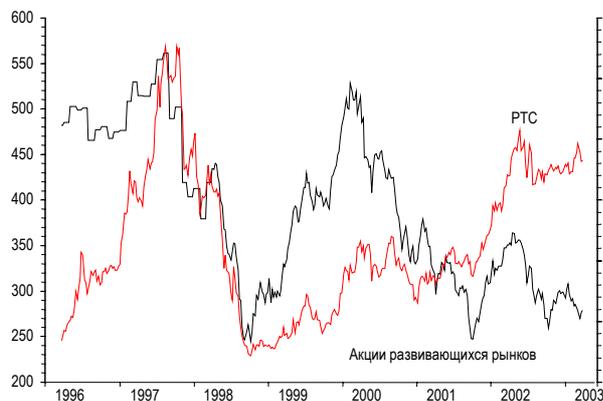
станет возможным закладывать в цену акций составляющую экономической реформы.

Илл. 4 показывает гораздо более тесную корреляцию между ценами на нефть и индексом РТС, что вовсе не удивительно, учитывая, что доля нефтяных акций в индексе РТС равна 50%. Резкие колебания этих цен будут и впредь воздействовать на инвестиционные настроения – до тех пор, пока экономика и фондовый рынок не преодолеют свою зависимость от нефтяных доходов. Несмотря на перспективу корреляции цен на основе послевоенного возобновления поставок нефти (даже независимо от таких факторов, как нанесенный войной ущерб или события в Нигерии и Венесуэле!), форвардная цена должна будет установиться на уровне, близком к долгосрочному среднему значению (по причинам, изложенным нами в предыдущих отчетах).

Тот факт, что нигде в мире не случилось ралли акций нефтяных компаний на фоне пиковых значений цен на нефть в январе-феврале, имеет простое объяснение. Если нефтяным трейдерам необходимо было подготовиться к нарушению поставок сырья, то инвесторы в акции нефтяных компаний рассматривают этот небольшой пик цен как неустойчивый и чреватый не только политическими рисками (например, неожиданным введением новых налогов), но и экономическими (например, все возрастающей заменой нефти альтернативными видами топлива и ростом природоохранных настроений). Динамика нефтяных акций никогда не бывает положительной в период, когда цена на нефть находится в диапазоне, который считается неустойчивым.

С учетом сказанного мы в данных условиях видим веские основания для роста стоимости российских нефтяных активов, для дальнейшей стабилизации и укрепления макроэкономической среды, а также для участия российских акций (за пределами нефтяного сектора) в ожидаемом ралли развивающихся рынков.

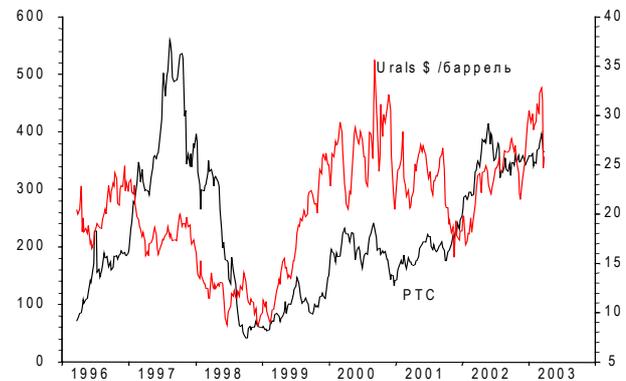
Илл. 3. Акции развивающихся рынков и РТС



Источник: DATASTREAM

Чтобы российские активы смогли вновь превзойти рынок, инвесторы должны увидеть результаты реформ

Илл. 4. РТС и цена нефти Urals \$ /баррель



Источник: DATASTREAM

Теоретически, где-то в конце 2004 г. или в 2005 г., по мере выравнивания ралли на развивающихся рынках, российские активы смогут получить новый импульс роста – в виде расширения экономики (зависящего, в свою очередь, от роста инвестиций, который последует в итоге успешных реформ), а также в виде увеличения доходности и повышения рейтинговых коэффициентов.



Нефть, как решающий краткосрочный катализатор динамики акций, останется важным фактором даже в случае успешного осуществления реформ

К 2010 г. экспорт нефти из России вырастет почти до 7,0 млн. барр. в день, т.е. составит свыше трети экспортных поставок из стран, не входящих в ОПЕК

Рост нефтедобычи стал сегодня предметом политической игры

Нефть: только факты

Все сказанное означает, что тренд нефтяной цены в кратко- и среднесрочной перспективе будет решающим для доходности инвестиций в российские активы. Хотя мы ожидаем, что в течение года воздействие этого фактора будет снижаться по мере того, как начнут преобладать альтернативные факторы (т.е. в зависимости от последствий войны), растущая роль России как поставщика нефти останется важным обстоятельством.

Таким образом, пока инвесторы следят за ходом войны по телевизору и надеются на ее «успешное» завершение, нам представляется своевременным осветить позицию и репутацию России в мировом нефтяном сообществе.

Статус России в нефтяном сообществе

К 2010 г. экспорт нефти из России достигнет уровня в 7,0 млн. баррелей в день, или (на тот момент) 10% совокупного мирового экспорта. Еще важнее то, что в случае сохранения неизменной структуры ОПЕК и при ожидаемом росте нефтяного экспорта из Ирака в среднем темпе, экспорт нефти из России будет к тому моменту составлять 35% суммарного экспорта из стран, не входящих в ОПЕК.

Этого простого факта достаточно, чтобы Россия наверняка смогла:

- сохранить за собой место среди держав, решающих вопросы мировой политики, т.е. место, которое ранее автоматически принадлежало ей в силу российской военной мощи;
- продолжить интеграцию в мировую экономику в качестве полноправного партнера;
- занять уникальное стратегическое положение, как в географическом, так и в экономическом смысле, между тремя силами (энергетически зависимые экономики развитых стран; быстро растущие и еще более зависимые от энергоносителей экономики Азии; чувствительные к колебаниям цен на нефть страны-члены ОПЕК);
- привлечь стойкий интерес стратегических и портфельных инвесторов к своим недооцененным (относительно среднеотраслевых значений мирового уровня), но потенциально дорогостоящим нефтяным активам;
- исключить на будущее любую возможность повторения бюджетного дефицита, подобного тому, с которым страна столкнулась в 1998 г.

Восстановление уровня нефтедобычи, необходимого для поддержания планового среднесуточного объема экспорта – задача не из легких. В практическом плане это – вопрос денег и использования современных технологий. В политическом плане – вопрос о том, как согласовать различные факторы: стремления стран-потребителей нефти, все более обеспокоенных своей зависимостью от поставок с Ближнего Востока, требования агрессивно развивающихся российских нефтяных компаний и широко понимаемые экономические приоритеты правительства РФ.

Сегодня в России ведутся острые споры по поводу экономических приоритетов, причем нефтяные компании стремятся закрепить достигнутые в последнее время темпы роста добычи и экспорта. В то же время для достижения этих целей им необходимо сотрудничать с Правительством, которое контролирует сеть нефтепроводов. В последние три года правительство Путина поощряло быстрый рост добычи нефти как средство сокращения зависимости экономики от нефтяных цен – зависимости, став-

* суточный мировой экспорт – чистый совокупный объем нефти, проданной добывающими странами сверх их собственных потребностей



шей одной из главных причин кризиса 1998 г. Готовясь к осуществлению своего долгосрочного экономического плана, правительство РФ стремились создать над федеральным бюджетом «зонтик безопасности».

В основе объявленного «плана» – энергичное продвижение реформ, призванных затем облегчить рост инвестиций в широкие сферы экономики. Цель этого – достичь планируемого ежегодного роста в 6-8% и сделать экономическую структуру менее зависимой от нефти. Ожидается, что «осуществление реформ» войдет в более активную фазу после президентских выборов в марте 2004 г. Множатся свидетельства того, что правительственная команда, приверженная долгосрочному росту добывающих отраслей, собирается применить собственную стратегию развития нефтепроводной сети. Эта стратегия должна будет к 2010 г. обеспечить экспорт 7,0 млн. барр. нефти, но предполагает введение пропускных мощностей примерно на два года позже, чем того хотелось бы нефтедобывающим компаниям.

Так или иначе, нефтепроводы к 2010 г. будут построены, это – лишь вопрос выбора момента

В 1988 г. Россия была первой по добыче нефти, но использовала большую ее часть на внутреннем рынке

В начале 1990-х гг. добыча и экспорт нефти резко упали, причиной чему было пренебрежение нуждами отрасли и низкий уровень капитальных затрат

В последние три года тенденция поменялась – благодаря смене приоритетов и росту цены на нефть

Независимо от того, произойдет ли в течение двух-трех лет замедление, или отрасль продолжит развитие нынешним темпом, добыча нефти в России к концу нынешнего десятилетия, по расчетам, достигнет 11,2 млн. барр. в день, или 10,2% совокупного мирового объема.

Тенденции в добыче нефти

В последние годы существования советской власти Россия была крупнейшей в мире нефтедобывающей страной (см. Илл. 5). В 1988 г. она производила 11,1 млн. барр. в день, или 16,8% мирового суточного объема добычи. Впрочем, Россия не имела столь же доминирующего положения на экспортном рынке, так как большая часть добытой нефти использовалась внутри страны (часто довольно неэффективно). В 1988 г. экспорт российской нефти составлял, в среднем, 3,2 млн. баррелей в день, или 14,3% совокупного мирового экспорта*.

В течение первых восьми лет существования новой России стимулов совершенствовать отрасль, или хотя бы поддерживать имеющиеся мощности было крайне мало, причем отраслевые денежные потоки нередко шли на нецелевые нужды. К 1998 г., когда произошел дефолт, добыча нефти упала ниже 50% от пикового уровня добычи в 80-е гг. В 1998 г. суточная добыча в среднем достигала 6,1 млн. барр., или 8,3% суммарной мировой добычи. Еще важнее то, что экспорт упал на треть – до 2,5 млн. барр. в день, или только 7,9% суточного мирового объема экспорта нефти.

За истекшие три года совпадение таких факторов, как возникновение новых структур собственности в нефтедобывающих компаниях (созданных и консолидированных в последние годы президентства Ельцина), а также повышение цены на нефть, обеспечило отрасли существенное увеличение капитальных расходов. В результате сегодня добыча нефти в России достигла 8,1 млн. барр. в день, или 10,5% совокупного мирового объема добычи. Рост экспорта происходит более быстрыми темпами – по мере того, как в экономике России продолжает преодолеваться унаследованная от советской эпохи неэффективность использования нефти. Сегодня экспорт нефти из страны составляет, в среднем, около 4,0 млн. баррелей в день, или 11,0% суммарного мирового экспорта.

Илл. 5. Первая десятка добывающих и экспортирующих стран мира, млн. баррелей нефти в день

Страна	Добыча				Экспорт			
	Текущая (% от мировой)		1988	(%)	Текущий (% от мирового)		1988	(%)
Саудовская Аравия	9,0*	11,7%	5,1	7,7%	8,0*	21,9%	4,4	19,7%
Россия	8,1	10,5%	11,1	16,8%	4,0	11,2%	3,2	14,3%
США	8,1	10,5%	9,2	13,9%	0,0+	0,0	0,0	0,0
Иран	3,7	4,8%	2,5	3,8%	2,6	7,1%	1,7	7,6%
Мексика	3,6	4,7%	2,9	4,4%	1,8	4,9%	1,6	7,2%
Китай	3,4	4,4%	2,8	4,2%	0,0+	0,0	0,0	0,0
Норвегия	3,3	4,3%	1,6	2,4%	3,0	8,5%	1,7	7,6%
Канада	2,9	3,8%	2,0	3,0%	1,0	2,7%	0,3	1,3%
Великобритания	2,6	3,6%	1,9	2,9%	1,0	2,2%	0,2	0,9%
Венесуэла	2,5**	3,2%	1,6	2,4%	2,0**	5,5%	1,2	5,4%
Ирак	2,5***	3,2%	2,7	4,1%	2,0***	5,5%	2,4	10,8%
Всего	77,0		66,1		36,5		22,3	
Всего ОПЕК	28,0	36,4%	18,9	28,6%	23,0	63,0%	15,5	69,0%

Источники: ВР, ОПЕК, Международное энергетическое агентство (IEA), оценки Альфа-Банка

Примечания: * Добыча и экспорт для стран-членов ОПЕК взяты как средняя величина, с начала года

** Добыча и экспорт для Венесуэлы – по последним данным после забастовки

*** Данные по Ираку – за февраль 2003 г.

+ нетто-импортер

Илл. 6. Российская добыча и экспорт нефти (без стран СНГ)

	1988	1990	1994	1998	2000	2002	2003	2005	2008	2010
Добыча, млн. баррелей в день	11,1	10,0	6,2	6,1	6,5	7,6	8,4	9,2	10,3	11,2
В % от общемировой	16,8	15,1	9,0	8,3	8,6	9,8	10,7	10,7	10,3	10,2
Экспорт, млн. баррелей в день	3,2	3,0	2,4	2,5	2,9	3,7	4,4	5,3	6,2	7,0
В % от ее добычи нефти	28,8	30,0	38,7	41,0	44,6	48,7	52,4	57,6	60,2	62,5
В % от мирового экспорта	14,3	12,4	8,6	7,9	8,6	10,4	11,2	11,6	10,5	10,0

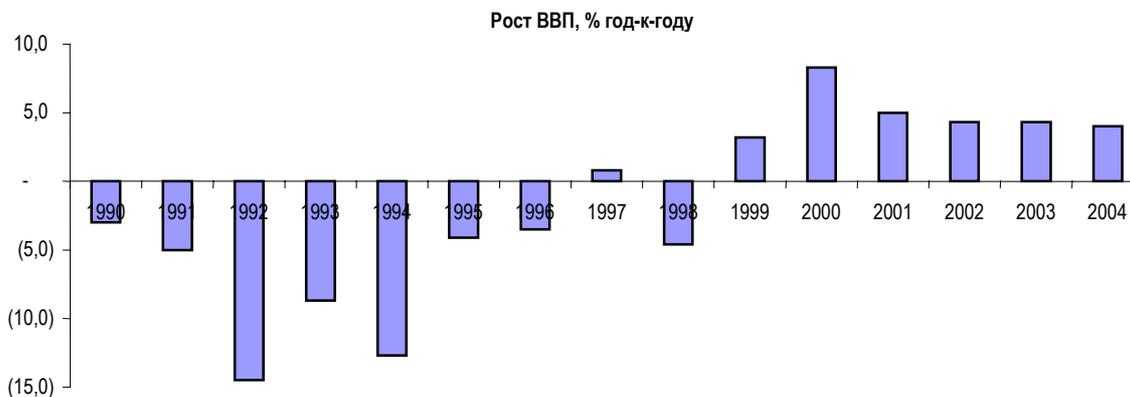
Источники: Международное энергетическое агентство, Государственный таможенный комитет РФ, Госкомстат, оценка Альфа-Банка

Примечание: предполагается, что после 2003 г. произойдет возврат к «нормальным» темпам роста годового спроса на нефть, без какого-либо исключительного увеличения поставок в страны, являющиеся «главными нетто-потребителями»

Нефть и экономика

2003 г. будет пятым подряд годом реально-го роста ВВП

2003 г. должен стать пятым по счету годом реального прироста ВВП в России. Восстановление экономики после кризиса 1998 г. объясняется сочетанием нескольких факторов: ралли нефтяных цен, выгоды от девальвации рубля; повышение производительности. В последние 3 года благодаря высоким нефтяным доходам происходит повышение реального курса рубля к доллару США, что негативно сказывается на конкурентоспособности производящих и обрабатывающих отраслей. Между тем, инвестиционные потоки, необходимые для подъема производительности, пока сильно не увеличиваются.

Илл. 7. Рост ВВП, в %, в годовом исчислении


Источники: Госкомстат, оценки Альфа-Банка



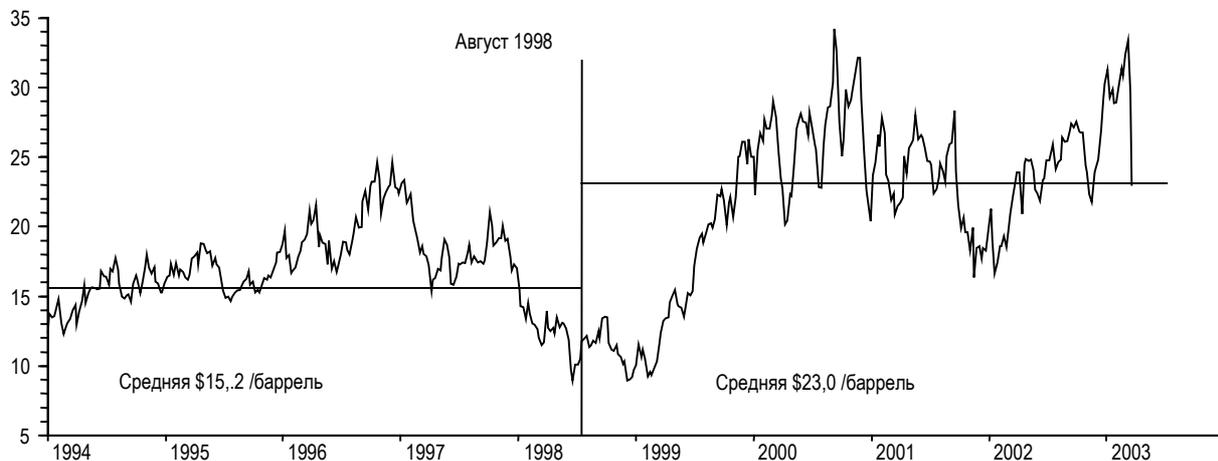
Восстановление произошло во многом благодаря нефтяному сектору, но сейчас развиваются другие отрасли

После кризиса и в период роста российского экспорта цена сорта Urals достигла \$23,5 за баррель

Рост экономики после 1998 г. стал во многом результатом высокого уровня средних цен нефтяного экспорта и быстрорастущих экспортных объемов. Косвенным образом, находящаяся в обращении наличность (как следствие притока нефтедолларов) и рост уверенности потребителей и производителей (в результате позитивных макроэкономических тенденций) вызвали подъем в других отраслях экономики, особенно связанных с оказанием услуг и с конечным потреблением.

За пять лет, предшествовавших кризису 1998 г., экспорт нефти, в среднем, составлял около 2,5 млн. барр. в день, тогда как средняя цена сорта Urals была \$15,2 за баррель. За пять лет, прошедших с тех пор, экспорт вырос до уровня 4 млн. баррелей в день, а цена сорта Urals достигла \$23,0 за баррель. В 1998 г. экспортные доходы нефтегазового сектора достигали почти \$20 млрд., или 26% от суммарного объема того года, в то время как в 2002 г. этот показатель вырос до \$42 млрд., составив 40% совокупного экспорта. Аналогичным образом, в прошлом году доля суммарных налоговых платежей нефтегазового сектора выросла до 38% (\$21 млрд.).

Илл. 8. Динамика цены сорта Urals и ее среднее значение



Источник: DATASTREAM

Для того, чтобы сбалансировать бюджет текущего года, достаточен уровень цены нефти сорта Urals в \$16 за баррель (с начала года эта цена, в среднем, равнялась \$29,8 за баррель), тогда как в 1998 г. для этого требовалась цена \$26 за баррель

Долгосрочный план Правительства состоит в том, чтобы ускорить и поддерживать реальный рост ВВП на уровне 6-8% в год путем поощрения инвестиций в экономику за пределами добывающего сектора. Есть надежда, что это будет достигнуто за счет последовательного проведения структурных реформ, которые – в виде законопроектов – предложены на рассмотрение парламенту. В то же время, хотя экономика все еще зависит от доходов нефтегазового сектора, общий ее рост и бюджетные поступления не страдают более от колебаний цен на нефть в той мере, в какой это было в 1998 г. Политика поощрения роста добычи и экспорта нефти, бывшая главной задачей нового правительства в 2000 г., принесла свои плоды. Благодаря этой политике произошло снижение критического порога цены сорта Urals (необходимого для того, чтобы сбалансировать бюджет РФ) с \$26,0 за баррель в 1998 г. (в тот год она в действительности оказалась лишь \$11,9 за баррель) до \$16,0 за баррель в текущем году.

**Структура нефтедобывающей отрасли России**

Крупнейшей нефтедобывающей компанией в стране является ЛУКОЙЛ, однако, ускоренный темп роста Юкоса означает, что скоро именно он выйдет на первое место

Экспорт нефти из России регулируется системой квот, распределяемых Транснефтью (государственная компания – оператор нефтепроводной сети). Некоторые нефтедобывающие компании смогли увеличить долю экспорта добытой нефти, используя альтернативные средства доставки, такие как нефтеналивные речные суда и железнодорожные цистерны. Сегодня эти средства почти исчерпаны, и поскольку будущий рост добычи максимально зависит от возможности экспорта дополнительно добытой нефти, исход текущих споров о стратегии развития нефтепроводов определит будущий темп роста нефтедобычи в России, особенно в ближайшие 2-4 года.

