

## Март: Ветер войны

3 марта 2003 г.

[www.alfabank.ru](http://www.alfabank.ru)

Москва

### Тема: Снижение безрисковой ставки и новые макропрогнозы изменили наши модели

- Ралли на рынке суверенных облигаций завершается, а у корпоративных облигаций еще есть потенциал роста**  
 Высокие доходы от экспорта сняли риски, связанные с макроэкономической ситуацией в России в 2003-2004 гг., в результате чего разрыв в доходности российских внешних обязательств с казначейскими обязательствами США сокращался быстрее, чем ожидалось. Российские суверенные облигации котируются примерно на одном уровне с аналогичными бумагами других развивающихся экономик.
- С учетом значительного сокращения доходности суверенных облигаций мы снизили безрисковую ставку до 6%**  
 На российском рынке облигаций с начала года отмечается сильный рост цен, поддерживаемый большим интересом со стороны инвесторов к российским активам, а также обнадеживающими новостями о росте национальной экономики. В результате доходности по суверенным облигациям снизились с 5-9% до 4-8%. Соответственно, мы снизили безрисковую ставку, закладываемую в наши финансовые модели, до 6%.
- Наш новый прогноз по ценам МПГ и макроэкономическим показателям сильнее всего отразится на финансовых результатах Татнефти и Норильского Никеля**  
 Корректировка ряда макроэкономических показателей может негативно сказаться на нефтяном секторе из-за роста издержек в долларовом выражении. Особенно заметно это отразится на Татнефти. Рост обменного курса рубля приведет к снижению рентабельности горнодобывающих компаний-экспортеров, в частности Норильского Никеля, однако с учетом роста мировых цен на МПГ расчетные цены их акций также повышены.

### Портфельные рекомендации

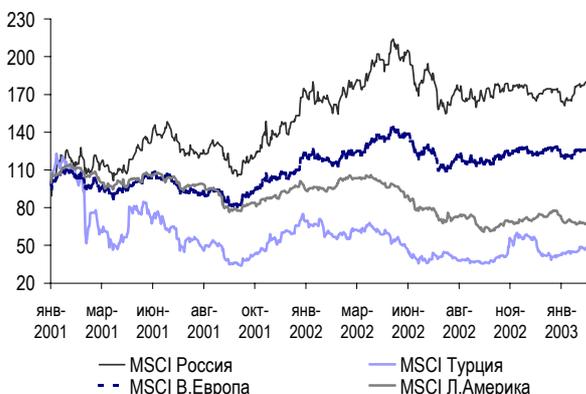
Корпоративные облигации	Газпром-2013, Сибнефть-2009, ТНК-2007, МТС-2008
Внутренняя тема	Голден Телеком, МТС, ВымпелКом, УралСИ, ЮжТелеком, Сибирь Телеком
Крупные НГ компании	ЛУКОЙл, Юкос, Газпром
Второй эшелон	Уфанефтехим, Удмуртнефть, Выксунский МЗ, Челябинский Трубный Завод
Реструктуризация	Сбербанк (и Газпром)
Международная	Норильский Никель (и крупные НГ компании)

### Последние публикации

- Нефтяная политика России: последний рубеж**  
*Кристофер Уифер* Февраль 27, 2003 г.
- Юкос: EBITDA \$0,5/баррель (+3 % по итогам 3-го квартала 2002 г.)**  
*Константин Резников, Анна Бутенко* Февраль 23, 2003 г.
- СП с ТНК усиливает позиции British Petroleum в России**  
*Сергей Глазер CFA* Февраль 13, 2003 г.
- Смена фаворитов на фоне падения внутренних цен на нефть**  
*Сергей Глазер CFA, Константин Резников* Февраль 17, 2003 г.
- ЛУКОЙл: В 3 кв. 2002 г. EBITDA упала на 6%**  
*Константин Резников, Анна Бутенко* Февраль 14, 2003 г.
- Новые услуги и рост эффективности – залог роста акций региональных телекомов**  
*Андрей Богданов, Елена Роговина* Февраль 3, 2003 г.
- Нефтегазовый сектор: Расчет дивидендов за 2002 г.**  
*Константин Резников* Январь 24, 2003 г.
- Цены на нефть в 2003-2004 гг. останутся высокими**  
*Сергей Глазер, CFA, Константин Резников* Январь 20, 2003 г.
- ЛУКОЙл покажет 11%-ный рост чистой прибыли за 3-й кв. 2002 г.**  
*Константин Резников* Январь 20, 2003 г.
- Аптеки "36,6": цена и риски высоки**  
*Александр Свинов, Максим Матвеев, CFA* Январь 20, 2003 г.