Илл. 9. Российский нефтяной сектор

	Запасы* млн. барр.	Добыча* '000 барр./день	Рост 2001/02 гг.	Экспорт* '000 барр./день	Экспорт в % от добычи
ЛУКОЙЛ	16 652	1 600	2,2%	701	42,9%
Юкос	13 375	1 400	20,5%	1 008	60,7%
ТНК-ВР	9 892	1075	8,1%	461	42,9%
Сургутнефтегаз	8 751	985	11,7%	580	55,0%
Татнефть	5 455	495	0,0%	203	40,6%
Сибнефть	4 646	525	27,4%	230	35,0%
Славнефть**	3 633	293	8,7%	200	60,0%
Прочие	30 590	1 552	3,7%	422	27,2%
Всего по России	91 000	7 600	9,1%	3 700	48,6%

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Примечания: * все цифры основаны на отчетах за 2002 г.; ** Славнефтью совместно владеют компании Сибнефть и ТНК

Российская нефтяная отрасль в мировом контексте

Россия обладает 8% мировых запасов нефти, но при этом ее доля в запасах за пределами стран ОПЕК и Северной Америки составляет свыше 40%

Рост капитальных затрат и внедрение новых технологий, отвечающих мировым стандартам, позволили России увеличить запасы нефти до нынешнего уровня 90 млрд. барр., из которых 60 млрд. барр. (или 67% от суммарных запасов) приходится на долю шести крупнейших нефтедобывающих компаний.

По данным BP Statistical Review (т.е., исходя из совокупных мировых запасов в 1.100 млрд. баррелей), доля России в этом объеме сегодня оценивается всего в 8% (на долю стран-членов ОПЕК приходится, в сумме, 74%), однако это составляет 41% всех запасов за пределами стран ОПЕК и Северной Америки.

Илл. 10. Первая десятка стран с крупнейшими запасами нефти (млрд. баррелей)

Саудовская Аравия	261,8	23,8% от объема мировых запасов
Ирак	112,5	10,2%
ОАЭ	97,8	8,9%
Кувейт	96,5	8,8%
Россия	91,0	8,2%
Иран	90,0	8,1%
Венесуэла	77,5	7,0%
США	30,4	2,8%
Ливия	29,5	2,7%
Мексика	27,0	2,5%

Источники: BP, ОПЕК, отчеты компаний



Крупнейшие нефтедобывающие компании

Илл. 11. Десять крупнейших нефтедобывающих компаний мира

	Запасы <i>mln bbl</i>	Стоимость запасов <i>p/bbl</i>	Добыча <i>'000 bbl/d</i>	Коэффициент добычи
Exxon	21 553	11,1	2 463	4,2%
PetroChina	17 452	2,1	2 090	4,4%
LUKoil	16 653	0,7	1 600	3,5%
BP Amoco*	14 943	10,1	1 646	4,0%
Yukos	13 375	1,6	1 400	3,8%
Chevron Texaco	12 015	5,8	1 956	5,9%
TotalFinaElf	10 840	8,3	1 455	4,9%
TNK-BP	9 488	1,8	1 100	4,2%
Royal Dutch Shell	9 469	6,5	2 220	8,6%
Petrobras	9 376	1,7	1 331	5,2%

Источник: отчеты компаний

Примечание: * исключая долю BP (50%) в компании TNK

В настоящее время компания Сибнефть по запасам оценивается на уровне \$2,2 за баррель, а Татнефть – по \$0,35 за баррель. Вместе Сибнефть и TNK заплатили за расчетные запасы Славнефти по \$0,70 за баррель, а недавняя сделка BP/TNK предполагает стоимость запасов вновь созданной компании на уровне \$1,80 за баррель.

Российские нефтедобывающие компании будут, в конце концов, оцениваться как крупнейшие мировые экспортные компании

Акции российских нефтяных компаний следует скорее оценивать относительно акций мировых нефтяных гигантов, нежели акций аналогичных компаний развивающихся экономик, поскольку российские компании становятся основными экспортёрами нефти и нефтепродуктов, тогда как нефтедобывающие компании развивающихся стран обычно ограничиваются операциями на своих внутренних рынках.

Помимо того, что активы российских нефтяных компаний оцениваются дешевле акций сопоставимых мировых компаний, коэффициент добычи у первых – ниже среднего мирового. Учитывая возможность увеличения запасов нефти путем применения новых технологий к имеющимся и предполагаемым новым месторождениям, мы ясно видим, что российские нефтяные акции обладают потенциалом долгосрочного роста и значительной доходности инвестиций.



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Налоговую реформу сдерживают соображения бюджетной политики

- Снижение налога на прибыль может обеспечить рост инвестиций на 10-20%, но больше всех от этого выиграют нефтедобывающие компании
- 2 апреля правительство РФ примет решение о сокращении НДС и налога на зарплату, что крайне важно для неэкспортных отраслей
- Экспортные отрасли обеспечивают 60% промышленного роста; ожидается, что налоговое бремя на нефтяной сектор возрастет

Снижение темпов роста капиталовложений до 2,6% вызывает озабоченность

Правительство РФ должно решить, что следует поощрять – инвестиции или спрос

В промышленности текущий уровень инвестиций в 2,6 раз меньше необходимого

Хотя налоговая реформа стоит на повестке дня правительства РФ уже несколько месяцев, приоритеты налоговой политики еще не определены. Недавние предложения можно разделить на две группы, в зависимости от того, нацелены ли они, главным образом, на рост инвестиций или на поощрение конечного спроса.

Главные доводы в пользу стимулирования капиталовложений - сильное замедление прироста инвестиций и запаздывающая модернизация российской промышленности. В 2002 г. общий рост капиталовложений составил лишь 2,6% (по сравнению с 8,7% в 2001 г.). Медленный рост инвестиций грозит увеличением разницы между необходимым и текущим уровнями инвестиций, которая в промышленности на данный момент приближается к значению 2,6. В машиностроении, по официальным прогнозам, этот разрыв достиг критического уровня в 5,9.

Илл. 12. Текущий и необходимый уровни инвестиций, по секторам, \$ млрд

	Годовые инвестиции, по секторам	Необходимые инвестиции, по секторам	Разница между необходимым и текущим уровнями инвестиций
Промышленность	20.4	52.4	2.6
Электроэнергетика	1.6	2.8	1.8
Топливный сектор	10.8	23.1	2.1
Газовая отрасль	2.2	6.5	3.0
Угольная отрасль	0.4	1.1	2.8
Металлургия	2.9	6.2	2.1
Химия	0.8	3.2	4.0
Машиностроение	1.5	8.8	5.9
Пищевая отрасль	1.5	3	2.0

Источник: Центр макроэкономического анализа и краткосрочных прогнозов

80% капзатрат финансируется за счет внутренних ресурсов

Между тем налоговая политика становится все более важной, поскольку большинство российских предприятий по-прежнему лишена доступа к финансовым ресурсам. В России наибольший доступ к ресурсам имеют предприятия газовой и топливной отраслей, которые финансируют из своих внутренних ресурсов только 18% и 67% своих капвложений, соответственно. Они имеют доступ к дешевым источникам международных финансовых ресурсов, а также являются основными заемщиками для отечественных банков. В других секторах использование предприятиями своих внутренних финансовых ресурсов составляет 70-80% (см. Илл. 13).



Илл. 13. Структура инвестиционных расходов

	Инвестиции	Структура	
		Собственные средства как % от совокупных средств	
Промышленность	20.4	100%	72%
Электроэнергетика	1.6	8%	74%
Топливный сектор	10.8	53%	67%
Газовая отрасль	2.2	11%	18%
Угольная отрасль	0.4	2%	83%
Металлургия	2.9	14%	82%
Химия	0.8	4%	83%
Машиностроение	1.5	7%	81%
Пищевая отрасль	1.5	7%	76%

Источник: Центр макроэкономического анализа и краткосрочных прогнозов

Самым эффективным способом увеличить инвестиции служит освобождение бизнеса от налога на прибыль

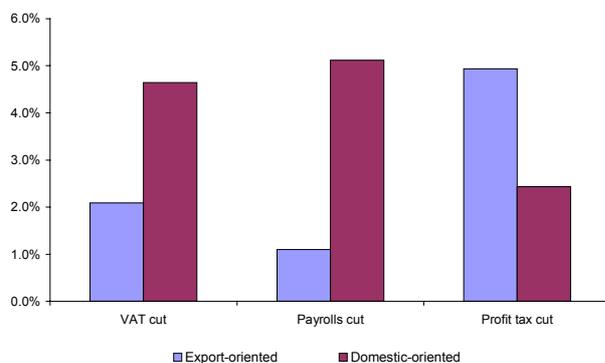
По мнению экспертов правительства, стимулом к росту инвестиций мог бы стать возврат к практике освобождения от уплаты налога на прибыль или сокращение этого налога до уровня 20%. Подсчитано, что в первом случае рост инвестиций составил бы 21% (\$4,3 млрд), а во втором: 8% (\$1,6 млрд). Снижение налога на прибыль пошло бы на пользу, главным образом, добывающим отраслям.

Доля экспортных отраслей (60%) в обеспечении промышленного роста должна сократиться

Сокращение налога на зарплату и НДС снизит бюджетные поступления на \$4,8-5,0 млрд. в год, но стимулирует спрос

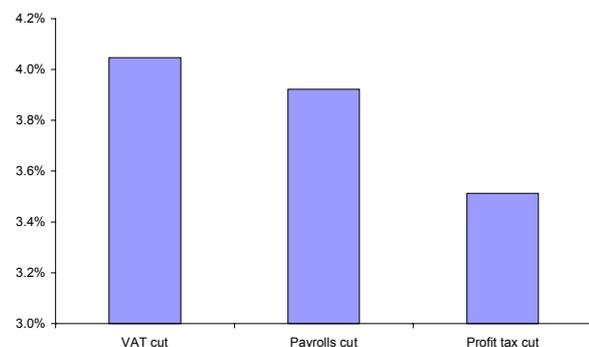
Еще одна цель налоговой реформы – стимулировать рост конечного спроса путем снижения НДС (с 20% до 15-17%) и налога на зарплату (с 36,5% до 30%). Подобное снижение привело бы к сокращению выплат НДС на \$5 млрд., из которых \$3,8 млрд. пришлось бы на налоговые льготы не экспортным отраслям. Снижение налога на зарплату обошлось бы федеральному бюджету примерно в \$4,8 млрд. в год, но способствовало бы созданию спроса на отечественные товары.

Илл. 14. Как сокращение налогов отразится на выручке предприятий (по секторам)



Источники: Министерство экономического развития и торговли, Альфа-Банк

Илл. 15. Как сокращение налогов повлияет на доходы бюджета



Источники: Министерство экономического развития и торговли, Альфа-Банк

Рост инвестиций возможен за счет меньшей утечки капитала и большей отдачи в секторах, где используются природные ресурсы

На наш взгляд, правительству следует предпочесть политике поощрения инвестиций политику стимулирования спроса. Поскольку утечка капитала остается на уровне \$15-20 млрд. в год, то мы полагаем, что низкий темп роста капиталовложений отражает не столько нехватку инвестиционных ресурсов, сколько слабую привлекательность инвестиционной среды. Кроме того, существенные инвестиционные ресурсы можно обеспечить путем подъема эффективности ЖКХ и лучшего тарифного регулирования в электроэнергетическом и газовом секторах. Поэтому мы ожидаем, что 2 апреля правительство выскажется за снижение налога на зарплату.



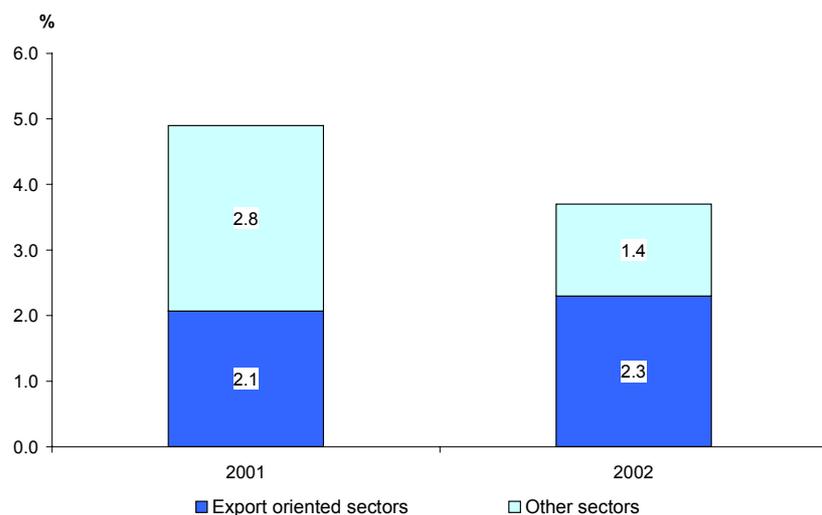
Снижение налога на прибыль обходится бюджетам дешевле, но сокращение НДС и налога на зарплату важно для роста за пределами нефтяного сектора

Если увеличить вклад топливного сектора в бюджет на 2-3% ВВП, то сокращение его расходных статей станет менее резким

Мы полагаем, что задержку в проведении налоговой реформы объясняет конфликт между двумя заявленными правительством целями: оказать поддержку отраслям, ориентированным на внутренний рынок, и при этом не допустить бюджетного дефицита. Для целей бюджетной политики предпочтителен более низкий налог на прибыль, ибо он в наименьшей степени скажется на величине бюджетных поступлений, а его эффект будет ощущаться, главным образом, на региональном уровне. Тем не менее, эта мера не улучшит структуру ВВП, так как служит поддержкой, главным образом, добывающему сектору. С другой стороны, хотя снижение НДС и налога на зарплату будет полезно ориентированным на внутренний рынок отраслям, эта мера одновременно заставит сократить расходы бюджета примерно на 2-3% ВВП.

Одним из способов избежать значительного сокращения бюджетных расходов стало бы увеличение налогообложения топливного сектора. Мы по-прежнему считаем, что единый налог на добычу энергоносителей, вероятно, будет повышен, начиная с 2004 г., и это увеличит бюджетные отчисления топливного сектора (как минимум, с 30% выручки до 40%). По этому сценарию, дополнительный взнос нефтедобывающего сектора в бюджет покрыл бы потерю примерно 2-3% ВВП, вызванную налоговой реформой, что сделало бы сокращение расходных статей бюджета не столь драматичным.

Илл. 16. Вклад экспортных отраслей в промышленный рост, 2001-2002 гг.



Источник: Министерство экономического развития и торговли

Утечка капитала означает, что приток капиталовложений слаб не столько из-за нехватки ресурсов, сколько по причине неблагоприятной инвестиционной среды

Заминка с налоговой реформой и медленное улучшение инвестиционной среды уже привели к усилению роли экспортно-ориентированного сектора в обеспечении промышленного роста. Если в 2001 г. на сектор пришлось 40% роста промышленного производства, то в 2002 г. его вклад достиг 60%. Поскольку годовой прирост промышленности замедлился (с 4,9% в 2001 г. до 3,7% в 2002 г.), мы полагаем, что увеличение роли экспортных отраслей стало итогом сокращения производства, ориентированного на внутренний рынок. Это, в свою очередь, объясняется ростом реального валютного курса, который за последние три года составлял 10% в год.



Динамика и оценка акций

Илл. 17. Динамика АДР, с начала месяца, на 26 марта 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	114A, REG S	10 в 1	1,4	12,1	-1,6	2,1	20,6	10,0	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	55,8	-7,4	-7,4	73,3	52,5	
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	21,3	-1,7	-0,2	25,8	14,0	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	14,9	-6,9	-6,3	23,8	14,3	
Татнефть	2	20 в 1	25,0	16,9	0,4	11,5	18,5	11,1	
Юкос	1	15 в 1	20,0	142,8	-13,2	2,7	172,5	111,0	
Энергетика									
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	4,3	1,8	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	24,6	-4,2	9,5	54,9	19,8	
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	5,3	25,0	72,1	5,5	2,2	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	13,3	1,9	9,1	16,7	7,5	
Телекоммуникации									
ВымпелКом	3	3 в 4	Н/Д	37,6	0,7	17,6	39,8	20,6	
Голден Телеком	3	1 в 1	Н/Д	15,0	12,8	18,6	20,5	10,1	
МТС	3	20 в 1	17,0	41,6	-2,6	12,1	45,0	23,8	
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	6,4	0,0	9,1	8,0	5,0	
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	8,5	2,8	-0,4	7,9	3,2	1,3	
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	8,0	-3,6	11,8	9,9	5,7	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	3,1	-1,3	25,5	3,3	1,4	
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	4,3	8,1	33,3	8,0	2,4	
Прочие сектора									
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	25,4	1,8	26,1	26,8	15,9	
ОМЗ	144A, REG S	1 в 1	21,0	5,9	6,8	3,8	7,1	3,8	
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,1	-3,0	-5,5	5,1	2,0	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	35,0	16,8	-13,5	-6,5	25,0	16,0	
Сан Интербрю В	144A, REG S	1 в 1	32,0	3,3	-16,4	-27,4	7,9	2,9	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 18. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 26 марта 2003 г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD	YTD	Макс.	Мин.			2001П	2002П	2001П	2002П			
		%	%	\$	\$ млн.	\$ млн.	\$					%		
Нефть и Газ														
Газпром	0,809	-2	5	1,132	0,639	8,3	20 537	6,1	5,6	6,5	5,0	1,200	48	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	13,87	-7	-11	18,23	13,77	2,6	11 797	5,6	5,9	3,6	3,7	26,5	91	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	2,175	1	-2	2,245	1,56	0,7	10 312	7,9	9,5	6,8	6,5	3,2	47	ПОКУПАТЬ
Сургутнефтегаз	0,295	-8	-8	0,470	0,29	1,5	7 111	4,4	4,6	2,8	2,8	0,64	117	НАКАПЛИВАТЬ
Татнефть	0,85	1	11	0,908	0,563	0,3	1 923	2,7	3,1	3,0	2,3	0,9	6	ДЕРЖАТЬ
Юкос	9,6	-12	4	11,38	8,02	2,5	20 401	6,5	6,1	5,2	4,5	14,8	54	ПОКУПАТЬ
Petrobras	15,7	10	0	26,9	9,7	4,3	16 352	5,8	7,1	3,6	4,6			
MOL	22,4	6	-1	24,9	17,3	5,0	2 085	Н/З	7,5	22,4	4,8			
PetroChina	0,2	1	6	0,2	0,2	11,1	37 198	6,5	6,8	3,5	3,4			
Среднее								6,2	7,1	9,8	4,3			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,086	-1	7	0,091	0,058	0,0	408	Н/З	Н/Д	Н/З	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Ленэнерго	0,343	5	23	0,490	0,247	0,1	262	7,6	Н/Д	3,3	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Мосэнерго	0,052	22	58	0,053	0,024	1,1	1 456	161,8	Н/Д	5,1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
РАО ЕЭС	0,134	3	2	0,168	0,076	3,4	5 508	4,0	Н/Д	3,5	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
CEZ	3,1	0	0	3,4	2,5	2,6	1 538	5,0	3,5	3,5	3,9			
Sopel	1,8	3	-23	5,0	1,7	0,1	1 275	9,1	13,4	3,9	3,3			
Eletrobras	5,4	10	-22	12,2	4,2	0,8	3 741	11,5	2,7	4,4	7,1			
Среднее								8,6	6,5	3,9	4,8			
Телекомы														
МГТС	7,0	7	9	7,3	6,0	0,0	627	53,2	19,9	5,6	4,1	7,9	13	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	9,5	1	-4	11,1	8,3	3,5	4 293	11,2	7,3	3,5	4,0			
Tele Norte Leste	5,5	9	-3	8,7	4,3	3,6	2 690	24,8	16,4	3,2	3,2			
Среднее								18,0	11,9	3,3	3,6			
Ростелеком	1,320	-3	7	1,660	0,978	0,4	1 202	9,5	10,9	3,4	2,9	1,70	29	НАКАПЛИВАТЬ
Indosat	0,84	-5	-17	1,56	0,69	1,7	877	7,6	6,8	2,6	2,1			
Embratel	1,11	8	-8	3,33	0,54	0,5	344	Н/Д	Н/Д	2,8	2,6			
Среднее								7,6	6,8	2,7	2,4			
Вымпелком	37,6	1	18	39,8	20,6	8,8	2 024	43,0	15,7	15,7	7,3	31,0	22,2	ПОКУПАТЬ
МТС	41,6	-3	12	45,0	23,8	7,9	4 149	20,0	14,1	10,6	6,2	49,0	18	НАКАПЛИВАТЬ
Turkcell	7,750	4	4	8,350	4,250	0,1	632	16,2	12,2	4,8	4,2			
Mobinil	8,1	-16	3	13,2	6,6	0,0	810	6,2	5,3	3,5	4,3			
Среднее								6,2	8,8	4,2	4,3			
Голден Телеком	15,0	13	19	20,5	10,1	0,5	361	Н/Д	12,1	14,2	5,5	26,0	73	ПОКУПАТЬ
Netia	0,7	-1	-18	1,3	0,4	0,1	248	Н/Д	Н/Д	Н/Д	3,1			
Металлургия														
Норильский Никель	24,9	0	23	26,5	16,5	0,5	5 316	11,0	26,8	4,0	7,3	30,0	21	НАКАПЛИВАТЬ
Ampplats	30,1	-17	-25	69,3	29,7	0,4	6 470	6,4	9,0	4,6	4,4			
Inco	18,5	-17	-19	24,7	16,5	1,3	3 388	12,2	Н/З	11,1	9,1			
Implats	48,5	-22	-30	91,0	48,2	0,3	3 225	5,5	5,6	3,7	4,1			
Среднее								8,0	4,8	7,8	6,7			
Северсталь	57,5	-1	16	84,0	47,0	0,0	1 269	Н/З	10,3	4,7	3,2	83,0	44	НАКАПЛИВАТЬ
China Steel	0,6	-5	6	0,7	0,4	61,1	5 491	25,6	12,6	11,1	7,8			
POSCO	80,7	-9	-15	126,5	73,1	0,4	7 328	9,7	8,7	4,9	4,7			
Среднее								17,7	10,7	8,0	6,3			
Продукты														
Балтика	12,2	-3	-6	15,3	12,0	0,0	1 432	11,1	10,5	7,1	6,3	18,0	47	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	3,3	-16	-27	7,9	2,9	0,0	91	4,5	5,3	1,9	2,3	6,5	100	НАКАПЛИВАТЬ
Вимм-Билль-Данн	16,8	-13,5	-6,5	25,0	16,0	0,1	738,3	23,3	17,0	11,3	9,3	23,5	40,0	
Okocim	12,0	-1	-8	17,3	11,2	0,0	89	122,7	Н/Д	37,4	4,4			
Grupo Modelo-C	22,7	-1	-11	27,0	21,1	1,4	6 683	17,5	14,3	6,7	5,9			
Среднее								70,1	14,3	22,1	5,1			
Торговля														
ГУМ	2,10	0	47	2,10	1,20	0,0	126	16,1	13,7	8,2	8,5	2,10	0	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	5,6	3	2	5,8	4,6	0,0	278	17,7	15,1	19,1	16,2			
Matahari Putra Prima	390,0	-9	-22	825,0	360,0	1,9	119	10,4	6,3	2,8	2,3			
Среднее								14,1	10,7	11,0	9,2			
Машиностроение														
ОМЗ	6,0	7	4	6,5	4,1	0,3	212	10,1	15,2	3,5	3,5	8,3	38	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	14,5	-2	-5	28,4	12,6	0,2	1 102	Н/З	3,9	5,8	5,1			
Atlas Copco	21,4	2	9	29,9	15,9	1,4	4 404	12,6	12,9	5,1	6,1			
Среднее								12,6	8,4	5,5	5,6			

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

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка



Илл. 19. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 26 марта 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. \$			2001П	2002П	2001П	2002П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	8,75	-4	0	10,45	4,695	7,6	999	9,6	9,5	4,4	4,8	11,2	28	ДЕРЖАТЬ
Пурнефтегаз	4,7	0	-6	5	2	9,2	459	21,4	12,8	8,2	6,3	2,4	-49	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	2,75	6	15	3	1,93	0,9	200	4,7	5,2	5,4	4,5	4,5	64	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	115	0	12	115	81	0,3	397	4,7	5,3	2,8	2,2	140	22	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,168	6	25	0,181	0,105	27,6	175	3,4	Н/Д	2,0	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Красноярскэнерго	0,220	0	0	0,320	0,102	3,2	131	27,9	Н/Д	6,5	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Кубаньэнерго	2,85	0	16	3,01	2,1	10,9	51	11,7	Н/Д	2,4	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Кузбассэнерго	0,2035	-1	4	0,230	0,125	60,1	123	Н/3	Н/Д	3,2	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Новосибирскэнерго	6,3	0	66	6,3	2,1	0,0	85	Н/3	Н/Д	18,1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Пермэнерго	3,6	10	67	4,25	1,42	17,8	130	10,3	Н/Д	2,7	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Ростовэнерго	0,026	19	24	0,028	0,011	16,9	80	19,9	Н/Д	6,2	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Самараэнерго	0,039	0	20	0,042	0,026	19,7	137	11,7	Н/Д	4,2	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Свердловэнерго	0,22	13	2	0,22	0,125	24,1	115	22,6	Н/Д	1,8	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Челябэнерго	0,026	41	138	0,02613	0,005	0,7	121	56,3	Н/Д	4,1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Телекомы														
Башинформсвязь	0,059	12	28	0,0875	0,042	7,9	58	5,4	1,5	2,7	1,3	0,09	53	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	1,5	8	19	1,515	0,81	67,3	452	51,7	9,5	16,7	3,4	1,97	31	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,352	1	-7	0,528	0,345	25,2	301	26,4	21,7	6,2	3,1	0,45	28	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,03	5	4	0,03	0,02	153,40	305	38,8	12,9	14,3	3,5	0,04	63	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,016	-1	20	0,778	0,009	58,3	517	516,0	19,9	26,8	3,1	0,030	88	ПОКУПАТЬ
ЦентрТелеком	0,251	-3	-6	0,325	0,191	84,3	488	129,4	19,2	29,9	3,1	0,44	75	НАКАПЛИВАТЬ
ЮжТелеком	0,077	-2	6	0,0965	0,05	70,3	284	27,0	4,2	11,6	2,6	0,14	82	НАКАПЛИВАТЬ
Другие сектора														
Аэрофлот	0,360	1	4	0,400	0,275	51,1	400	7,5	5,5	3,7	3,3	0,349	-3	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	25	3	15	38,9	19,15	163,9	743	1,2	30,3	2,2	4,7	28,0	12	ДЕРЖАТЬ
ГАЗ	18,5	-5	19	37,1	14	37,3	98	54,2	13,6	4,3	2,9	17	-8	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	4,7	0	-12	8,5	4,7	1,1	43	4,5	3,9	3,1	2,7	9,00	91	СОКРАЩАТЬ
Сбербанк	209,0	-2	9	221,5	131	233,5	3 941	4,4	3,4	Н/Д	Н/Д	265	27	ПОКУПКА
Челябинский труб- ный з-д	0,1095	0	22	0,165	0,09	6,2	52	3,6	6,6	2,4	2,6	0,21	92	СПЕК. ПОКУПКА

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 20. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 26 марта 2003 г.

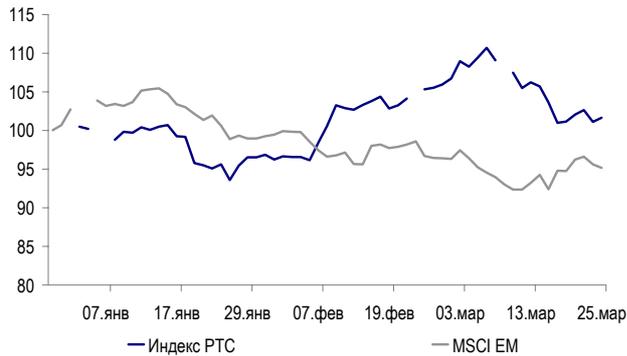
Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2002П \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Сургутнефтегаз прив.	0,220	-5	-13	0,259	0,188	87,6	25	0,003	1,39	0,38	75	НАКАПЛИВАТЬ
Татнефть прив.	0,485	-1	8	0,615	0,375	12,4	43	0,032	6,57	0,54	11	ДЕРЖАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,129	8	23	0,135	0,066	18,9	4	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	0,990	-1	25	1,103	0,530	88,3	25	0,0267	3	пересм.	Н/Д	пересм.

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



Графики

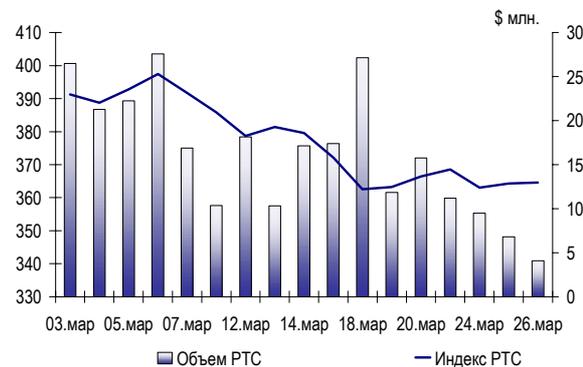
Илл. 21. РТС и индекс MSCI EM, с начала года



Источники: РТС, Рейтер

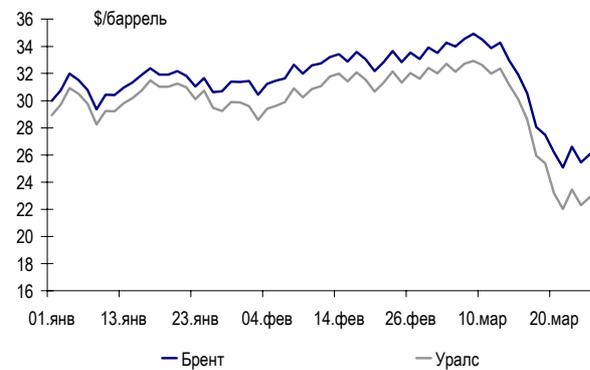
- Индекс РТС потерял за март 4.9% со среднедневным объёмом \$16 млн.

Илл. 22. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

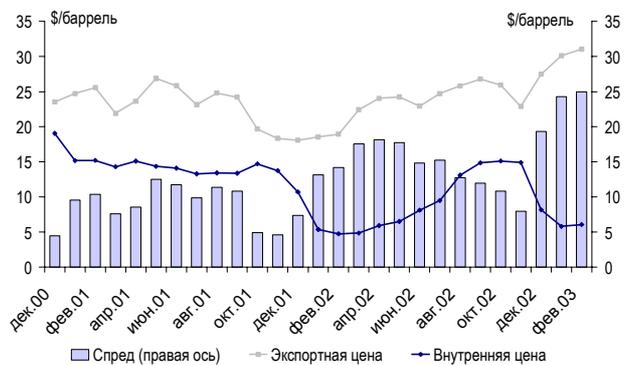
Илл. 23. Динамика цен на нефть, с начала 2002 года



Источник: Блумберг

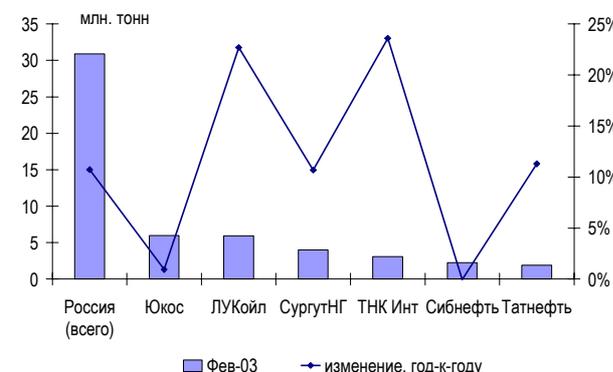
- Премия за войну снизилась, так как исчезла неопределённость относительно её начала
- Добыча нефти выросла в феврале на 10% год-к-году, но в марте её рост должен быть ограничен транспортными мощностями

Илл. 24. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2003



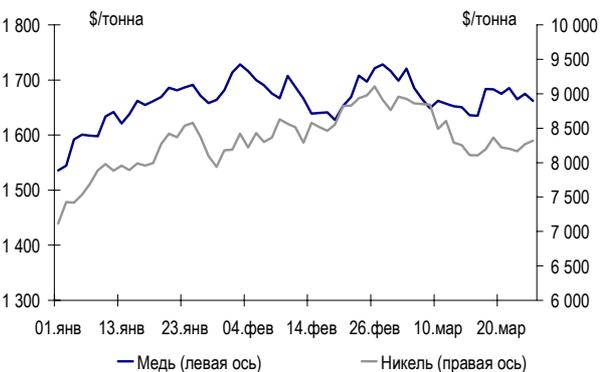
Источник: Министерство энергетики

Илл. 25. Добыча нефти компаниями, фев. 2003 г



Источник: Министерство энергетики

Илл. 26. Цены на медь и никель, с начала года



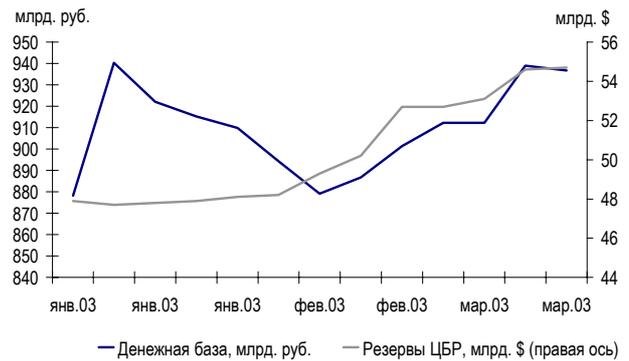
Источник: Блумберг

- Несмотря на низкие внутренние цены (из-за затоваривания), спрэд немного снизился из-за падения экспортных цен
- Цена никеля снизилась на 10%, так как растущие запасы снижают обеспокоенность возможностью будущих поставок

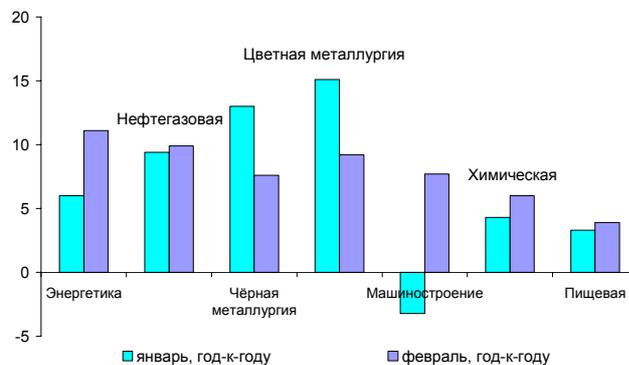
Илл. 27. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Огромные заимствования компаний и экспортной выручки подтвердили укрепление рубля
- Резкое увеличение резервов ЦБР до \$54 млрд. приведёт к высокой инфляции в 2П03

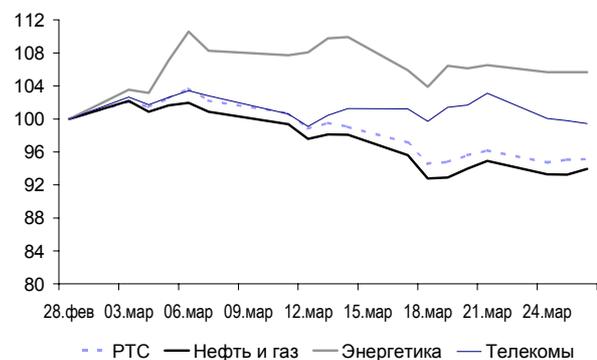
Илл. 28. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года


Источник: ЦБР

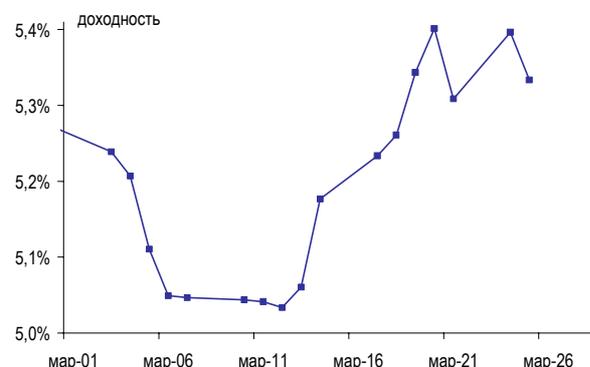
Илл. 29. Динамика промышленного производства, февраль 2003


Источник: Минфин

- Машиностроение снова росло в феврале, стимулируя рост промышленного производства
- Энергетика (+6%) росла в марте, тогда как телекомы практически стояли на месте (-1%)

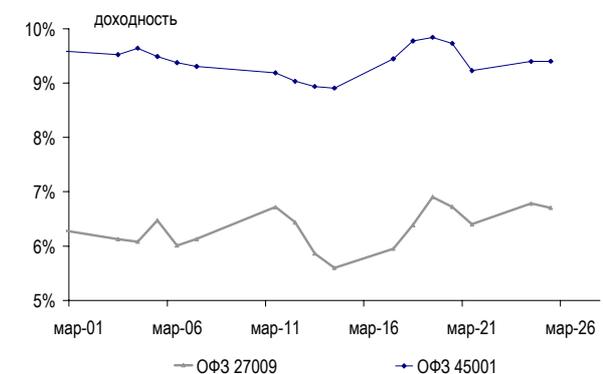
Илл. 30. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 31. Динамика Евро-07, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Понижательный тренд преваляровал на российском долговом рынке под давлением негативных внешних новостей
- Волатильность на рынке ГКО-ОФЗ увеличилась в ответ на нестабильность ситуации в мире

Илл. 32. Динамика ОФЗ 27005- 27018, с начала месяца


Источник: Рейтер



Календарь событий

Илл. 33. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
Апрель		
Апрель 11	Челябинский трубный	Дата отсечения для общего собрания акционеров
Апрель 11	Мосэнерго	Дата отсечения для общего собрания акционеров
Апрель 14	ММК	Дата отсечения для общего собрания акционеров
Апрель 14	РАО ЕЭС	Дата отсечения для общего собрания акционеров
Апрель 15	Красное Сормово	Дата отсечения для общего собрания акционеров
Апрель 19	РКК Энергия	Общее собрание акционеров
Апрель 28	Башнефть	Общее собрание акционеров
Конец месяца	ЛУКОЙЛ	Завершение аудита запасов компанией Miller& Lents
В течение месяца	ЛУКОЙЛ	Объявление рекомендованного размера дивидендов
В течение месяца	Yukos	Объявление рекомендованного размера дивидендов
В течение месяца	ОМЗ	Информация по обязательствам компании
В течение месяца	ОМЗ	Политика приобретений и поглощений
В течение месяца	ОМЗ	Информация об интеграции приобретённых компаний и сокращении издержек

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Война в Ираке не привела к существенному падению цен на нефть, однако, повышение валютного курса все еще представляет собой реальную угрозу экономике России

Начало войны в Ираке не вызвало каких-либо изменений в экономической политике России. Хотя цены на нефть упали ниже \$30/баррель, они все еще достаточно высоки, чтобы обеспечить значительный приток экспортной выручки. Мы полагаем, что ЦБР продолжит скупку долларов на валютном рынке, чтобы не допустить номинального повышения валютного курса, не упуская при том из виду инфляционное давление. Если увеличение резервов станет слишком большим, ЦБР уберет свои аппетиты и позволит курсу рубля повышаться. Представители правительства заявили, что война в Ираке может вызвать нестабильность на нефтяном рынке, и что из-за высоких цен на нефть инфляция, вероятно, окажется на 1 процентный пункт выше официально прогнозируемого уровня. Мы по-прежнему считаем, что в этом году основная опасность для российской экономики таится в больших объемах экспорта и значительном притоке капитала. Все это ведет к быстрому повышению реального валютного курса, которое способно повредить потенциалу роста национальной экономики.

На заседании 2 апреля правительство РФ утвердит сокращение налога на зарплату

На наш взгляд, одним из важных стимулов роста российской экономики является дальнейшее сокращение налогов. Мы ожидаем, что 2 апреля правительство РФ сформулирует налоговую стратегию на 2004 г., включающую в себя снижение налога на зарплату, что стало бы сильной поддержкой сектору, ориентированному на внутренний рынок. Ожидается, что эта мера позволит снизить ежегодную налоговую нагрузку на экономику на \$5 млрд, из которых \$4 млрд придется на льготы производителям, ориентированным на внутренний спрос. В ближайшие месяцы будет обсужден еще один важный вопрос – как увеличить налогообложение нефтяной отрасли. Мы полагаем, что цены на нефть в диапазоне \$22-28/баррель укрепят решимость правительства РФ увеличить налоговое бремя на нефтяной сектор.