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

### Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, РТС

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку.....	3
Снижение безрисковой ставки и новые макропрогнозы изменили наши модели .....	15
Макроэкономика: повышение курса рубля к доллару, рост ВВП .....	15
Нефть и Газ: Татнефть пострадает от повышения курса рубля.....	17
Телекомы: Региональные телекомы выиграют больше всех от укрепления рубля.....	17
Сильный рубль вызывает падение прибыли металлургических компаний.....	18
Динамика и оценка акций.....	21
Графики .....	24
Календарь событий.....	26
Экономика и политика.....	27
Новости компаний и отраслей.....	29
Нефть и газ .....	29
Энергетика .....	33
Телекомы .....	34
Металлургия.....	36
Машиностроение .....	38
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	40
Банковский сектор .....	42
Рынок облигаций .....	44
Технический анализ .....	46
Индекс РТС: ожидается консолидация в диапазоне 362-400 .....	46



**Кристофер Уифер**  
(7095) 970-5081

## Комментарии по рынку

**Пересмотр инвестиционных факторов 2003 г. из-за высоких цен на нефть и впечатляющего ралли российских долговых инструментов**

**Незначительные колебания котировок нефтяных акций до стабилизации цен на нефть после войны**

**Исполнение бюджета не составит труда**

**Сокращение спреда по доходности корпоративных долговых инструментов**

**Телекомы – главная внутренняя тема**

**Консолидация в нефтяной отрасли пойдет на пользу бумагам второго эшелона**

### Еще раз об инвестиционных темах

В ежемесячном обзоре, опубликованном в конце октября 2002 г., мы отмечали привлекательность внутренних российских долговых инструментов по сравнению с другими ценными бумагами. Кроме того мы подчеркивали, что большего внимания заслуживают не акции нефтяных компаний, а бумаги других отраслей. Мы продолжили эту тему в ежемесячном обзоре за ноябрь 2002 г., в той его части, где говорилось об инвестиционных факторах, которые будут оказывать наибольшее влияние на российский рынок капитала в 2003 г.

За последние четыре месяца произошли следующие события: 1) цены российских долговых обязательств резко возросли; и 2) результаты по акциям компаний, не связанных с нефтяной отраслью, превзошли показатели нефтяных бумаг. Теперь пришло время пересмотреть основные инвестиционные темы текущего года и составляющие рекомендуемого нами инвестиционного портфеля, поскольку игра с Ираком вступает в завершающую стадию, и в связи с этим можно надеяться на некоторую ясность в вопросе изменений цен на нефть.

### Инвестиционные темы

Ранее мы выделяли следующие инвестиционные темы 2003 г.:

- Спред доходности российских долговых обязательств к доходности казначейских обязательств США будет сокращаться по мере приближения 2004 г., в начале которого России может быть присвоен инвестиционный рейтинг.
- Высокие цены на нефть сохранятся до начала войны с Ираком и даже могут подскочить еще выше, как только она начнется, но затем произойдет их отрицательная коррекция на фоне продаж существующего уже сейчас избыточного предложения. Тем не менее, вряд ли можно ожидать чрезмерной коррекции в сторону понижения.
- Главные задачи бюджета РФ на 2003 г. будут выполнены при любой среднегодовой цене, превышающей \$16 за барр. (Urals).
- При таком уровне цен на нефть улучшится макроэкономическое положение России, что приведет к краткосрочному и, возможно, среднесрочному росту котировок суверенных долговых бумаг, которые выровняются к середине года. Ближе к концу года произойдет их окончательная коррекция относительно других развивающихся рынков.
- Существенно сократится спред доходности корпоративных долговых инструментов к доходности российских суверенных долговых обязательств. Сначала это произойдет с бумагами компаний, не связанных с нефтяной отраслью, а затем, после стабилизации цен на нефть, и с нефтяными бумагами.
- Рост цен на акции будут отставать от роста стоимости долговых инструментов до того момента, пока не будет восстановлено «доверие» к ценам на нефть, т.е. после завершения военных действий в Ираке.
- До завершения иракского конфликта темпы роста акций компаний, работающих на внутренний рынок, будут превосходить темпы роста акций нефтяного сектора. Особенно это относится к акциям тех компаний, которые не страдают от смещения спроса в сторону импортируемых товаров, таких, как, например, предприятий связи.
- По итогам года нефтяные акции выиграют от проводимой внутри отрасли консолидации (крупные нефтяные компании намерены упро-



стить свою организационную структуру, консолидировать активы и установить контроль над перерабатывающими и сбытовыми мощностями), а также от возможных продаж СП или пакетов акций крупным иностранным нефтяным компаниям.