Илл. 34. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П	2003П
На апрель							
Инфляция	0,9	0,4	3	0,9	1,8	1,2	1
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,8	6,1	24,2	28,4	28,8	31,2	31,5
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	18,2	16	11,2	17,1	31,7	39,2	55

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка



Илл. 35. Основные события

Дата	Событие
3 марта	Объем платежей РФ в марте выплатит по внешнему долгу составляет \$1,5 млрд – Минфин. Странам – официальным кредиторам РФ, а также банкам по основному долгу будет выплачено \$491,5 млн, а в виде процентов – \$68,73 млн. Международным финансовым организациям – \$190 млн. Кроме того, \$763 млн будет выплачено по купонам еврооблигаций с погашением в 2010 и 2030 гг.
4 марта	Минфин РФ выступает против либерализации рынка госдолга для нерезидентов и хочет ужесточить условия заимствований на внешнем рынке. В материалах Минфина, подготовленных к заседанию правительства 6 марта, на котором будет рассмотрена концепция управления государственным долгом в 2003-2005 гг, отражены следующие моменты: <ol style="list-style-type: none">1. Направленность среднесрочной долговой политики на замещение внешних заимствований внутренними. В частности, предполагается, что Россия в 2004-2005 гг должна привлекать с внешних рынков не более \$5-6 млрд., а с внутреннего – в пределах \$7-8 млрд. Однако это не приведет к резкому наращиванию госдолга, поскольку значительная часть средств будет использована на рефинансирование уже существующего долга.2. Удлинение сроков обращения долговых бумаг государства на внутреннем рынке. Возвращение практики выпуска ОФЗ с переменным купоном: их доля в рынке должна составлять 3-4%.3. Преждевременность либерализации российского внутреннего рынка госбумаг для иностранных инвесторов в условиях высоких цен на нефть и чрезмерного притока валюты в страну. Кроме того, Минфин беспокоится о возможных негативных последствиях такого шага с точки зрения стабильности российской финансовой системы.4. Сохранение приоритета заимствований на внешних рынках за федеральной властью.5. Необходимость создания системы мониторинга внешних заимствований российских компаний.
6 марта	Инфляция в РФ в феврале составила 1,6%, базовая инфляция – 0,9% – Госкомстат. Столь высокий показатель инфляции в феврале обусловлен ростом тарифов на жилищно-коммунальные услуги (15% с начала года). Таким образом, рост тарифов на услуги естественных монополий по-прежнему остается движущим фактором роста потребительских цен. Немонетарный характер инфляции ставит под сомнение выполнимость бюджетного плана по данному показателю в текущем году (на уровне 10-12%), как и в предыдущие годы. Также росту инфляционного давления будет способствовать наращивание денежного предложения в начале года. Благодаря высоким ценам на нефть и росту заимствований российскими компаниями за рубежом, объем золотовалютных резервов за январь-февраль возрос на \$5,3 млрд, что соответствует рублевой эмиссии в размере 167 млрд. руб.
14 марта	Инфляция в РФ в марте составит около 1% – Минэкономразвития РФ. В феврале всплеск инфляции (+1,6%) был спровоцирован повышением тарифов на жилищно-коммунальные услуги. В марте эта составляющая ценового роста значительно сократилась, в то время как влияние монетарных факторов постепенно начинает возрастать. (В частности, с начала года рост золотовалютных резервов составил \$6,9 млрд., что привело к появлению на рынке дополнительных 218 млрд. руб.) В то же время, существенное укрепление курса рубля по отношению к доллару будет сдерживать рост потребительских цен. Таким образом, мы оставляем наш прогноз по инфляции на 2003 г на уровне 12%.
18 марта	Промышленное производство в РФ за январь-февраль 2003 г возросло на 5,7% против 2,1% годом ранее – Госкомстат. В феврале этого года промышленное производство в РФ увеличилось на 6,5% по сравнению с февралем 2002 г и на 0,1% по сравнению с январем 2003 г. В январе был отмечен спад производства на 6% относительно декабря 2002 г. Основной причиной благоприятных показателей по росту промышленного производства в РФ остаются доходы от экспорта нефти, цена на которую достигла рекордно высоких уровней. Так, топливная промышленность продемонстрировала рост производства на 9,6% за январь-февраль (к предыдущему году). Опережающий рост происходил также в таких отраслях, как цветная и черная металлургия, что является исключительно позитивным знаком для экономики РФ. Эти отрасли, особенно черная металлургия, наиболее инертны и реагируют на экономический рост с некоторым запаздыванием.
18 марта	РФ увеличит объем финансового резерва в связи с высокими ценами на нефть. Даже в случае падения цен на нефть приток в страну экспортной выручки будет оставаться высоким в ближайшие 3-6 месяцев. (Российские нефтяные компании, как правило, заключают форвардные сделки с исполнением через несколько месяцев, поэтому изменение нефтяных цен с запаздыванием отражается на доходах бюджета). В этой связи, решение правительства повысить объем финансового резерва выглядит обоснованным. С одной стороны, это позволит абсорбировать часть избыточной рублевой ликвидности, ставшей следствием мощного притока в страну валюты. С другой стороны, это создаст запас прочности для правительства в случае резкого падения нефтяных котировок.
19 марта	ЦБР предложит рынку гособлигации и собственные бумаги для стерилизации излишней ликвидности. В частности, 27 марта Банк России планирует провести аукцион по продаже амортизационных выпусков из своего портфеля. После реструктуризации, проведенной Минфином совместно с ЦБ, в портфеле у Банка России находятся облигации 46001, 46002 и 45001 выпусков, пользующиеся наибольшим спросом у инвесторов. Кроме того, ЦБ рассматривает возможность возобновления выпуска собственных облигаций (ОБР). Предполагается выпуск дисконтных облигаций сроком более полугода и объемом до 20-30 млрд. руб. Проект постановления, регламентирующий выпуск облигаций Банка России, находится в настоящее время на регистрации в Минфине.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 36. Макроэкономические индикаторы

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002П	2003П	2004П
Выпуск	%, рост										
Реальный ВВП	-12,7	-4,1	-3,4	0,9	-4,9	5,4	8,3	5,0	4,3	4,2	3,9
Промышленное производство	-20,9	-3,3	-4	1,9	-5,2	11	11,9	4,9	3,7	3,6	3,3
Инвестиции	-29,3	-6	-15	-5	-12	5,3	17,7	8,7	2,6	2,5	3,0
Цены	% изменение Дек/Дек										
Индекс потребительских цен	204,7	131,3	21,8	11	84,5	36,5	20,2	18,6	15,0	12,0	11,0
Индекс производителей	233,9	174,7	25,6	7,4	23	67	33	10,7	17,1	13,0	10,0
Фискальный сектор	% ВВП										
Налоговые поступления	11,8	12,9	12,5	12,3	11	13,4	16,3	16,8	16,1	16,1	16,3
Баланс федерального бюджета	-11,4	-5,7	-8,4	-7,1	-5,9	-4,7	1,5	2,4	1,4	1,0	0,8
Доходы консолидированного бюджета	34,6	34,1	33,5	36,5	33,4	35,6	39,1	N/A	N/A	N/A	N/A
Баланс консолидированного бюджета	-10,4	-6,1	-8,9	-7,9	-8	-3,8	3,1	N/A	N/A	N/A	N/A
Денежный сектор	% ВВП										
Денежная масса	16	13,6	13,1	14,4	13,6	12,5	12,6	14,2	17,6	20,0	24,0
Обменный курс	Руб./\$										
На конец года	3,6	4,6	5,6	6	20,7	27	28,1	30,1	31,8	32,4	33,2
Средневзвешенный	2,2	4,6	5,1	5,8	9,8	24,6	28,1	29,2	31,2	32,1	32,8
Внешний сектор	\$ млрд.										
Текущий счет	8,4	4,8	3,9	2,8	1	20,8	46,3	34,8	31,7	16,0	9,0
Торговый баланс	19,3	18,7	17,8	17,4	17,1	35,8	60,7	49,6	45,3	32,0	29
Экспорт	67,8	82,7	90,6	89	74,9	75,3	105,6	102,7	106,1	98,0	99,0
Импорт	48,5	64	72,8	71,6	57,8	39,5	44,9	53,1	60,8	66,0	70,0
Прямые иностранные инвестиции, \$ млрд.	0,6	2,0	2,5	4,3	2,8	3,3	2,7	2,5	2,5	2,7	3,0
Резервы ЦБР, конец года	4	14,4	15,3	17,8	12,2	12,5	28	36,6	47,7	62,3	75,3
Внешний долг, конец года	119,9	120,4	125	131,9	147,9	145	143,6	134,6	122,1	112,0	105,0
	Месяцы импорта										
Резервы ЦБР	1,0	2,7	2,5	3,0	2,5	3,8	7,5	8,3	9,4	11,3	13,0
Справочно:											
Население	149	148,1	147,7	147,2	146,75	146,3	145,2	145	144	143	142
ВВП, млрд. руб.	610,7	1 540,5	2 146	2 522	2 696	4 607	7 063	9 090	10 982	12 435	14 302
ВВП, \$ млрд.	277,6	334,9	420,8	434,8	275,1	187,3	251,4	311,6	355,0	384,0	421,0
Текущий счет/ВВП, %	3,0	1,4	0,9	0,6	0,4	11,1	18,4	11,0	8,9	4,2	2,2
Внешний долг/ВВП, %	43,2	36,0	29,7	30,3	53,8	77,4	57,1	43,2	34,4	29,2	24,9
Внешний долг/Экспорт, %	176,8	145,6	138,0	148,2	197,5	192,6	136,0	131,1	115,1	114,3	106,1
Нефть, Urals \$/баррель, ср.	15,2	16,6	20,1	18,3	11,8	17,2	26,6	22,9	23,7	22,5	19,5
Индекс РТС, конец года				397	59	178	143	260	359,1	450	
Доходность, Евро-30, конец года							17,8	12,7	9,1	8,0	

Источники: МВФ, ЦБР, Министерство финансов, Госкомстат, оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей

Константин Резников
(7 095) 795-3612

Анна Бутенко
(7 095) 795-3745

При низком уровне запасов топлива в США цены на нефть останутся в пределах \$25-30/баррель

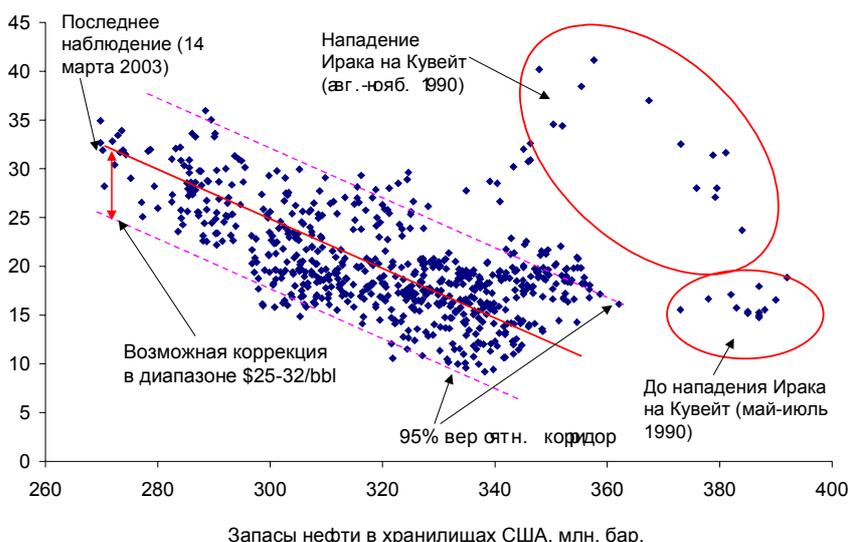
В ближайшие месяцы нет веских причин для падения цен на нефть до \$20/баррель

Нефть и газ

Мы изучили зависимость между уровнем запасов сырой нефти в хранилищах США и ценами сорта Brent в период 1990-2003 гг. и обнаружили сильную корреляцию в 1995-2003 гг. Сегодняшнее положение на нефтяном рынке часто сравнивают с ситуацией в период прошлой Войны в Заливе 1990-1991 гг. После вторжения Ирака в Кувейт цены на нефть в октябре 1990 г. резко выросли (до \$41/баррель) на волне опасений возможного срыва поставок нефти из региона. Когда США начали военную кампанию против Ирака, цены на нефть в течение всего одной недели рухнули на \$14/баррель (до \$27/баррель). В тот момент эту разницу в ценах трактовали как «военную премию». С тех пор, как США повели свое второе наступление на Ирак, мы уже стали свидетелями падения цены нефти сорта Brent на \$8/баррель, но инвесторы обеспокоены вероятностью дальнейшего (по окончании войны) снижения цен до уровня \$20/баррель – и даже ниже.

Мы, однако, вовсе не согласны с такими прогнозами. Учитывая, что в США запасы сырой нефти и топлива находятся сегодня на самой низкой (за последние 12 лет) отметке, мы в настоящий момент считаем более вероятным уровнем цен на нефть диапазон \$25-30/баррель. Поскольку цена нефти сорта Brent уже претерпела коррекцию до \$26,5/баррель, мы в дальнейшем не ожидаем значительного снижения цен без того, чтобы соответственно не увеличились запасы нефти в хранилищах. Чтобы восстановить уровень запасов с 270,2 млн. баррелей (по данным на 14 марта) до 305,0 млн. баррелей (уровень, которому соответствует цена \$25/баррель), Соединенным Штатам потребуется на рынке ситуация избытка предложения нефти в течение около года. На самом деле, в декабре 2002 г. и январе 2003 г. был отмечен недостаток предложения нефти, по причине забастовок в Венесуэле и ограниченных экспортных поставок из стран СНГ. Кроме того, этнические беспорядки в Нигерии создали угрозу возникновения сокращения поставок нефти из этой страны в объеме почти 1 млн. баррелей в день.

Илл. 37. Цены сорта Brent и запасы нефти в США, 1990-2003 гг.



Источники: Министерство энергетики США, Bloomberg
Примечание: Для регрессионного анализа выбран период с 1995 г. по 2003 г.



Любая спекулятивная продажа нефти (ниже уровня \$25/баррель) создала бы благоприятную возможность покупки акций российских нефтяных компаний

Падение нефтяных цен ниже вероятностного коридора без значительного увеличения запасов в хранилищах США (см. Илл. 37) следует понимать как ситуацию «перепроданности» и как благоприятную возможность для покупки акций российских нефтедобывающих компаний. Мы полагаем, что коррекция цен до \$25-27/баррель была бы полезной для российских нефтяных компаний, ибо такой ценовой коридор соответствует как нуждам потребителей, так и интересам производителей нефти.

Несмотря на волатильность цены на нефть мы подтверждаем наш прогноз цены на нефть сорта Brent в \$24/баррель и сорта Уралс в \$22,5/баррель на 2003 год.

Газпром

Илл. 38. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	17 108	17 938	17 069	17 262
EBITDA, млн. \$	4 999	6 495	5 833	6 065
Чистая прибыль, млн. \$	2 666	2 933	2 824	3 018
P/E	6,1	5,6	6,8	6,3
EV/EBITDA	6,5	5,0	5,6	5,3
Капитализация, млн. \$	20 537			
EV, млн. \$	32 437			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	184			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 39. 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. 40. Основные события

Дата	Событие
4 марта	Газпром анонсировал прогнозы на 2004-2005 гг.; рост добычи увеличит прибыль до \$6,1 млрд. Как знак намерений компании по улучшению открытости, на корпоративном сайте Газпром опубликовал свои планы операционной деятельности на 2004 г., а также отдельные параметры утвержденного предварительного бюджета на 2004-05 гг. В 2004 г. Газпром намерен добавить 10,2 млрд. куб. м к ежегодному объему добываемого газа, тем самым увеличивая добычу газа на 1,9% до 541,9 млрд. куб. м в год. В то же время, ожидается более высокий рост выхода газового конденсата (на 13,5% до 10,9 млн. т в год) и добычи нефти (на 7,0% до 0,76 млн. т в год). Возросший объем выхода газа добавит 3,9% к внутренним продажам газа (они составят 363,9 млрд. куб. м в 2004 г., в 2003 г. они были равны 350,3 млрд. куб. м) и 4,8% к экспорту в Европу и страны б. СССР (196,9 млрд. куб. м в 2004 г. против 187,8 млрд. куб. м в 2003 г.) Планируемый рост добычи был использован в качестве основы для прогноза выручки (агрегированной, включая НДС и акцизы) 1056,1 млрд. руб. (\$32,2 млрд.) в 2004 г. и 1179,2 млрд. руб. (\$34,4 млрд.) в 2005 г. Прогнозы выручки на 2004-05 гг. выглядят несколько агрессивно, принимая во внимание текущую неопределенность вокруг цен на нефть.
11 марта	Газпром сигнализирует о начале либерализации акций компании; необходимо подтверждение правительства. Газпром опубликовал на корпоративном сайте весьма обещающий пресс-релиз (хотя и без деталей). В пресс-релизе, озаглавленном «В ОАО Газпром завершена работа по консолидации пакета акций компании», сказано, что: В Газпроме завершена консолидация акций, в результате которой Общество, дочерние компании и государство контролируют более 51% пакета акций Это означает, что первый этап движения компании к либерализации рынка акций завершен Дальнейшая работа будет нацелена на постепенное объединение существующего в настоящее время двухуровневого рынка акций, при котором в основном сохраняется сложившаяся структура акционерного капитала. В течение данного процесса государство будет контролировать Газпром через прямое владение долями в компании и через акции, принадлежащие Газпрому и его дочерним компаниям. Либерализация акций Газпрома вызовет не только рост капитализации самой компании, но и повысит капитализацию фондового рынка России.
24 марта	Совет Директоров Газпрома обсудит продажи компании в России; Межрегионгаз, скорее всего, останется в бизнесе. Совет Директоров Газпрома снова вернулся к вопросу о поставках газа на местный рынок. Следуя противоречивому приказу Алексея Миллера №129, датированного концом прошлого года, (который постановлял передать все контракты по внутренним поставкам в материнскую компанию Газпрома, фактически выкидывая Межрегионгаз из бизнеса), этот вопрос был снова поднят Минэкономразвитием и Председателем Правления Газпрома.

Источник: оценки Альфа-Банка



ЛУКОЙЛ

Илл. 41. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	13 562	15 021	15 220	14 576
EBITDA, млн. \$	3 834	3 735	4 463	3 803
Чистая прибыль, млн. \$	2 109	1 994	2 923	2 181
P/E	5,6	5,9	4,0	5,4
EV/EBITDA	3,6	3,7	3,1	3,6
Капитализация, млн. \$	11 797			
EV, млн. \$	13 838			
Добыча, млн. бнэ	584			
Запасы, млн. бнэ	16 652			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 42. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Значительные доказанные запасы нефти и газа (16,7 млрд. баррелей)
- Независимые экспортные маршруты из района Каспийского моря и Тиман-Печоры, мощностью в 20 млн. тонн

Слабые стороны

- Высокие операционные издержки (\$3/баррель)
- Значительный объем долга (\$3.26 млрд.)
- Умеренные темпы роста добычи (2,8% в 2000 и 0,4% в 2001)

Возможности

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

Угрозы

- Возможно, что большие капвложения (\$2,3 млрд. в 2001г. и \$2,4 млрд. в 2002) не принесут ожидаемых результатов

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 43. Основные события

Дата	Событие
21 марта	ЛУКОЙЛ занял абсолютное большинство мест в Совете Директоров Тэбукнефти в результате голосования на ежегодном собрании акционеров. Тэбукнефть – добывающая компания, действующая на юге Республики Коми, добывает 7,3 млн. баррелей нефти в год. ЛУКОЙЛ контролирует 51,73% обыкновенных и 9,48% привилегированных акций компании. Другой крупный акционер, Urals Energy, фактически владеет 50,67% голосующих акций (из-за невыплаты дивидендов по привилегированным акциям, последние стали голосующими). В начале года возник конфликт между двумя акционерами после того, как ЛУКОЙЛ назначил своих людей на должности гендиректора и Председателя Совета Директоров компании. Urals Energy посчитала этот шаг ЛУКОЙЛА незаконным и пригрозила арестом зарубежных активов ЛУКОЙЛА.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 44. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 576	4 728	5 675	5 970
EBITDA, млн. \$	1 719	1 802	2 077	2 249
Чистая прибыль, млн. \$	1 305	1 089	1 134	1 164
P/E	7,9	9,5	9,1	8,9
EV/EBITDA	6,8	6,5	5,6	5,2
Капитализация, млн. \$	10 312			
EV, млн. \$	11 651			
Добыча, млн. бнэ	192			
Запасы, млн. бнэ	4 646			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 45. 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, 13%
- Омский НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)

Возможности

- Рост акций в свободном обращении с текущих 13% до 25% за 1-2 года
- Модернизация Московского НПЗ и развитие розничной сети в Москве и Моск. Обл.

Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (87%)

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 46. Основные события**

Дата	Событие
5 марта	Сибнефть и ТНК разделят активы Славнефти 50 на 50, резервы компаний вырастут соответственно на 39% и 23%. Сибнефть и ТНК выпустили совместный пресс-релиз, в котором объявлено о том, что компании приняли решение о судьбе Славнефти, в которой они совместно владеют 98,95%. По информации пресс-релиза компании достигли предварительного соглашения по разделу активов Славнефти. Компании намерены поровну разделить добывающие активы и сеть АЗС, которая насчитывает 550 заправок станций по всей России. НПЗ холдинга, а именно, два НПЗ в России (ЯНОС и Ярославский НПЗ) и Мозырский НПЗ в Белоруссии с общими перерабатывающими мощностями в 26,5 млн. тонн (530 тыс. б/с.), какое то время будут совместно использоваться ТНК и Сибнефтью. В будущем НПЗ могут быть присоединены к одной из компаний, также рассматриваются варианты продажи третьей стороне.
12 марта	Акционеры Московского НПЗ решили разногласия, Сибнефть обеспечена квотой на поставки в размере 75 тыс. б/с. до конца 2003 г. Основные акционеры московского НПЗ: Центральная Топливная Компания (51% голосующих акций), Сибнефть (38,5%) и Татнефть (8%), подписали соглашение, разъясняющее условия, по которым компании будут совместно управлять НПЗ. По соглашению акционеры будут совместно вырабатывать решения по управлению работой предприятия, обеспечивая при этом прозрачность его деятельности и ведение финансовой и коммерческой отчетности. В дополнении к этому акционеры сформируют новую управленческую структуру для НПЗ (пропорционально их долям в обыкновенных акциях компании). Акционеры завода также получат квоты на поставку нефти до конца 2003 пропорционально долям голосующих акций. Таким образом, ожидается, что поставки нефти на НПЗ в этом году нормализуются.
14 марта	Сибнефть направит \$1,09 млрд. на выплату дивидендов, или 100% от ожидаемой за 2002 г. чистой прибыли; дивидендная доходность составит 11%. Совет директоров Сибнефти снова рекомендовал компании выплатить самые высокие в российской корпоративной истории дивиденды. Компания предложила выплатить \$1,092 млрд. в качестве дивидендов из чистой прибыли 2002. Эта сумма подразумевает, что процент чистой прибыли, направленный на дивиденды, составит практически 100% (основываясь на пересмотренном компанией прогнозе чистой прибыли за 2002 по US GAAP в размере \$1,1 млрд.), что в несколько раз выше соответствующего ожидаемого процента на уровне 15%. Дивиденд на акцию составит 7,2 руб. (\$0.23), и дивидендная доходность (на цену акции до объявления дивидендов) соответственно достигнет 11%. Это значительно превышает все ожидания по дивидендным доходностям других компаний российского нефтегазового сектора. Дата отсечения назначена на 28 марта 2003, и общее собрание, которое должно рассмотреть вопрос одобрения дивидендов, пройдет 15 мая 2003 г.
24 марта	Агентство S&P пересмотрела прогноз по Сибнефти и подняла его до «стабильного», подтвердив корпоративный рейтинг В+. Рейтинговое агентство Standard & Poor's изменило прогноз рейтинга Сибнефти на «стабильный» с «негативного», и подтвердило долгосрочный корпоративный кредитный рейтинг и основной необеспеченный рейтинг долговых обязательств на уровне В+. Текущий суверенный рейтинг России находится на две ступени выше на уровне ВВ. Изначально агентство решило пересмотреть кредитный рейтинг компании и снизила прогноз до негативного после того как Сибнефть совместно с ТНК приобрела 75% пакет акций Славнефти на приватизационном аукционе.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз**Илл. 47. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	5 232	7 068	7 477	7 689
EBITDA, млн. \$	2 571	2 514	2 521	2 725
Чистая прибыль, млн. \$	1 612	1 539	1 467	1 536
P/E	3,5	3,7	3,8	3,7
EV/EBITDA	2,8	2,8	2,8	2,6
Капитализация, млн. \$	7 111*			
EV, млн. \$	7 111*			
Добыча, млн. бнэ	359			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	25 824			

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 48. Краткий обзор компании**Сильные стороны**

- Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05)
- Более 75% 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 Киниф к 2008 г. (\$800 млн.)

Угрозы

- Компания контролируется руководством (71%)
- Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Источники: оценки Альфа-банка



Илл. 49. Основные события

Дата	Событие
3 марта	СургутНГ может купить у Сибнефти и ТНК НПЗ ЯНОС, мощностью 290 тыс. б/с; возможная цена – \$350-740 млн. СургутНГ рассматривает возможность покупки Ярославнефтеоргсинтеза (ЯНОС) у владельцев Славнефти – Сибнефти и ТНК. Приобретение НПЗ с пропускной способностью 14,5 млн. т (290 тыс. б/с) может практически удвоить суммарную мощность переработки компании.
3 марта	СургутНГ направит \$125 млн. на строительство ГТЭС в 2003-04, что позволит компании экономить \$32 млн. ежегодно. СургутНГ намерен направить \$125 млн. на строительство пяти новых газотурбинных электростанций (ГТЭС) суммарной мощностью 156 мВт к концу 2004. К настоящему моменту компания ввела три таких ГТЭС общей мощностью в 43,5 мВт в час, которые используют 0.106 млрд. куб. м попутного газа производимого компанией. Владение соответствующими ГТЭС позволяет компании сэкономить на стоимости энергии (которая составляет до 15% прямых затрат на добычу), а также использовать производимый попутный газ. СургутНГ намерен генерировать до 1,38 млрд. кВт.ч. электроэнергии к 2007, используя 0,6 млрд.куб.м. попутного газа.
19 марта	Консолидированная чистая прибыль СургутНГ по РСБУ сократилась на 14% до \$1,6 млрд. из-за более высоких амортизации и налогов. СургутНГ опубликовал свою неконсолидированную отчетность за 2002 г. по РСБУ перед сегодняшним ежегодным собранием акционеров. Выручка компании выросла на 17,4% до \$5922 млн. из-за роста добычи на 11,7% и более высоких цен на нефть и нефтепродукты. Чистая прибыль компании сократилась на 11,2% до \$1578 млн., что стало результатом более высоких амортизационных отчислений (которые выросли из-за переоценки основных средств компании) и более высоких налогов, не включающих налог на прибыль, а также роста добычи. Консолидированная выручка компании выросла на 13,9% до \$6404 млн., что на 8,8% ниже нашего прогноза по РСБУ, тогда как консолидированная чистая прибыль упала на 13,9% до \$1587 млн., что на 8,6% ниже нашего прогноза.
20 марта	Денежные средства компании и краткосрочные инвестиции продолжили рост и увеличились на 34,4% до \$5170 млн. СургутНГ увеличит капитальные затраты на 11% в 2003 для поддержки запланированного роста производства на 7%. На общем собрании акционеры переизбрали тот же состав директоров, который действует сейчас. Таким образом, не были выбраны независимые директора, и были одобрены дивиденды в размере \$60 млн. (0,032 руб. на обыкновенную акцию и 0,096 руб. на привилегированную акцию), предварительно рекомендованные советом директоров. СургутНГ также подтвердил планы компании увеличить производство нефти на 7,3% в этом году до 52,8 млн. тонн и производство газа на 2,26% до 13,6 млрд. куб. м. Для достижения такого роста производства, компания планирует инвестиции на уровне \$1366 млн., что на 11,3% выше уровня прошлого года. Из этой суммы 77,7% будет направлена на добычу и 22,3% на переработку. По словам компании она смогла сохранить постоянные затраты на добычу на уровне \$2,5/барр. в 2002, что равно уровня прошлого года по информации из примечаний финансовой отчетности за 2001 по US GAAP). Это выше нашего прогноза роста постоянных затрат на добычу на 2.6%, и соответствует инфляции в валютном выражении. Акционеры СургутНГ также одобрили финансовую отчетность компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 50. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 482	3 921	3 685	3 649
EBITDA, млн. \$	831	1 091	1 027	934
Чистая прибыль, млн. \$	702	621	541	467
P/E	2,6	3,0	3,4	4,0
EV/EBITDA	3,0	2,3	2,4	2,7
Капитализация, млн. \$	1 923			
EV, млн. \$	2 509			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 455			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 51. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Загружает до 25% мощностей Московского НПЗ Интенсивное внедрение усовершенствований и новых технологий
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Зависимость от правительства Татарстана (31.1%) Неразвитые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке) Выработанные на 90% запасы ведут к более высоким издержкам на добычу
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Строительство современного НПЗ к 2008 г. (\$820 млн.)
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Существенный объем долга (\$1,26 млрд)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 52. Основные события

Дата	Событие
7 марта	Татнефть может купить 43% УкрТатНафта за \$2,65/баррель мощности. Правительство Украины намерено продать свой пакет из 43% акций УкрТатНафта (Кременчугский НПЗ). Наиболее вероятные покупатели – Татнефть и правительство Татарстана, которые совместно контролируют 56% НПЗ. Кременчугский НПЗ – крупнейший завод на Украине, суммарной мощностью переработки 18 млн. т (362 тыс. б/с). Он переработал 6,9 млн. т (138 тыс. б/с) нефти в прошлом году (или 35% от общего объема переработанной нефти в стране), из которых около 4 млн. т было поставлено Татнефтью. По словам представителей украинского Фонда Государственного Имущества (ФГИ), скорее всего цена за данный пакет, составит примерно \$150 млн. или \$2,65/барр. Если Татнефть и правительство Татарстана не воспользуются своим преимущественным правом купить пакет, по словам ФГИ, они уже нашли других покупателей – конгломерат местных банков (Приватбанк и Укрсиббанк).

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 53. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	9 461	11 305	13 486	12 810
ЕБИТДА, млн. \$	3 904	4 566	5 234	5 067
Чистая прибыль, млн. \$	3 156	3 332	3 837	3 677
P/E	6,5	6,1	5,3	5,5
EV/ЕБИТДА	5,2	4,5	3,9	4,0
Капитализация, млн. \$	20 401*			
EV, млн. \$	20 401*			
Добыча, млн. бнэ	511			
Запасы, млн. бнэ	13 375			
Количество акций, млн.	2 125*			

Прим.: * – Исключая 5% акций на балансе компании
Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 38. 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.
- Модернизация сети АЭС и НПЗ к 2005

Угрозы

- Компания находится под полным контролем ее руководства

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 54. Основные события

Дата	Событие
3 марта	Юкос увеличил долю в Ангарском НПЗ с 73% до 100%. Юкос купил оставшиеся 27,1% в Ангарском НПЗ, и теперь контролирует 100% компании. Это позволит Юкосу инвестировать средства в модернизацию НПЗ. Этот НПЗ представляет большую важность для Юкоса в качестве базы для широкомасштабных инвестиций в развитие Восточно-Сибирских запасов и дальнейшего экспорта нефти и нефтепродуктов в Азиатско-Тихоокеанский регион.
3 марта	Юкос увеличил экспорт на 31% в 2002, в 2003г. компания планирует экспортировать 63% добытой нефти. Юкос опубликовал предварительные операционные результаты за 2002. Производство нефти выросло на 19,3% до 69,5 млн. тонн (1,39 млн.б.с). Эти данные, однако, не включают 0,475 млн. тонн, произведенных дочерними компаниями, консолидированными только в декабре 2002. С учетом этой цифры производство компании в точности соответствует запланированному объему добычи на прошлый год в 70 млн. тонн (1,4 млн.б.с.). Из произведенных объемов, 52,9% (36,8 млн. тонн) были отправлены на экспорт, что представляет рост на 31,1% год к году. В дополнении к 35% добычи, экспортированной через трубопроводы Транснефти, транспортировка осуществлялась через железнодорожные и речные пути. Производство газа возросло на 39,8% до 2,39 млрд.куб.м., отражая стратегию компании по расширению газового бизнеса. Юкос планирует довести ежегодное производство газа до 15 млрд.куб.м. к 2005 г. В этом году компания ожидает увеличить производство нефти на 18,6% до 83 млн. тонн (1,66 млн.б.с.) и производство газа на 134% до 5,6 млрд.куб.м.
4 марта	Юкос не станет использовать трубопровод Находка из-за высокой стоимости транспортировки – \$3,42/баррель. Если российское правительство решит реализовать трубопроводный проект до порта Находка, то компания не будет использовать его для экспорта нефти с Восточно-Сибирских месторождений. Правительство, как ожидается, рассмотрит два альтернативных трубопроводных проекта в восточном направлении в ходе встречи 13 марта. Юкос предлагает построить к 2005 трубопровод длиной 2400 км. до китайского города Дацин, по которому ежегодно в Китай сможет поставляться 20-30 млн. тонн нефти. Альтернативный вариант, предложенный Транснефтью, более масштабный и дорогостоящий – по оценкам стоимость строительства трубопровода до порта Находка длиной 3885 км. составит \$5-6 млрд. Как планируется трубопровод будет построен к 2008-2009 и сможет экспортировать 50 млн. тонн нефти ежегодно. Тем не менее, неразработанные запасы Восточной Сибири вряд ли смогут обеспечить столь большие объемы нефти.
7 марта	Юкос номинировал кандидатов в советы директоров региональных энергетических компаний (Кубаньэнерго, Тамбовэнерго, Белгородэнерго и Томскэнерго). Юкос номинировал своих кандидатов в советы директоров четырех региональных энергетических компаний – Кубаньэнерго, Тамбовэнерго, Белгородэнерго и Томскэнерго. Компания напрямую и через аффилированные структуры держит соответственно 26%, 25%, 30% и 28% в перечисленных выше компаниях. Юкос расширяет свое присутствие в энергетическом бизнесе в течение последнего года, чтобы в будущем обеспечить собственные потребности в электроэнергии, и в то же время использовать добываемый им попутный газ.
13 марта	Рассмотрение вопроса о трубопроводе восточного направления отложено до 1 мая; мнение всё ещё склоняется к китайскому варианту, предложенному Юкосом. На собрании Правительства окончательное решение о выборе одного из альтернативных вариантов прокладки трубопровода восточного направления было отложено, как это и ожидалось. Премьер-министр России Михаил Касьянов поручил Минэнерго и прочим профильным министерствам представить свои альтернативные варианты маршрута трубопровода к 1 мая 2003 г., когда Правительство снова соберётся для обсуждения вопроса. На данный момент рассматриваются три варианта: маршрут Ангарск-Дацин (любимый Юкосом), маршрут Ангарск-Находка (предложенный Транснефтью) и совмещение двух проектов (вариант который поддерживает Минэнерго).
17 марта	Юкос снизил добычу на 176 тыс. б/с (10%) из-за ограниченной пропускной способности Транснефти; план по увеличению добычи на 19% под угрозой. Согласно заявлению Юкоса, компании пришлось сократить добычу на 176 тыс. б/с (или 10,6% от запланированного на 2003 г. уровня) в результате ограничений, введенных Транснефтью на приём нефти у производителей. Компания утверждает, что из-за ограничений ей пришлось остановить добычу на двух нефтяных месторождениях.

Источник: оценки Альфа-Банка



Андрей Богданов
(7 095) 795-3613

Елена Роговина
(7 095) 795-3742

МТС опубликует свои итоги за 4-й кв. 2002 г. и за финансовый 2002 год, по US GAAP

Абонентская база МТС увеличится на 23% за 4-й кв. 2002 г.

От 30 до 40% новых абонентов компании использовали тариф предоплаты «Jeans»

Рентабельность EBITDA понизится до 50%

Государственная Дума одобрила ряд поправок к закону «О связи»

Телекомы

Во второй половине апреля МТС опубликует итоги за 4-й кв. 2002 г. и за финансовый 2002 год, по US GAAP. Наши прогнозы см. в Илл. 55:

Илл. 55. Финансовые итоги МТС (за 4-й кв. 2002 г. (Оц.) – и за 3-й кв. 2002 г.)

	4-й кв. 2002 г. (Оц.) \$ млн	3-й кв. 2002 г. \$ млн	Разница %
Выручка	414	389	6
ЕБИТДА	205	206	0
Чистая прибыль	91	84	18
Число абонентов	6,690,000	5,450,000	23
Выручка на одного абонента, \$	22.8	25.2	(9)

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

За 4-й кв. 2002 г. абонентская база компании выросла на 23%, причем 69% прироста пришлось на регионы. По данным на конец 2002 г., региональные абоненты составляли 54% всей абонентской базы МТС (на конец сентября было 49%). Кроме того, компания существенно улучшила позиции на рынке мобильной связи в Москве: в декабре МТС захватила там 37% чистого прироста абонентской базы (по сравнению с 29% в октябре). В январе и феврале доля МТС в чистом приросте абонентской базы Москвы уже достигла, соответственно, 48% и 49%.

Быстрый рост доли МТС на рынке объясняется, на наш взгляд, тем, что в середине ноября она ввела тарифный план pre-paid под названием «Jeans». По данным компании, от 30 до 40% ее новых абонентов, в зависимости от региона, подключались по новому тарифному плану. Хотя введение тарифного плана и стало одним из факторов, повлиявших на ARPU, показатель выручки в расчете на абонента (по нашим оценкам, он снизился на 9% – до \$22,8), негативный эффект на ARPU от этого тарифа может оказаться незначительным. По данным компании, показатель выручки в расчете на одного абонента, использующего «Jeans», составил около \$20, что лишь немногим меньше ее ARPU с федеральными номерами в Москве. У нас нет данных о региональных показателях ARPU по тарифу «Jeans», но мы предполагаем, что он не превысил \$15 (в 3-м кв. 2002 г. региональный показатель ARPU достиг \$19).

Т.о., лишь часть квартального снижения показателя ARPU может быть объяснено введением нового тарифного плана. В число других факторов, понизивших этот показатель, входят: сокращение среднего количества эфирного времени на абонента, рост доли региональных абонентов, сокращение выручки от роуминга. Что касается нормы прибыли у МТС, то во 2-м кв. 2002 г. ее региональные подразделения достигли уровня безубыточности, и в 4-м кв. мы не ждем значительного снижения показателей рентабельности компании. По нашим оценкам, ее EBITDA останется без изменений на уровне \$206 млн долларов, что приведет к снижению рентабельности EBITDA до 50% (по сравнению с 53% за 3-й кв. 2002 г.). Чистая рентабельность, по нашим расчетам, немного снизится до 22% (по сравнению с 22% за предыдущий квартал).

Мы подтверждаем нашу рекомендацию: НАКАПЛИВАТЬ бумаги МТС при расчетной цене ее АДР, равной \$49.

В марте важным событием для российских телекомов стало одобрение Думой ряда поправок к закону «О связи». Большая часть этих поправок имела целью ограничить полномочия Министерства связи:

- Регулирующий орган для распределения и контроля радиочастот назначается Президентом РФ;



- Регулирование отношений между операторами (подключение к сетям общего пользования и взаиморасчет за трафик) осуществляется Министерством антимонопольной политики (МАП);
- Лицензирование деятельности операторов осуществляется Министерством экономического развития и торговли;
- Госсвязьнадзор становится независимым регулирующим органом.
- Два других важных вопроса, затронутые в поправках к закону «О связи», включают следующие положения:
- **Введение повременной оплаты за телефон только с согласия абонента.** Согласно этой поправке, повременная оплата местной связи возможна только с согласия абонента. При повременной системе оплаты разговоров, фиксированная часть тарифа существенно ниже базового. Таким образом, мы полагаем, что в условиях, когда местные тарифы едва достигают уровня себестоимости, эта система приведет к снижению выручки операторов, так как абоненты, пользующиеся телефонной связью сравнительно редко, сделают выбор в пользу повременной оплаты переговоров. В результате месячный показатель выручки в расчете на одного абонента станет у операторов ниже прежнего уровня.
- **Альтернативным операторам придется пропускать международный трафик через сеть Ростелекома.** Если эта поправка, выгодная для Ростелекома, будет принята, то альтернативные операторы потенциально могут утратить значительную часть выручки. Впрочем, мы полагаем, что между Министерством связи, Ростелекомом и альтернативными операторами достигнуто единое мнение о том, что Ростелеком не станет использовать свое монопольное положение, чтобы взимать чрезмерную плату за трафик, пропущенный по его каналам. Кроме того, стремясь в дальнейшем обеспечить расширение объема бизнеса, Ростелеком начал недавно предлагать альтернативным операторам весьма выгодные тарифы в обмен на значительный объем трафика.

Если поправки будут отвергнуты, то закон «О связи», вероятно, не будет подписан в апреле-мае, как было запланировано

В целом новые изменения в закон «О связи» соответствуют замечаниям, высказанным Президентом Путиным в начале года. Если поправки будут отвергнуты, то закон «О связи», вероятно, не будет подписан в апреле-мае, как было запланировано. Если предложенные поправки будут приняты, то они существенно изменят условия регулирования отрасли, лишив Министерство связи ряда важных полномочий. Последнее неизбежно станет этому противодействовать, поэтому мы сомневаемся, что в ближайшем будущем закон будет подписан и вступит в силу. На наш взгляд, такой вариант был бы в целом негативным для отрасли, которая уже давно ждет нового закона «О связи».



Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	140	199	343	384
EBITDA, млн. \$	24	61	113	134
Чистая прибыль, млн. \$	-39	30	43	60
P/E	N/3	12,1	8,3	6,1
EV/EBITDA	14,2	5,5	3,0	2,5
Капитализация, млн. \$	361			
EV, млн. \$	339			
Кол-во акций, млн.	24			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 53. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Сильные балансовые показатели
- Предоставляет полный набор телекоммуникационных и Интернет услуг
- Альфа Груп 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. 56. Основные события

Дата	Событие
4 марта	Агентство S&P присвоило Голден Телекому кредитный рейтинг долгосрочного кредитования BB-, наивысший рейтинг среди российских телекомов. Агентство S&P присвоило Голден Телекому кредитный рейтинг долгосрочного кредитования BB-, наивысший рейтинг среди российских телекомов и равный рейтингу ЛУКОЙла.
5 марта	Выручка Golden Telecom в 4кв.02 возросла до \$76,8 млн. за счет консолидации Совинтела. GTI опубликовал результаты за 4Кв02 и за 2002. Результаты за 4Кв02 полностью отражают консолидацию Совинтела, который был консолидирован 17 сентября 2002 г. Выручка в размере \$76,8 млн. практически соответствует нашим ожиданиям, но EBITDA в размере \$24,7 несколько ниже ожидаемого нами уровня в \$28 млн. Чистая прибыль составила \$13 млн. (мы ожидали \$12 млн.). Более высокая, чем ожидалась, чистая прибыль обусловлена очень низкими налоговыми платежами в размере \$0,8 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка

МТС

Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	893	1 393	1 953	2 551
EBITDA, млн. \$	424	723	938	1 148
Чистая прибыль, млн. \$	207	295	423	594
P/E	20,0	14,1	9,8	7,0
EV/EBITDA	10,6	6,2	4,8	3,9
Капитализация, млн. \$	4 149			
EV, млн. \$	4 480			
Число абонентов, '000	4 246			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 55. 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

- Покупка Таиф Телкома
- Экспансия на новые рынки

Угрозы

- Снижение ARPU в регионах

Источники: оценки Альфа-банка



Илл. 57. Основные события

Дата	Событие
3 марта	МТС получила лицензию на связь GSM на Самарскую область (уровень проникновения 19%). МТС получила лицензию на связь GSM 900/1800 в Самарской области, одном из наиболее развитых и конкурентных регионов России в плане мобильной связи, в котором на данный момент уровень проникновения составляет 19%. В регионе уже работают 3 оператора GSM: ВымпелКом, Мегафон, СМАРТС. МТС – единственный оператор из «Большой тройки», у которого отсутствовала лицензия на Волжский макро-регион. Однако у МТС уже есть лицензии на различные области, входящие в Волжский макро-регион (включая Саратовскую область и Башкортостан).
7 марта	Украинские власти зарегистрировали передачу 57,7% UMC компании МТС. МТС объявила, что украинские регистрирующие органы зарегистрировали передачу 57,7% UMC (1,7 млн. абонентов, 46% украинского рынка мобильной связи) МТС 4 марта. Мы не ожидаем, что эта новость отразится в цене МТС в краткосрочной перспективе, так как она уже учтена благодаря многочисленным заявлениям, что сделка скоро завершится.
18 марта	Агентство S&P оставило без изменений рейтинг МТС после соглашения DT и Системы Телеком. Агентство S&P заявило, что не намерено менять рейтинг МТС (В+) после объявления о соглашении между DT и Системой Телеком о покупке Системой 10% акций МТС. Агентство не ожидает негативных изменений в стратегии компании, в её финансовой и дивидендной политике, но будет продолжать внимательно смотреть за дальнейшей стратегией МТС.
20 марта	Совет Директоров МТС изменил условия соглашения о приобретении дополнительного выпуска акций Кубань GSM. МТС, которая на данный момент владеет 51% последней (приобретены в апреле 2002 г. за \$71,4 млн.), намеревалась выкупить всю дополнительную эмиссию из 3600 акций за \$50,4 млн. и, тем самым, увеличить долю в компании до 64%. Однако, в последствии МТС приняла решение выкупить только 353 акции за \$4,94 млн., а оставшаяся часть выпуска была аннулирована. Мы считаем, что это событие нейтрально по отношению к МТС, так как она уже консолидирует Кубань GSM в своей отчётности. Для компании важнее довести владение до 100%, что возможно в соответствии с опционным соглашением с Кубтелекомом (компания, которая владеет оставшимися 47.3% Кубань GSM) на выкуп пакета до 15 февраля 2006 г., но не ранее, чем через два года после приобретения контрольного пакета.
24 марта	МТС может получить локальный листинг акций, если это будет необходимо для размещения T-Mobile 5% акций МТС на рынке. Соглашение между АФК Система и DT предусматривает помимо продажи Системе 10% акций МТС, размещение еще 5% МТС, принадлежащих T-Mobile's (мобильной «дочке» DT) на открытом рынке. Для того чтобы осуществить это размещение, акциям МТС может понадобиться локальный листинг. Таким образом, МТС осуществит все мероприятия, определенные российским законодательством для получения локального листинга и посодействует T-Mobile и JP Morgan Chase (банка-депозитария АДР МТС) в получении одобрения российских властей. Акции МТС могут быть размещены в РТС или на ММВБ. Дополнительная эмиссия акций не планируется.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	423	768	1230	1476
EBITDA, млн. \$	148	322	531	660
Чистая прибыль, млн. \$	47	130	250	313
P/E	43	15,7	8,1	6,5
EV/EBITDA	15,7	7,3	4,4	3,5
Капитализация, млн. \$	2 024			
EV, млн. \$	2 191			
Число абонентов, '000	2 437			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 58. 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. 58. Основные события

Дата	Событие
6 марта	Получение лицензии GSM-900 на Санкт-Петербург и Ленинградскую область ВымпелКомом может снизить его капитальные затраты. ВымпелКом получил в дополнение к лицензии GSM-1800 лицензию GSM-900 на предоставление услуг в Санкт-Петербурге и Ленинградской области. По словам начальника Радиочастотного Центра, компания может получить часть так называемых «пораженных частот», т.е. частот с ограниченным излучением, которые могут использоваться только в метро. На данный момент эти частоты принадлежат МТС и Мегафону, но они не используют их в полном объеме. Три оператора договорились о расчистке этих частот для полного использования. Основная часть работ будет завершена в мае и к тому времени ВымпелКом может получить необходимые частоты для развёртывания сети GSM-900. Это положительная новость для ВымпелКом
19 марта	ВымпелКом-Р получит \$58,5 млн. от Альфа-Эко Телеком раньше, чем предусматривалось, для финансирования регионального развития. ВымпелКом-Р может получить \$58,48 млн. инвестиций от Альфа-Эко Телеком ранее, чем ожидалось. В частности, последняя может исполнить свой опцион на покупку акций ВымпелКом-Р с опережением расписания (что было запланировано на конец октября) и увеличить свою долю в компании с 17,5% до 30%. Новая структура владения ВымпелКом-Р будет следующей: ВымпелКом, Альфа и Теленор будут владеть долями из 55%, 30% и 15%, соответственно.

Источник: оценки Альфа-Банка



Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 59. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	273	329	371	441
ЕБИТДА, млн. \$	126	161	188	239
Чистая прибыль, млн. \$	13	34	59	91
P/E	53,2	19,9	9,4	6,2
EV/ЕБИТДА	5,6	4,4	3,8	3,0
Капитализация, млн. \$	627			
EV, млн. \$	712			
Используется линий, '000	176			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 60. 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. 61. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	837	862	861	875
ЕБИТДА, млн. \$	319	371	359	351
Чистая прибыль, млн. \$	135	117	67	64
P/E	9,5	10,9	19,1	19,9
EV/ЕБИТДА	3,4	2,9	3,0	3,1
Капитализация, млн. \$	1 202			
EV, млн. \$	1 088			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 62. 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

- Консолидация региональных компаний связи

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 59. Основные события

Дата	Событие
3 марта	Ростелеком договорились о перераспределении доходов от трафика дальней связи в 2003 г. Ростелеком и МГТС достигли соглашения относительно финансовых взаимоотношений в 2003 г. Согласно данному соглашению, базовый объем платежей Ростелекома МГТС останется на уровне прошлого года (за объем трафика равный уровню прошлого года), однако платежи будут зависеть от объема трафика, превышающего базовый. Если объем трафик в 2003 г. превысит уровень 2002 г., Ростелеком будет платить МГТС по значительно более высокой ставке – 30% (базовая составляет 12%). Это соглашение очень важно для обеих компаний: в Москве ситуация с распределением доходов от дальней связи принципиально отличается от ситуации в регионах.
5 марта	По предварительным данным, выручка Ростелекома по РСБУ в 2002 г. снизилась на 0,4% из-за 11%-го снижения тарифов. Хотя объем всех видов трафика растёт, этот рост происходит в большей части из регионов, а московский трафик, по нашим оценкам, сократился относительно прошлого года. Мы полагаем, что ситуация может измениться начиная с 2003 г. благодаря недавно подписанному соглашению с МГТС относительно перераспределения выручки в Москве, согласно которому доля МГТС в выручке от дальней связи будет зависеть от объема трафика, превышающего некий базовый уровень.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Наталья Шевелёва

В марте продолжался поток позитивных новостей о ГМК Норильский Никель

Металлургия

В марте поток позитивных новостей о ГМК Норильский Никель помог акциям компании противостоять падению индекса РТС. В начале месяца руководству ГМК Норильский Никель удалось разрешить трудовой спор и избежать забастовки. Состоявшаяся 12 марта конференция трудового коллектива большинством голосов высказалась против забастовки, положив конец конфликту между менеджментом и профсоюзами.



Долгосрочная стратегия развития будет опубликована в течение 1-2 недель

Норильский Никель сталкивается с замедлением темпов развития (в связи с приобретением компании Stillwater)

В марте совет директоров ГКМ Норильский Никель утвердил, наконец, долгосрочную стратегию развития компании на период до 2015 г. Новый план (призванный заменить утвержденный в 1999 г «План развития на период до 2010 г.») предусматривает капитальные затраты в объеме \$3-5 млрд за десятилетие. Вслед за переменами в высшем руководстве компании, произошедшими в 2001-2002 гг., было решено пересмотреть и план ее долгосрочного развития. Тем не менее, прошло более года, пока совет директоров утвердил новую программу. План капитальных затрат, направленный на развитие ключевых активов компании, был сильно сокращен (с \$440 млн в 2001 г. до расчетных \$270 млн в 2002 г.). Как мы ожидаем, подробности долгосрочной стратегии развития ГКМ Норильский Никель будут опубликованы в ближайшую пару недель, что увеличит прозрачность крупнейшего в России производителя металлов.

Мы полагаем, что главным фактором роста котировок ГКМ Норильский Никель в 2003 г. остается возобновление продаж палладия в прежних объемах, включая подписание долгосрочных контрактов с его конечными потребителями, а также приобретение компании Stillwater. В марте 2003 г. Stillwater достигла соглашения с консорциумом банков-кредиторов "Stillwater", в результате которого подписаны поправки к кредитным соглашениям, позволяющие американской компании завершить сделку с ГКМ "Норильский никель".

Тем не менее, утверждение сделки Федеральной торговой комиссией США и акционерами компании Stillwater, вероятно, приведет к отсрочке ее приобретения до 2-го полугодия 2003 г.

В целом, мы ожидаем в апреле дальнейших хороших новостей от ГКМ Норильский Никель (в частности, публикации его стратегии и финансовых итогов за 1-й кв. и 2-й кв. 2002 г., по МСФО) и сохраняем рекомендацию: **НАКАПЛИВАТЬ** акции компании.

Норильский Никель

Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 525	3 351	4 090	4 313
EBITDA, млн. \$	1 485	812	1 174	1 228
Чистая прибыль, млн. \$	484	198	623	721
P/E	11,0	26,8	8,5	7,4
EV/EBITDA	4,0	7,3	5,0	4,8
Капитализация, млн. \$	5 316			
EV, млн. \$	5 912			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 64. 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. 60. Основные события

Дата	Событие
3 марта	Полюс увеличил выручку на 85% год-к-году до \$250 млн. Компания добыла 25.8 тонн золота в 2002. Рост выпуска составил 65% год-к-году, что соответствует планам добычи компании на 2002 в размере 25 тонн. В результате как роста цен на золото, так и роста добычи, выручка выросла на 85% с \$135 млн. в 2001 до \$250 млн. в 2002. Чистая выручка выросла на 57% с \$54 млн. в 2001 до \$85 млн. в 2002. Тем не менее, мы бы хотели упомянуть, что чистая рентабельность снизилась с 40% в 2001 до 34% в 2002. Снижение рентабельности может объясняться изменениями в технологическом процессе, так как в 2002 компания начала добывать и перерабатывать сульфидные руды, что увеличило затраты на производство. В 2002 производство золото из сульфидных руд составило 40% от общего выпуска.
4 марта	Совет директоров Норильского Никеля одобрил кандидатов в члены совета директоров, 5 кандидатов представляют Интеррос и Норильский Никель. Совет директоров ГМК Норильский Никель утвердил список кандидатов в совет директоров, который будет одобрен общим собранием акционеров в июне (точная дата еще не назначена). В новом совете директоров 9 мест. Только пять кандидатов напрямую представляют Интеррос и Норильский Никель: Андрей Бугров, Андрей Клишас, Леонид Рожецкий, Кирилл Паринов и Михаил Прохоров. Первые три кандидата входят в действующий совет директоров. Мы полагаем, что все эти кандидаты будут одобрены общим собранием акционеров.
12 марта	На конференции трудового коллектива ГМК Норильский Никель только один делегат выступил за забастовку. В ходе конференции трудового коллектива ГМК Норильский Никель делегаты проголосовали против забастовки. Из 449 участников один делегат проголосовал против прекращения процедуры трудового спора, и 412 за его прекращение. В конце декабря 2002 г. профсоюзы объявили о начале трудового спора по поводу зарплат (главная сфера противостояния) и других проблем, включая предоставление дополнительных оплачиваемых отпусков и раскрытие данных о величине вознаграждений высшим менеджерам. Данная конференция была призвана решить конфликт. Конференция приняла решение подвести итоги коллективного договора на 2Кв04.
18 марта	Совет Директоров Норильского Никеля утвердил концепцию производственно-технического развития компании до 2015 г. Мы ожидаем, что детали плана будут опубликованы в ближайшем будущем. План развития определяет капитальные затраты ГМК Норильский Никель, перспективы развития добывающего и перерабатывающего направлений, а также другие ключевые аспекты долгосрочного развития производства и технологий. Мы рассматриваем публикацию стратегии в качестве сильного катализатора для акций компании, но основным определяющим фактором на 2003 г. останется подписание долгосрочных контрактов с конечными потребителями палладия. Мы ожидаем, что Норильский Никель в 2003 г. реализует 2,3 млн. унций палладия
21 марта	Продажа заложенного ранее никеля может увеличить чистую прибыль Норильского никеля в 2003 на 26% до \$785 млн. Норильский Никель объявил о том, что компания разблокировала 10000 тонн никеля из 60000 тонн, предоставленных в залог для кредита в \$200 млн. Компания получила кредит в размере \$200 млн. от синдиката западных банков в мае 2002, кредитная ставка составила Libor +2%. Мы предполагали, что компания получит право выкупать металл не ранее чем через год после предоставления кредита. Однако видимо, соглашение содержало пункт, позволяющий Норильскому Никелю выплачивать кредит и продавать металл на спот рынке раньше.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 789	1 897	2 090	1 973
ЕБИТДА, млн. \$	284	416	536	434
Чистая прибыль, млн. \$	-467	124	206	119
P/E	N/3	10,3	6,2	10,6
EV/ЕБИТДА	4,7	3,2	2,5	3,1
Капитализация, млн. \$	1269			
EV, млн. \$	1344			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 67. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Прочное финансовое положение, норма EBITDA (МСФО) в 2001 г. – 16% • Профессиональная команда руководства
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении – около 6% • Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Проектно производству труб большого диаметра • \$180 млн. СП с Arcelor по производству оцинкованной стали
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Введение дополнительных ограничений на экспорт • Ухудшение условий поставки сырья – угля и руды

Источники: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев CFA

(7 095) 795-3736

Павел Соколов

Volvo создает СП в Зеленограде

Машиностроение

Март был отмечен рядом событий в автомобильной отрасли. На конференции по автомобилестроению, проведенной институтом Adam Smith, прозвучали заявления о создании совместных предприятий в РФ. Во-первых, фирма Volvo Truck совместно с АФК «Система» приступила к сборке грузовиков Volvo в подмосковном Зеленограде. Мощность сборочного предприятия – 300 грузовиков серий FH и FM в год. В 2002 г. в России было продано свыше 1700 новых грузовиков западного производства, из которых 425 были изготовлены компанией Volvo. Мы полагаем, что все ее грузовики местной сборки будут реализованы на российском

**АвтоВАЗ планирует аутсорсинг производства запчастей**

рынке. Это СП является вторым в России (после Ivesco-УралАЗ) совместным предприятием по сборке грузовиков.

Во-вторых, АвтоВАЗ объявил, что в июне зарегистрирует дочернее предприятие под названием «Промышленный парк» для создания производственных площадей и сдачи их в аренду третьей стороне – производителям запасных частей. Производственные площади будут расположены на территории вблизи завода АвтоВАЗа, и после ввода дочернего предприятия в строй производство всех запчастей к легковым автомобилям ВАЗ будет осуществляться вне завода. Как полагает руководство АвтоВАЗ'а, это поможет привлечь иностранных производителей автомобильных запчастей, что облегчит запуск в производство автомобиля марки «Калина». СП «Промышленный парк» создается с участием АвтоВАЗ'а (24% уставного капитала) и германской фирмы Ferrostaal (48%), производителя металлоизделий и оборудования. Последняя фирма имеет опыт создания технопарков для автомобилестроительных компаний в Европе.

Новая модель для СП «GM-АвтоВАЗ»

В-третьих, по словам представителей АвтоВАЗ, достигнута договоренность с GM о том, что СП «GM-АвтоВАЗ» запустит в производство модель *Opel Astra*. Наша расчетная модель на базе DCF для АвтоВАЗ'а предполагает производство 25 000 автомобилей марки *Opel Astra*, начиная с 2005 г. Аналогичный пример можно привести в связи с продажами автомобилей модели Ford Focus – в 2002 г. было изготовлено 3 600 таких машин, и в 2003 г. компания планирует продать их 14 000. В объём продаж за 2002 г. входят и 1 670 машин, изготовленных в Ленинградской области, а в 2003 г. вся сеть дилеров полностью перейдет на реализацию автомобилей марки Ford Focus местной сборки. Т.о., проект *Opel Astra* представляется нам целесообразным.

ОМЗ привлекли более дешёвые финансовые средства

6 марта ОМЗ выпустили рублевые облигации (со сроком погашения 6 лет) на сумму 900 млн. руб. (\$28,5 млн) с купонной ставкой 13%. Как сказано в пресс-релизе компании, более 70% этих средств пойдет на погашение ее краткосрочных обязательств, достигших в настоящее время \$90 млн.

ОМЗ подали заявку на покупку акций дочернего предприятия ЛУКойла по производству буровых работ

В марте компания ЛУКойл получила сразу две заявки на покупку акций ее дочернего предприятия «ЛУКойл-Бурение». Одна из заявок подана ОМЗ в кооперации с фирмой Schlumberger. Последняя фирма хорошо представлена на российском рынке услуг в сфере нефтедобычи, тогда как ОМЗ готова поставлять компании оборудование (например, буровые установки). ЛУКойл планирует рассмотреть поданные заявки к середине апреля (ожидается, что за свое дочернее предприятие компания получит \$280-300 млн.). Заявка соответствует стратегии развития ОМЗ и позволит увеличить их долю на российском рынке бурового оборудования.

Помимо сделки с ЛУКойл, катализаторами роста котировок акций ОМЗ остаются следующие факторы: свежие данные об интеграции недавно приобретенных компаний, а также о новой политике в сфере слияний и поглощений, ожидаемые во 2-м кв. 2003 г.; итоги за 2002 г. по US GAAP, которые будут опубликованы в мае 2003 г., а также возможный листинг ОМЗ на Лондонской фондовой бирже в 3-м кв. 2003 г.



Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	352	371	414	428
EBITDA, млн. \$	61	61	67	67
Чистая прибыль, млн. \$	21	14	25	25
P/E	10,1	15,2	8,6	8,5
EV/EBITDA	3,5	3,5	3,2	3,2
Капитализация, млн. \$	212			
EV, млн. \$	212			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 61. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста на российском рынке машиностроения; 70% рынка бурового, 78% металлургического, 95% горнодобывающего оборудования
- Рост ликвидности акций вследствие выпуска АДР 1-ого уровня

Слабые стороны

- Низкая рентабельность (норма чистой прибыли в 2002(оц.) – 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 (плавучие буровые платформы)

Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 62. Основные события

Дата	Событие
5 марта	Агентство S&P подтвердило кредитный рейтинг CCC+ для ОМЗ. Пересмотр рейтинга был вызван приближающимся размещением облигаций. 6 марта ОМЗ разместит 6-летние рублёвые облигации на сумму 900 млн. руб. (\$28,5 млн.). В соответствии с пресс-релизом компании, стоимость привлечения не превысит 14%, а более 70% из этой суммы будет направлено на погашение краткосрочной задолженности, которая на данный момент составляет \$90 млн. В 2003 г. ОМЗ должна погасить двухлетние облигации, выпущенные в апреле 2001 г. с купоном 18%.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA

(7 095) 795-3736

Александр Свинов

ВБД увеличил продажи на 22,3% до \$824,7 млн., прибыль выросла лишь на 13% до \$35,7 млн

Акционер ВБД продал 7% пакет частному фонду, действующему вероятно, в интересах других акционеров

Пищевая промышленность и розничная торговля

Компания Вимм-Вилль-Данн (ВБД) объявила о значительном росте продаж за 2002 г. (рост на 11,7% до 946 т. т. молока и молочной продукции и рост на 45,7% до 467.6 т.т соков, при увеличении совокупного объема продаж на 22,3% до \$824,7 млн.). В то же время компания допустила существенное увеличение издержек – рост коммерческих расходов, в годовом исчислении, достиг 76%, что привело к весьма скромному росту чистой прибыли на 13% (до \$35,7 млн.). Инвесторы были разочарованы, и это, при отсутствии новостей о стратегическом интересе со стороны Danone, отразилось в падении котировок ВБД почти до исторического минимума. Мы считаем итоги компании за 4-й кв. 2002 г. неудовлетворительными с точки зрения управления издержками, однако отмечаем, что ВБД сумел увеличить долю рынка в обоих секторах (13,3% рынка молочной продукции и 39,1% рынка соков). Это – важное достижение, укрепляющее позиции компании и делающее ВБД более привлекательным объектом, с точки зрения стратегических инвестиций.