- Хотя структурные реформы будут проводиться в течение всего текущего года, обсуждение наиболее важных вопросов будет отложено до окончания президентских выборов, намеченных на март 2004 г. Главной движущей силой реформ при этом будут условия вступления России в ВТО.
- В этом году основное внимание будет уделяться банковскому сектору и другой «инвестиционной» инфраструктуре.
- Больше всего от проводимых в этом году реформ выиграют акции Газпрома и Сбербанка.
- Ценные бумаги развивающихся рынков будут наиболее привлекательными инвестиционными активами во второй половине текущего года и в течение 2004 г. Россия не окажется в стороне от этой тенденции, хотя и не будет занимать ведущего положения.

#### **Газпром и Сбербанк**

Ранее также упоминались следующие основные риски:

**Большой риск несет в себе цена на нефть, — как слишком высокая, так и слишком низкая**

- Резкое падение цен на нефть сразу после начала войны, если инфраструктуре не будет нанесен значительный ущерб, и ОПЕК не примет своевременных решений. Это отрицательно скажется на репутации России среди менеджеров активов международных портфелей.
- При сохранении высоких цен в течение длительного времени, возникнет опасность того, что ЦБ РФ не сможет поддерживать необходимый баланс между укрепившимся рублем, денежной массой в обращении и ростом внутренних цен (инфляция плюс реальный рост затрат), что отрицательно скажется на внутренних производителях и долгосрочных планах экономического развития страны.
- Если реформы будут проводиться очень медленно, то станет труднее обосновывать целесообразность инвестиций в Россию после 2003 г. Менеджеры международных портфелей могут принять решение о снижении доли России в пользу других стран с развивающимся рынком.

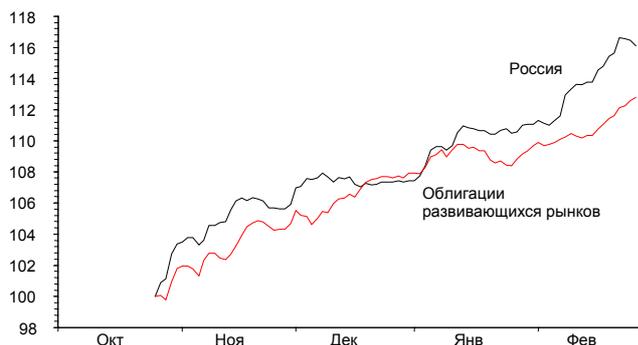
**Очень важно поддерживать уверенность в политической стабильности**

#### **Динамика трендов за прошедший период**

За последние неполные пять месяцев рост котировок российских суверенных долговых инструментов составил 16%, а JP Morgan EMBI – 12%.

**Доходности по российским еврооблигациям по-прежнему выше средневзвешенной доходности по развивающимся рынкам**

На расположенной слева Илл. 1 представлено соотношение доходностей к погашению за последние четыре месяца (прошедших после нашего октябрьского выпуска). На Илл. 2, справа, показан долгосрочный тренд, при этом доходность российских долговых обязательств существенно выше средневзвешенной доходности по развивающимся рынкам (благодаря мнению инвесторов, что рисков в России стало меньше, а также снижению оценки активов до рекордно низкого уровня после дефолта 1998 г.)

**Илл. 1. Индекс цен долговых инструментов: Россия и другие развивающиеся рынки**


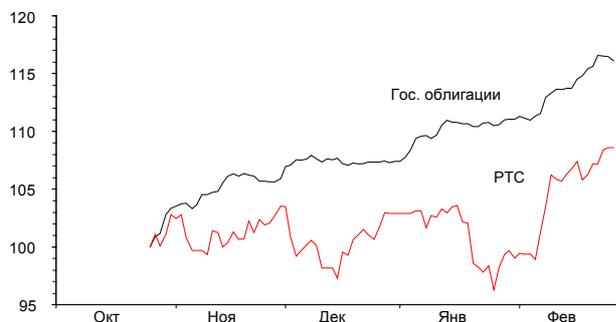
Источник: DATASTREAM

**Илл. 2. Индекс цен долговых инструментов: Россия и другие развивающиеся рынки**


Источник: DATASTREAM

За тот же период индекс РТС вырос на 8,4%. Однако, как видно из графиков, основной рост котировок произошел в течение последних нескольких недель благодаря подъему цен на нефтяные бумаги (более 50% в индексе РТС) после заключения сделки между ВР и ТНК.