Один из частных акционеров компании продал свой пакет (6,95% акций) частному инвестиционному фонду. 3 марта Александрс Тимохинс продал свой пакет фонду United Burlington Investments, который, как предполагается, действует от имени этих акционеров. Мы не видим в этом угрозы для деятельности компании, поскольку позиции основных акционеров не изменились, и новый акционер не будет иметь возможности влиять на операции компании.



Продажи Балтики упали в 4Кв02 на 13%, прибыль сократилась на 29,6%. Мы пересматриваем нашу рекомендацию и расчетную цену

Рост продаж Сан Интербрю за 2002 составил 16,6%, чистый убыток – \$3,4 млн из-за укрепления Евро и списания оборудования

Балтика объявила более низкие, чем ожидалось, финансовые итоги за 4-й кв. 2002 г., что подкрепляет нашу растущую озабоченность по поводу замедления развития пивного рынка. Ее выручка за 4-й кв. 2002 г. упала, на 13,1% год-к-году, тогда как операционные затраты (включая рекламные и транспортные расходы) выросли, что привело к снижению операционной прибыли на 35,8% и чистой прибыли на 29,6%. Отметим, что компании пришлось снизить нетто цену продаж за гектолитр продукции на 2,5%, чтобы поддержать продажи. Эта мера может серьезно повлиять на долгосрочные перспективы компании с точки зрения ее выручки. Мы пересматриваем наши прогнозы и рекомендации по компании Балтика.

28 марта Сан Интербрю опубликовал итоги за 4-й кв. 2002 г. и за 2002 г. Рост продаж за год составил 16,6% (до \$409 млн.), в то время как чистый убыток составил \$3,4 млн. (против прибыли в \$20 млн. в 2001). Убыток объясняется списанием устаревшего оборудования (\$ 7,3 млн.) и потерями из-за укрепления Евро к рублю (\$29,2 млн.). Как и ожидалось, в 4-м квартале компания показала существенный рост продаж (10,3% в России и 26,7% на Украине год-к-году), в то время как российский рынок вырос лишь на 1%. Доля рынка компании, сократившись в первую половину года до 11,8% возросла до 12,5% за июль-декабрь. Улучшение позиций компании в 4Кв02 объясняется несколькими факторами: компания устранила отсутствие мощностей в сегментах пластиковой и баночной упаковки, был произведен ряд кадровых перестановок, включая назначение Джо Стрелла директором российского отделения компании (ранее он руководил украинским отделением компании и добился лидирующих позиций на рынке). Тем не менее, нам придется подождать результатов за 2-й кв. – 3-й кв. 2003 г. – пиковые сезоны потребления пива, чтобы оценить, насколько эффективны меры, предпринимаемые компанией.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ Вимм-Билль-Данн

Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	674,6	816,2	963,2	1108,0
ЕВITDA, млн. \$	73,7	90,1	110,2	115,6
Чистая прибыль, млн. \$	31,7	43,4	50,4	54,8
P/E	23,26	17,03	14,65	13,48
EV/EVITDA	11,35	9,28	7,59	7,23
Капитализация, млн. \$	738			
EV, млн. \$	837			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 64. 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. 65. Основные события

Дата	Событие
3 марта	Вимм-Билль-Данн увеличил производство в 2002 году на 21%, на 10-20% быстрее рынка. Вимм-Билль-Данн, крупнейший производитель молока и соков в России, опубликовал производственные данные за 2002 год, подтверждающие укрепление позиций компании на рынке. Производство молочных продуктов выросло на 11,7% до 946 тыс. тонн против нашего прогноза в 954,4 тыс. тонн (-0,8%), в то время как рынок молочных продуктов вырос в среднем лишь на 6,1%. Соответственно, рыночная доля компании увеличилась на 0,7% до 13,3%. Однако, в сегменте соков дела компании еще успешнее: рост на 45,7% до 476,7 млн. л, опережая наш прогноз в 454,7 млн. л более чем на 1%. Таким образом, компания контролирует 39,1% рынка соков (рост доли рынка составил 5,6% за год). Рынок соков показал в прошлом году рост в 25%.
13 марта	Новый завод Вимм-Билль-Данна по розливу воды, стоимостью \$7 млн., диверсифицирует бизнес компании. Вимм-Билль-Данн (ВБД), лидирующий российский производитель соков и молочных продуктов, открыл завод по розливу воды в Новгородской области. Максимальная мощность завода – около 1,3 млн. гл воды в год. Стоимость строительства завода «с нуля» не высока (\$5,32 за гл) по сравнению с недавним приобретением Nestle компании Clear Water (\$80 за гл). Хотя Clear Water – уже работающая компания, не требующая дополнительных инвестиций или прочих затрат, новый завод ВБД все же существенно дешевле.
17 марта	Вимм-Билль-Данн увеличил выручку на 22,3% год-к-году; чистая прибыль выросла только на 12% из-за высоких коммерческих и дистрибьютерских расходов. Вимм-Билль-Данн, российский лидер по производству молочных продуктов и соков, опубликовал впечатляющий рост продаж на 22,3% год-к-году. Рост выручки от продажи молочных продуктов был вызван увеличением объемов продаж на 11,7% и ростом цен на 3,9% благодаря более дорогому ассортименту продуктов. Рост выручки от продаж соков связан с ростом объемов на 45,7%, в то время как цены снизились на 5,1% год-к-году. Что касается затрат, то коммерческие и управленческие затраты подпрыгнули на 76,1% из-за роста стоимости транспортировки и затрат на рекламу, а также из-за роста затрат на персонал (компания купила 8 новых заводов в прошлом году). Быстрый рост затрат привел падению рентабельности: чистая прибыль выросла только на 12,3% до \$35,8 млн., и EBITDA увеличилась на 13% до \$83,3 млн.
21 марта	Один из акционеров ВБД продал свой 7%-ный пакет за \$60 млн., или по \$19,6 за акцию. А. Тимохин, один из акционеров компании, продал свой пакет из 6,95% акций ВБД частному инвестиционному фонду United Burlington Investments. Компания выплатила 3 марта за пакет около \$60 млн, или примерно \$19,6 за акцию, что близко к рыночной цене на ту дату. По нашему мнению, эта новость нейтральна по отношению к компании – новый акционер, также как и продавец не будет участвовать в управлении компанией

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	537	668	775	884
EBITDA, млн. \$	203	229	267	289
Чистая прибыль, млн. \$	129	136	164	178
P/E	11,09	10,50	8,71	8,06
EV/EBITDA	7,08	6,30	5,39	4,99
Капитализация, млн. \$	1 432			
EV, млн. \$	1 441			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 72. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Ведущий российский производитель пива, обладающей национальной маркой • Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров • Одно из наиболее прибыльных пивоваренных предприятий развивающихся рынков
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Отсутствие полностью интегрированной дистрибьюторской сети • Низкая ликвидность и незначительный объем акций в свободном обращении
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Рост потребления пива в России • Стремление и способность увеличить долю рынка
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 66. Основные события

Дата	Событие
7 марта	Балтика, ведущая пивоваренная компания России, продолжает реализацию программы по сокращению издержек: компания упрощает этикетки двух из основных брендов – «Арсенальное» (Тула) и «Дон» (Ростов-на-Дону). 1 января 2003 г. акциз на пиво был повышен на 25%, что повлияло на цены и, в свою очередь, на выручку пивоваров. Мы полагаем, что экономия на этикетках позволит компании сохранить рентабельность производства на прежнем уровне без необходимости повышать цену. Мы считаем, что эта мера не снизит привлекательность пива, так как «Арсенальное» и «Дон» находятся в сегменте пива более дешёвых брендов, где цена бутылки – более важный фактор, чем стиль этикетки. Мы положительно рассматриваем этот шаг, часть программы Балтики по сокращению издержек, которая также включает в себя строительство солодовенного завода, электростанции и оптимизацию сети распространения.
19 марта	Балтика намерена повысить дивиденды; мы оцениваем доходность в 2,7% по обычным и 4,5% по привилегированным акциям. Балтика, намерена увеличить размер дивидендов за 2002 г. Компания ещё не раскрыла их точный размер, но мы ожидаем незначительный рост на 3 п.п. так как компания сократила инвестиционную программу на 2003 г. до \$150 млн. (с \$195 млн. в 2002 г.). Мы полагаем, что дивиденды составят \$0,33 на обыкновенную акцию и \$0,43 на привилегированную, что соответствует доходности 2,7% и 4,5%. Ежегодное собрание акционеров назначено на 31 марта.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю

Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	351,5	404,4	458,9	521,2
ЕБИТДА, млн. \$	85,3	70,4	146,1	159,2
Чистая прибыль, млн. \$	20,1	17,2	69,7	82,6
P/E	4,51	5,26	1,30	1,10
EV/ЕБИТДА	1,93	2,34	1,13	1,03
Капитализация, млн. \$	91			
EV, млн. \$	165			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 75. 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

Илл. 67. Основные события

Дата	Событие
------	---------

6 марта	<p>САН Интербрю диверсифицирует формат упаковки для пива высших сортов. САН Интербрю, второй по величине российский производитель пива, запускает новые виды упаковки для своего пива сортов премиум. Компания начнет разливать Сибирскую Корону (премиум-сорт), Клинское Экстра и Редкое (оба сорта представляют пиво премиум сорта в основном сегменте) в бутылки по 0,5 л. и 0,33 л.. Также запускается розлив Клинского в пластиковые бутылки объемом 1 л., что соответствует стратегии компании восстановить долю рынка в этом сегменте, которая на настоящий момент оценивается в 7%, против общей доли на рынке в 11,7%. Начало выпуска пива в новых упаковках будет сопровождаться рекламной кампанией.</p> <p>Мы позитивно относимся к запуску нового формата, так как надвигающийся сезон повышенного потребления пива и возросшие доходы потребителей будут стимулировать рост спроса на пиво класса премиум быстрее рынка.</p>
---------	---

Источник: оценки Альфа-Банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	83	84	102	122
ЕБИТДА, млн. \$	17	16	19	25
Чистая прибыль, млн. \$	8	9	12	13
P/E	16,10	13,73	10,78	9,71
EV/ЕБИТДА	8,20	8,47	6,99	5,45
Капитализация, млн. \$	126			
EV, млн. \$	136			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 77. 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

В 2002 г. банковские кредиты выросли на 62% и достигли 17% ВВП

Из-за роста розничных депозитов (44% в год) выросла стоимость привлеченных средств

Банковский сектор

В 2002 г. уровень кредитования российским банковским сектором был на 62% выше, чем в 2001 г. Отношение суммы банковских кредитов к ВВП на конец 2002 г. достигло 17% (против 14% ВВП в 2001 г.). Банковские активы составляют 36% ВВП, а розничные депозиты - 9% ВВП. Впрочем, этот рост объясняется, в целом, не столько процессом реформ, сколько стабильными макроэкономическими условиями.

В 2000 г. рост корпоративных депозитов (72%) происходил гораздо быстрее увеличения розничных депозитов (45%), но, начиная с 2001 г. корпоративные счета оставались почти без изменений. Ежегодный рост роз-



Быстрое увеличение объема долларовых депозитов отражает рост доверия к банкам

ничных депозитов на 42-44% в период 2001-2002 гг. хотя и увеличивает срок погашения банковских обязательств, но при том ведет к значительному увеличению стоимости привлеченных денежных средств.

Существенное увеличение розничных депозитов, начиная с 2001 г., объяснялось, главным образом, притоком валютных депозитов, которые росли вдвое быстрее рублевых. К 2003 г. доля валютных депозитов достигла 38% от общего объема розничных депозитов, по сравнению с 35% в 2001 г. Как мы полагаем, это объясняется ростом доверия к финансовому сектору и отражает перевод населением денег «из-под матрасов» на банковские счета. Быстрый рост долларовых депозитов привел к уменьшению монополии Сбербанка на рынке депозитов (с 72% до 68%), так как банк контролирует лишь 40% рынка валютных депозитов.

Кредитование сектора розничной торговли выросло до 16% от объема всех займов; розничные заемщики пока составляют 7%

Если рассмотреть кредитные портфели с учетом структуры клиентской базы, то розничные заемщики все еще получают лишь 7% кредитов, а их доля в суммарном кредитовании даже сокращается. Это указывает на то, что большинство банков считает розничное кредитование делом слишком рискованным и дорогостоящим. В 2002 г. 30% всех кредитов было предоставлено промышленным производителям, еще 16% - сектору розничной торговли. Для сравнения: в 2000 г. на долю последнего пришлось лишь 10% суммарного кредитного портфеля.

Сокращение нормы прибыли заставит банки брать на себя более высокие кредитные риски

Мы ожидаем, что увеличение доли розничных депозитов в суммарных обязательствах российских банков приведет к росту стоимости привлеченных средств (с 6% сегодня до 7-8% в 2003 г.). При этом банкам придется снизить ставки по кредитам, предоставляемым крупнейшим заемщикам, что будет соответствовать нисходящему тренду доходности на мировых рынках, особенно тренду снижения доходности по российским облигациям. Сокращение банковских прибылей заставит банки при выработке кредитной политики брать на себя повышенные риски.

Сбербанк

Илл. 68. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	25 635	32 483	36 539	38 000
Чистая прибыль, млн. \$	912	1 089	1 198	1 220
P/E	4,4	3,4	3,3	3,2
Капитализация, млн. \$	3 941			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 69. 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. 70. Основные события**

Дата	Событие
3 марта	Фонд обязательного резервирования может быть урезан; Сбербанк может выиграть от этого \$125 млн. в год, или 10% чистой прибыли. Минэкономразвития предложило поддержать рентабельность в банковском секторе с помощью сокращения фонда обязательного резервирования (ФОР). В данный момент, российские банки должны депонировать в ЦБР 7% от рублёвых депозитов и 10% – по валютным вкладам и счетам юридических лиц. От европейских банков требуется заморозка только 2% депозитов, в США – 1-5%. Текущий размер российского ФОР равен \$4,3 млрд.
18 марта	Снижение ФОР и твердый рубль увеличат прибыль Сбербанка на \$445 млн.; мы сохраняем расчетную цену на уровне \$265 и ожидаем IAS 2002. В 2002 кредиты российских банков возросли на 62% по сравнению с 2001 годом. Доля кредитов в ВВП составила 17% к концу 2002 против 14% в 2001. Банковские активы представляют 36% ВВП, и депозиты частных лиц – 9% ВВП. Принимая во внимание важный рост депозитов частных лиц на 44% в 2002, мы ожидаем роста банковской стоимости фондирования с 6% до 7-8%. Недавнее ралли на внутреннем рынке облигаций в сочетании с низкими ставками на международных рынках приведет к снижению процентных ставок по кредитам и понизит рентабельность банков.
20 марта	Сбербанк сократил кредитование Газпрома с \$1,4 млрд. до \$0,9 млрд.; мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ и расчётную цену \$265. Кредитование Газпрома теперь соответствует нормативу ЦБР максимального кредитования одного заёмщика в размере 25% от капитала. Исходя из того, что капитал Сбербанка составил на конец 2002 г. \$3,6 млрд., по нашей оценке, долг Газпрома перед банком примерно равен \$900 млн. Газпром погасил около \$500 млн., чтобы привести норматив Сбербанка к целевому уровню. Однако, принимая во внимание значительную потребность Газпрома в кредитовании, мы не исключаем, что в этом году Сбербанк снова превысит лимит. Однако мы не считаем, что рынок должен быть обеспокоен таким развитием дел, так как частные банки в России гораздо больше кредитуют топливный сектор, и, следовательно, подвержены его рискам, чем Сбербанк. Крупнейшие российские заёмщики составляют 32% кредитного портфеля Сбербанка, что кажется приемлемым.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Валентина Крылова**

(7 095) 795-3742

Екатерина Леонова

(7 095) 785-9678

В марте на рынке преобладал нисходящий ценовой тренд на фоне неблагоприятных международных новостей и оттока средств на долговой рынок Бразилии

Ценовой тренд на развивающихся рынках будет зависеть от новостей из Ирака

Рынок облигаций

В течение первой недели марта произошел резкий подъем котировок российских облигаций (+0,7-+2,6%) благодаря всплеску интереса инвесторов к развивающимся рынкам и притоку средств в этот сектор.

Однако позднее на российском долговом рынке установился нисходящий тренд. Активизация продаж российских облигаций была вызвана следующими факторами:

1. За последние два месяца экономическое положение Бразилии существенно улучшилось. На данном этапе оздоровления экономики вложения в ее долговые обязательства можно считать весьма выгодными. Благодаря заниженной оценке бразильских облигаций возник существенный потенциал роста их котировок, что вызвало отток средств с рынка российских бумаг.
2. В марте резко усилилась обеспокоенность инвесторов в связи с возможным объявлением Турцией дефолта по своим долговым инструментам, что оказало существенное влияние на котировки российского долга. Поводом для беспокойства послужило нежелание американцев оказать Турции финансовую помощь. Первоначально США обещали предоставить ей \$30 млрд., если она разрешит размещение американских войск на своей территории. Однако парламент страны дал согласие только на предоставление воздушных коридоров для американских военных самолетов. В результате такого решения Турция лишилась возможности получить кредит в размере \$30 млрд. Впоследствии, США решило выделить Турции \$1 млрд., что несколько успокоило инвесторов.
3. Опасения, что война в Ираке затянется. С началом войны на развивающихся рынках начались психологические продажи (за два дня котировки российских суверенных инструментов упали в среднем на 0,7-2%). Однако спустя некоторое время паника прошла, и благодаря надеждам на скорое завершение войны цены выросли до прежнего уровня. В целом, котировки российского долга колебались вместе с ценами на других развивающихся рынках, и инвесторы не обращали внимания на падение цен на нефть. В конце месяца опасения, что война может затянуться, вызвали падение цен активов с высокой степенью рисков.

Динамика цен на российском долговом рынке будет всецело определяться поступающими из Ирака новостями независимо от макроэкономических показателей и внутренних событий. Опасаясь затяжной войны, инвесторы будут более осторожными в отношении возможных рисков, что скажется на развивающихся рынках.

Нам кажется наиболее вероятным следующий сценарий развития событий на российском долговом рынке. В краткосрочной перспективе котировки российских облигаций будут колебаться вместе с ценами на других развивающихся рынках независимо от динамики цен на нефть. Таким образом, стремительный успех коалиции во главе с США в войне против Ирака приведет к всеобщему ралли, включая российский долговой рынок. Однако рост котировок российских облигаций будет непродолжительным и очень скоро сменится снижением котировок.

В среднесрочной перспективе на цены российских долговых обязательств будет влиять целый ряд факторов. Во-первых, после окончания войны цены на нефть упадут, и, как следствие, произойдет снижение интереса инвесторов к российским активам. Во-вторых, может усилиться отток средств в бразильские облигации, которые в настоящее время недооценены. Кроме того, успех США в войне заставит инвесторов переключиться с облигаций на акции.



Илл. 71. Основные события

Дата	Событие
3 марта	В марте объем выплат РФ по внешнему долгу составит \$1,5 млрд.
5 марта	Министерство финансов выступает против либерализации рынка госдолга для нерезидентов и намеревается ужесточить условия внешних заимствований. В частности, предлагается создание системы мониторинга внешних заимствований российских компаний.
11 марта	Правительство Турции ушло в отставку. Многие считали, что новый премьер-министр Тайип Эрдоган убедит парламент допустить американские войска в Турцию. Однако эти надежды оказались необоснованными. Таким образом, при самом благоприятном развитии событий США сократят размер финансовой помощи, что повышает вероятность проведения реструктуризации долга Турции.
13 марта	Уругвай сообщил о намерении провести добровольный обмен долга (объем внешнего долга страны составляет \$7 млрд). Рейтинговые агентства резко негативно восприняли эту новость, опасаясь, что реструктуризация задолженности принесет убытки инвесторам. Так, агентство Fitch понизило суверенный рейтинг Уругвая сразу на 3 ступени до уровня «ССС-», при этом прогноз оставлен негативным.
14 марта	Агентство S&P повысило рейтинговый прогноз по долгосрочному прогнозу Альфа-Банка (сейчас это «В-») до уровня положительного.
14 марта	Агентство S&P повысило долгосрочный рейтинг компании АЛРОСА до уровня «В» с «В-».
17 марта	НИКОйл планирует разместить выпуск трехлетних еврооблигаций в объеме \$100-150 млн во второй половине текущего года.
18 марта	Агентство Moody's присвоило компании Голден Телеком долгосрочный рейтинг «B2». Предыдущий долгосрочный рейтинг по шкале S&P находился на уровне «BB-». Рейтинговый прогноз – стабильный.
18 марта	ФРС США не изменила процентные ставки. Поскольку это решение было вполне предсказуемым, оно не оказало никакого влияния на долговой рынок.
20 марта	Анти-иракская коалиция начала военные действия в Ираке. В течение первых двух дней войны на развивающихся рынках произошло резкое падение цен. В частности, котировки российских еврооблигаций снизились в среднем на 0,7-2%. Однако вскоре паника прошла, и котировки облигаций поднялись до прежнего уровня. В настоящее время ценовой тренд на развивающихся рынках зависит от новостей об успехах возглавляемой США коалиции в Ираке.
20 марта	Парламент Турции принял решение об открытии воздушных коридоров для американских военных самолетов и в то же время высказался против дислокации американских войск на территории страны. В ответ на это, пресс-секретарь Белого Дома Ари Флейшер заявил, что сотрудничество Турции было недостаточным и что страна не получит обещанные \$30 млрд. В результате котировки турецких облигаций резко упали на фоне растущей обеспокоенности в связи с возможным дефолтом.
21 марта	АФК Система завершила проведение road show выпуска еврооблигаций со сроком обращения пять лет. Агентство S&P присвоило выпуску долгосрочный рейтинг на уровне «В-». В качестве обеспечения этих еврооблигаций выставляется 10%-ый пакет акций МТС (193,5 млн. акций).