На расположенной слева Илл. 3 представлена динамика трендов за последние четыре месяца. Из Илл. 4, справа, видно, что ценные бумаги лидировали до середины 2002 г. В дальнейшем индекс РТС пополз вниз, но макроэкономическое положение России улучшилось (резервы, бюджетный профицит, снижение рисков) и это привело к росту котировок долговых бумаг.

**Илл. 3. Российские суверенные долговые инструменты и индекс РТС**


Источник: DATASTREAM

**Илл. 4. Российские суверенные долговые инструменты и индекс РТС**


Источник: DATASTREAM

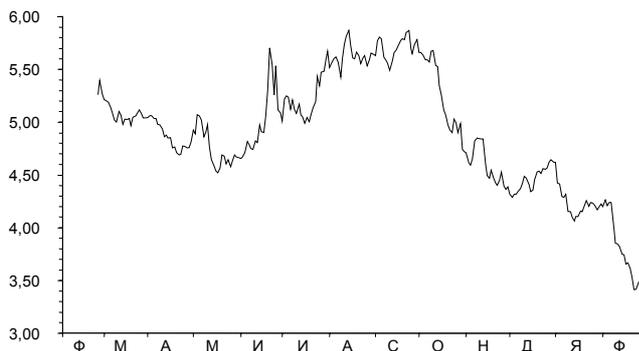
### Российские суверенные долговые инструменты

**Спрэд по доходности приблизился к расчетному уровню**

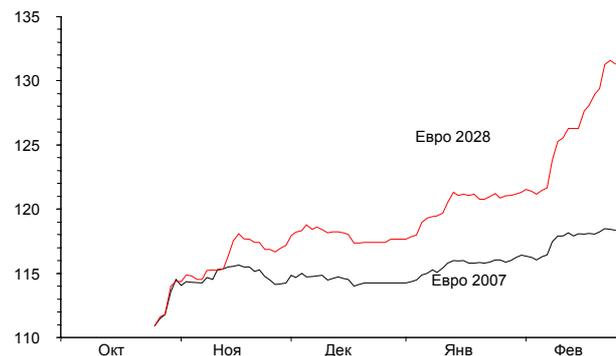
Спрэд доходности российских суверенных долговых инструментов к доходности казначейских обязательств США продолжал снижаться (см. Илл. 5, внизу слева), но более быстрыми темпами, чем предполагалось. Благодаря сочетанию таких факторов, как высокие цены на нефть и рост экспорта, существенно вырос уровень резервов ЦБ РФ и бюджетного профицита. После продажи пакетов Славнефти и ЛУКОЙла профицит достиг \$8 млрд, приближается сейчас, по оценкам экспертов, к \$10 млрд и будет расти на \$1 млрд в месяц, если цены на нефть не упадут.

**Краткосрочные долги уже достигли этого уровня**

Больше всего выросли котировки (см. Илл. 7) долговых инструментов с длительными сроками погашения, поскольку краткосрочные долги уже достигли уровня, приближающегося к реальной сравнительной оценке.

**Илл. 5. Россия: спред по доходности к казначейским обязательствам США**


Источник: DATASTREAM

**Илл. 6. Кратко- и долгосрочные российские долговые инструменты за последние 4 мес.**


Источник: DATASTREAM

**Илл. 7. Динамика котировок облигаций, %**

Выпуск/Индекс	С начала года	За последние 4 месяца	За последние 12 месяцев
JP Morgan EMBI	4,3	12,6	12,4
Russia – 2010	3,2	5,0	
Russia – 2018	9,9	16,5	23,8
Russia – 2028	11,6	20,8	24,5
Газпром 2009	8,0	10,4	
Сибнефть 2009	8,4	9,0	10,8
ТНК 2007	12,5	18,5	
Вымпелком 2005	3,7	17,8	16,9
МТС 2004	1,4	3,8	3,3
Альфа-Банк 2005	7,4	7,4	