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 72. Динамика валютных облигаций на 26 марта 2003 г.

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 4	14.05.03	99,88	0,00	3,8	3,00	0,13
Минфин 5	14.05.08	84,75	-0,59	6,6	3,54	4,37
Минфин 6	14.05.06	93,25	0,00	5,4	3,22	2,80
Минфин 7	14.05.11	76,50	-1,77	6,9	3,92	6,52
Минфин 8	14.11.07	90,00	0,00	5,6	3,33	4,17
Еврооблигации						
Евро-03	10.06.03	101,38	-0,86	4,8	11,59	0,20
Евро-05	24.07.05	110,25	-0,68	4,1	7,94	2,10
Евро-07	26.06.07	117,38	-0,53	5,4	8,52	3,46
Евро-10	31.03.10	109,75	-0,34	5,9	7,52	0,08
Евро-18	24.07.18	130,38	0,29	7,6	8,44	8,21
Евро-28	24.06.28	146,88	-0,09	8,3	8,68	9,66
Евро-30	31.03.30	85,38	-0,15	8,2	5,86	0,06
Муниципальные облигации						
Москва-04, €	25.10.04	105,90	-1,30	6,2	9,68	1,40
Москва-06, €	28.04.06	111,30	-1,77	6,8	9,84	2,41
Ниж. Новгород	10.03.02	91,75	-3,06	18,2	9,54	0,08
Корпоративные облигации						
ММК, €	18.02.05	101,28	-0,99	9,2	9,87	1,65
Газпромбанк-03	22.12.03	101,34	-0,73	7,6	9,62	0,69
Газпромбанк-05	04.10.05	103,41	-0,96	6,8	8,10	2,15
Альфа-Банк	19.11.05	104,01	-1,41	9,0	10,34	2,20
МДМ-Банк	16.12.05	104,58	-0,68	8,8	10,28	2,27
Роснефть	20.11.06	113,82	-1,71	8,3	11,20	2,84
Сибнефть-07	13.02.07	111,55	-0,04	8,0	10,31	3,11

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка



Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743

Технический анализ

Индекс РТС: равновесный уровень находится вблизи 350

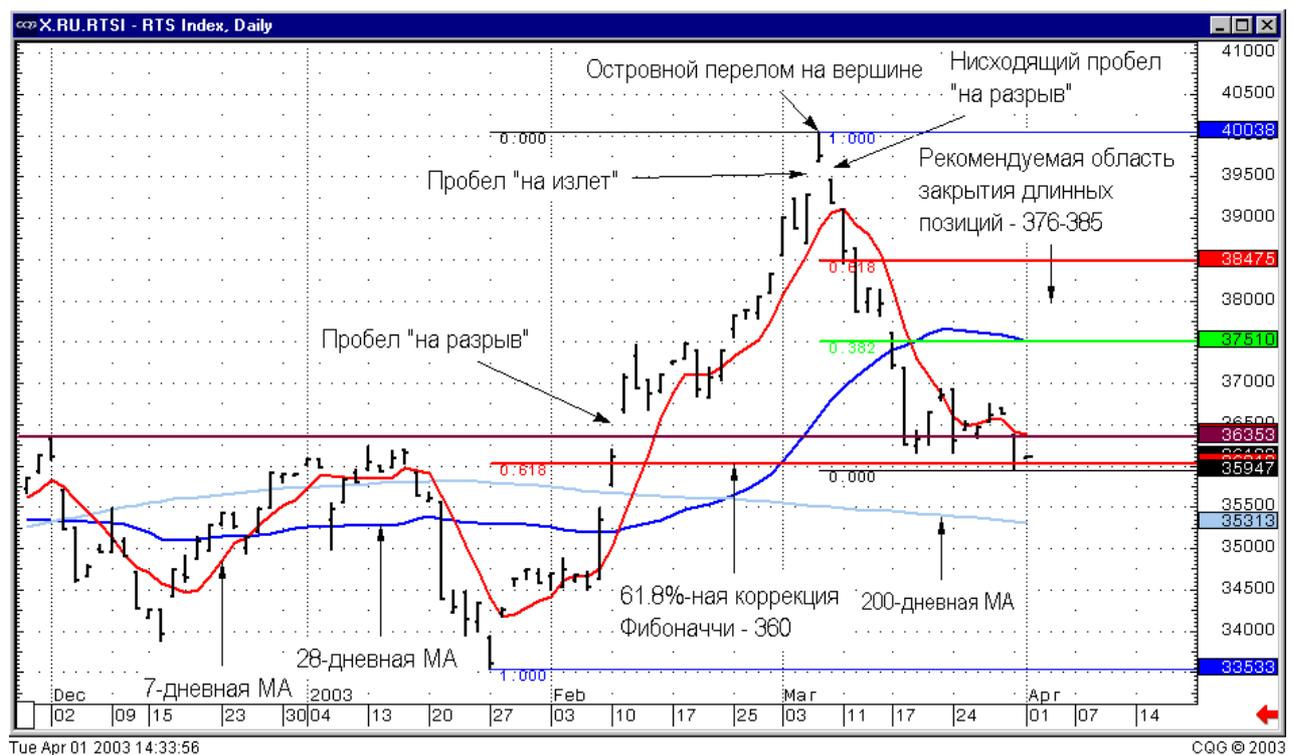
Илл. 73. Индекс РТС – Основные технические индикаторы

Инд	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 01-31 марта			
		Краткосрочный	Долгосрочный					Откр.	Макс.		
РТС	ЗАКРЫВАТЬ 380-385	Медвежий	Нейтральный	С4	426,91	Максимум 2002 года	П1	361,56	Минимум 19.03.03	Откр.	385,49
	ПРОДАВАТЬ 386-395	Замедляется	Меняется на	С3	400,59	Линия тренда	П2	353,51	200-дневная МА	Макс.	400,38
	ЦЕЛЬ 340		нисходящий	С2	394,66	Максимум 07.03.03	П3	345,00	Концентрация	Мин.	359,49
				С1	376,10	28-дневная МА	П4	335,53	Минимум 27.01.02	Закр.	360,33

Источник: оценка Альфа Банка

- Как мы и ожидали, индекс РТС двигался точно внутри диапазона 362-400 в марте
- В апреле индекс будет стремиться к 200-дневной МА с вероятным размахом от 390 до 335
- Мы советуем ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ по 380-385 на возможном отскоке к 390
- Мы рекомендуем ОТКРЫВАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ по 386-395 с технической целью 340

Илл. 74. Индекс РТС – Месячные технические индикаторы по состоянию на 28 марта 2003 г.



Tue Apr 01 2003 14:33:56

©CQG © 2003

Источник: CQG, оценка Альфа Банка

Классический технический анализ

Индексу РТС не удалось закрыться выше 400 в марте, и он сформировал графическую модель «островной перелом на вершине»

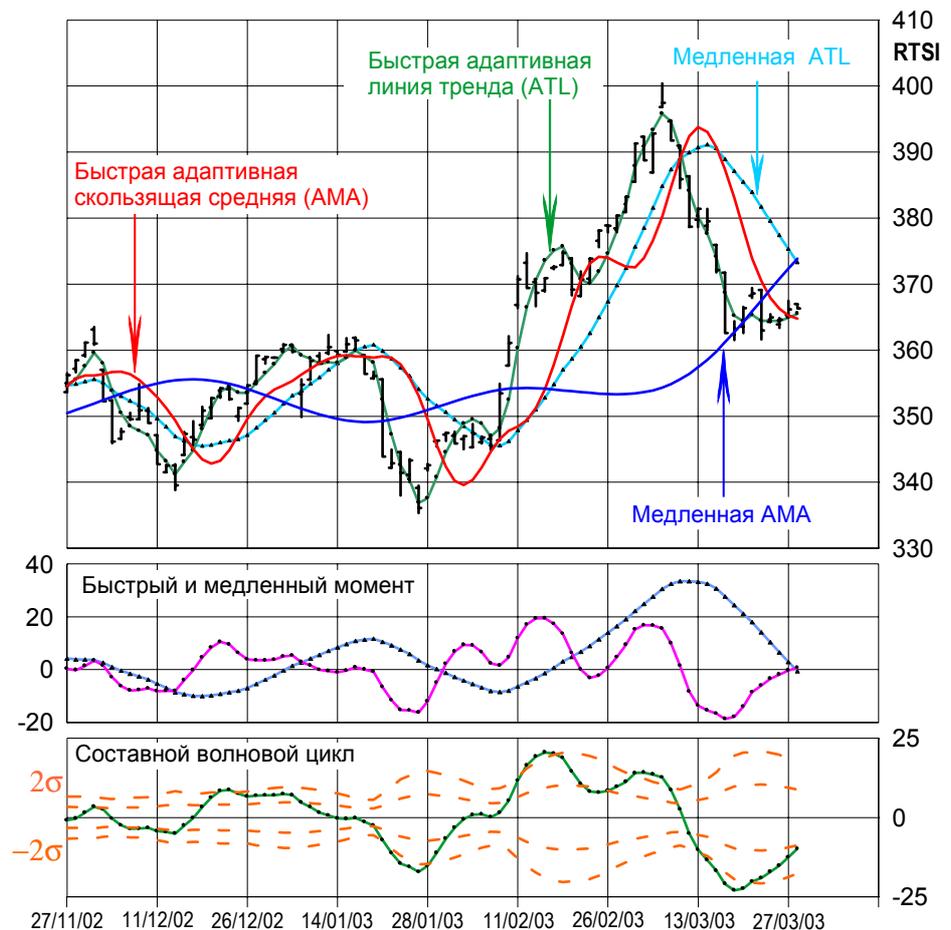
Как мы и ожидали, в марте индекс РТС протестировал важный уровень сопротивления 400, но не смог удержаться выше этой отметки даже в течение одного дня. Уже в следующую торговую сессию индекс открылся с нисходящим пробелом «на разрыв», завершив формирование однодневной графической модели «островной перелом на вершине». Позже мы получили подтверждение, что эта модель оказалась истинной.



Индекс РТС не смог «сходу» пробить сильную область поддержки 360-362 и «отскочил» почти до 370, а затем вновь вернулся к 360. На наш взгляд, отскок вверх должен быть более значительным (до 380), хотя и кратковременным. В то же время, у нас есть основания считать, что индекс РТС не преодолеет область 380-390 в апреле.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 75. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 27 марта 2003 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Краткосрочный тренд на РТС стал нисходящим

Краткосрочный тренд на РТС стал нисходящим. На это прямо указывает медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 75, которая уже давно перевалила через свою вершину и в настоящее время направлена вниз, вплотную приблизившись к медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Быстрая адаптивная линия тренда (результат наложения составного волнового цикла на медленную адаптивную линию тренда), напротив, достигла промежуточного «дна» и пытается возобновить рост.

Индекс РТС потерял момент, что эквивалентно состоянию неустойчивого равновесия на рынке.

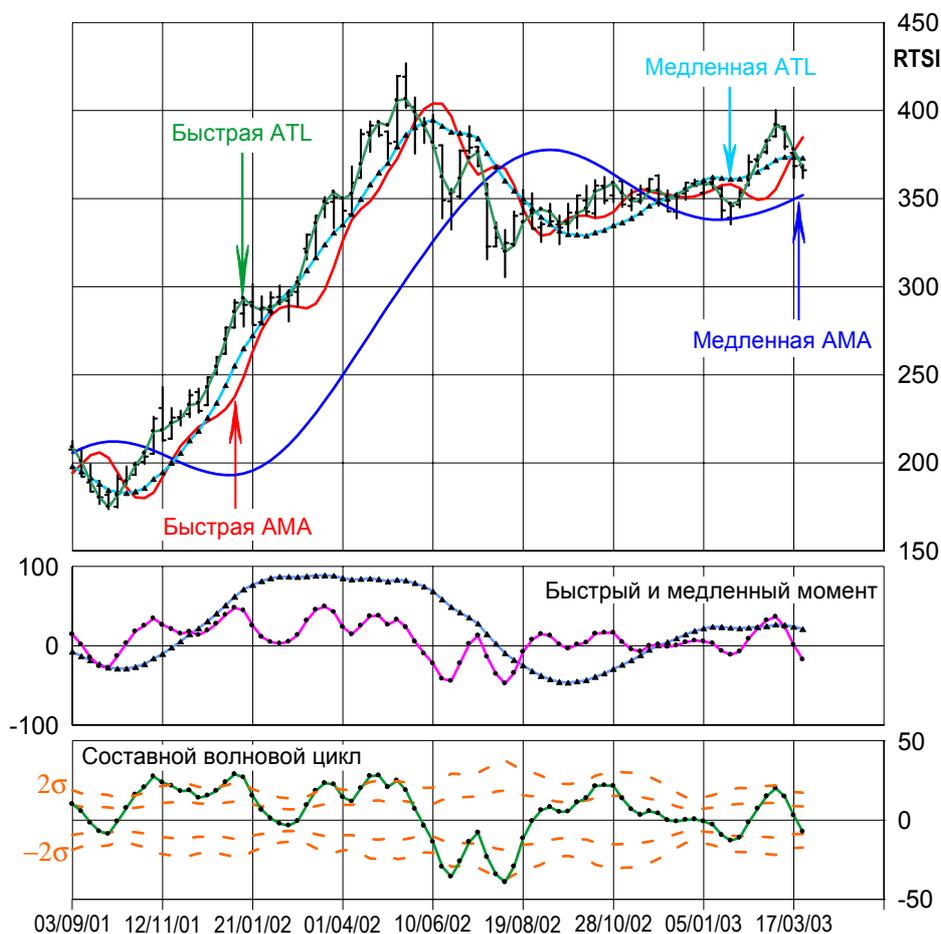
Медленный момент в средней части Илл. 75 прошел свой локальный максимум несколько дней назад и начал понижаться. К 27 марта его значение упало до нуля, что должно интерпретироваться как модель разворота тенденции. Линия быстрого момента миновала локальный минимум на негативной территории и к настоящему времени приблизилась к нулевому уровню снизу. Таким образом, мы наблюдаем почти полную потерю момента на РТС, что можно расценивать как состояние неустойчивого равновесия на рынке.

Краткосрочная составная волна сформировала свое основание в сильно перепроданной области

Краткосрочный составной волновой цикл сформировал свое основание в сильно перепроданной области ниже уровня минус два «сигма» и в настоящий момент уже находится в фазе роста. Тем не менее, мы считаем, что потенциал роста за счет краткосрочного цикла ограничен, так как растущая фаза цикла совпадает с сильным нисходящим трендом. Оценить относительную силу тренда и цикла очень трудно. Если тренд окажется достаточно сильным, мы можем увидеть только консолидацию перед дальнейшим падением, если же цикл на время окажется «сильнее» тренда – будет отскок наверх. Волатильность краткосрочного составного цикла (уровень «сигма») остается выше среднего уровня, хотя уже начала медленно понижаться.

Долгосрочный тренд и циклы

Илл. 76. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 27 марта 2003 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Долгосрочный тренд на РТС нейтральный

Долгосрочная тенденция на РТС нейтральная, так как, во-первых, медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) расположена почти горизонтально (см. Илл. 76). Во-вторых, медленный момент в средней части Илл. 76 хотя и находится на положительной территории, но мал по абсолютной величине и демонстрирует замедление. Если такая динамика сохранится, то это может привести к стагнации на РТС.

Пожалуй, единственным бычьим фактором является то, что текущее значение индекса наряду с последними точками на медленной адаптивной линии тренда (АТЛ) все еще находятся выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА), которая, как известно, является в этом слу-



чае сильной поддержкой. В тоже время, падающая быстрая ATL уменьшает вероятность ускорения роста на РТС. Действительно, пока эта линия направлена вниз, трудно ожидать начала долгосрочного ралли. Быстрый момент вновь вернулся на негативную территорию после того, как он сформировал локальный максимум на положительной территории и продолжает падать. Это также ухудшает перспективы рынка в среднесрочном плане.

Долгосрочная составная волна падает в умеренно перепроданной области

Долгосрочная составная волна сформировала новый «гребень» и сейчас находится в фазе падения в умеренно перепроданной области вблизи «минус сигма» уровня. На наш взгляд, потенциал падения индекса вследствие понижения долгосрочной составной волны достаточно велик, так фаза падения составной волны совпадает с доминирующим медвежьим трендом. На этом фоне перепроданное состояние цикла – это медвежий знак, который указывает на нарастающее давление со стороны игроков на понижение. Так что, медведи давят на рынок.

Уровни поддержек и сопротивлений

Основные уровни сопротивления и поддержки на РТС – это 400 и 305 соответственно

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений РТС показаны на Илл. 73 и Илл. 74. Основное сопротивление (400) определяется текущим значением долгосрочной нисходящей линии тренда. Другим важным уровнем сопротивления является уровень 385 (61,8%-ная коррекция Фибоначчи на движение от 400 до 359). Сильная область поддержки по-прежнему ограничена зоной пробела «на отрыв» между 362 и 366. Эту область можно считать основной областью поддержки в краткосрочном плане. Основная среднесрочная поддержка задается текущим значением 200-дневной скользящей средней (сейчас – это 353). Основным уровнем долгосрочной поддержки остается значение 305.

Потенциал роста

Мы ожидаем, что, начиная с апреля, индекс РТС будет совершать затухающие колебательные движения вокруг 200-дневной МА в диапазоне 335 - 390 пунктов

В свете приведенных выше технических факторов и рыночных тенденций, мы пришли к следующим выводам.

1. Как мы и ожидали, в марте индекс РТС двигался строго внутри предсказанного нами диапазона 362-400.
2. Мы полагаем, что, на горизонте два-три месяца, индекс РТС будет совершать затухающие колебательные движения вокруг своей 200-дневной скользящей средней. Есть вероятность, что к лету эти флуктуации индекса закончатся стагнацией вблизи отметки 350. Мы ожидаем, что максимальный размах этих колебаний может составлять от 390 до 335. В то же самое время, мы не думаем, что индекс РТС пойдет в апреле выше ключевого уровня 400, что могло бы быть началом долгосрочного ралли к новым годовым максимумам.
3. В краткосрочном плане мы видим потенциал для отскока к 380-390 и советуем инвесторам ЗАКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ по 380-385.
4. В среднесрочном плане мы ожидаем, что падение на РТС возобновится, и, поэтому, рекомендуем ОТКРЫВАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ в диапазоне 386-390 с технической целью 340-350. По нашим оценкам равновесный уровень в апреле будет близок к 350.
5. Мы видим хорошие возможности для покупок ниже 200-дневной МА.

Покупка ниже 200-дневной МА – это хорошая покупка

Наиболее пессимистический сценарий включает падение до уровня долгосрочной поддержки 305. Мы считаем, что вероятность материализации такого неблагоприятного сценария невелика.

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

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

Аналитический отдел

Телефон/Факс
И.О. Начальника аналитического отдела
Главный стратег
Стратегия/Нефтяная и газовая
промышленность
Макроэкономика, банковский сектор
Нефтяная и газовая промышленность
Телекоммуникации/Интернет
Металлургия, потребительские товары

(7 095) 795-3676/(7 095) 745-7897
Андрей Богданов
Кристофер Уифер
Сергей Глазер CFA
Наталья Орлова
Константин Резников, Анна Бутенко
Андрей Богданов, Елена Роговина
Максим Матвеев CFA, Павел Соколов,
Наталья Шевелёва, Александр Свинов
Валентина Крылова, Екатерина Леонова
Владимир Кравчук
Ангелика Генкель, к.э.н.
Ринат Гайнуллин

Государственные ценные бумаги
Технический анализ
Группа по работе с российскими
клиентами
Переводчик

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам

(7 095) 795-3672, (7 095) 795-3673
Кирилл Суриков
Александр Захаров

Рынки капиталов/Структурированные
продукты
Адрес

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

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
Диана Императоре
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.