Источник: DATASTREAM

**Илл. 8. Котировки облигаций**

Выпуск	Доходность к погашению	Цена
<b>Суверенные еврооблигации – 2007</b>	<b>5,2%</b>	<b>118,1</b>
Альфа-Банк – 2005	6,5%	110,1
Сибнефть – 2007	7,7%	112,6
ТНК – 2007	7,2%	114,7
Газпром – 2007	7,6%	105,3
МТС – 2008	9,1%	102,4
<b>Суверенные еврооблигации – 2010</b>	<b>5,9%</b>	<b>110,1</b>
Сибнефть – 2009	9,6%	105,3
Газпром – 2009	8,0%	112,4
<b>Суверенные еврооблигации – 2018</b>	<b>7,6%</b>	<b>130,3</b>
Газпром – 2013	9,3%	102,4
<b>Суверенные еврооблигации – 2028</b>	<b>8,3%</b>	<b>147,0</b>
<b>Суверенные еврооблигации – 2030</b>	<b>8,3%</b>	<b>85,4</b>

Источник: DATASTREAM

Согласно нашему прогнозу, спред доходности долгосрочных выпусков к казначейским обязательствам США должен был сократиться до 300 п.п., и затем опуститься еще на 50 п.п. на фоне продолжающегося падения процентных ставок в мировой экономике.

### **Ралли на долговом рынке выдыхается?**

Вопрос о дальнейшем снижении ставок на долговом рынке ставится под сомнение, и многие стратеги заговорили об окончании затянувшейся игры на повышение на долговых рынках. Совершенно очевидно, что все зависит от тенденций развития американской и мировой экономик. В частности, если считать, что преодоление периода неопределенности, снижение цен на нефть, и форсируемые финансовые меры будут способствовать оживлению экономической активности, то ФРС США вряд ли пойдет на риск снижения процентных ставок, и может даже повысить их во второй половине года. Не исключено, что таким образом будет завершена игра на повышение на долговых рынках.

### **Российские облигации дороже долговых инструментов ЮАР**

Как показано на представленной ниже Илл. 9, доходность российских долгосрочных выпусков подошла совсем близко к уровню мексиканских бумаг и опустилась ниже доходности таких же выпусков ЮАР. Доходность этой группы бумаг в целом выше доходности «экономически более безопасных» долговых инструментов азиатских стран, и этот спред вряд ли сократится в текущем году.

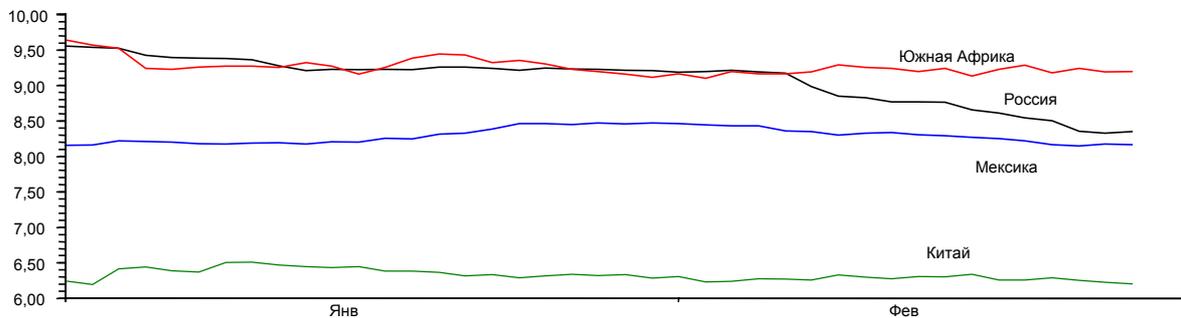
### **Возможен рост доходности к погашению до 12,5% по итогам года**

По этой причине недавний рост котировок на рынке российских суверенных долговых инструментов скоро прекратится: котировки стабилизируются, и трудно представить себе сценарий, предполагающий их существенное изменение раньше 4 кв., когда инвесторам будет казаться, что присвоение инвестиционного рейтинга уже не за горами. По результатам четырех месяцев (ноябрь 2002 – февраль 2003 г.) доходность к погашению Евро-28 достигла 25%. К концу года (при спреде доходности 300 п.п.)



доходность к погашению этого выпуска составит порядка 12,5%, доходность к погашению коротких бумаг будет еще ниже. По этим выпускам особых российских рисков в текущем году не предвидится.

**Илл. 9. Доходность долгих выпусков на развивающихся рынках**



Источник: DATASTREAM

**Корпоративные еврооблигации**

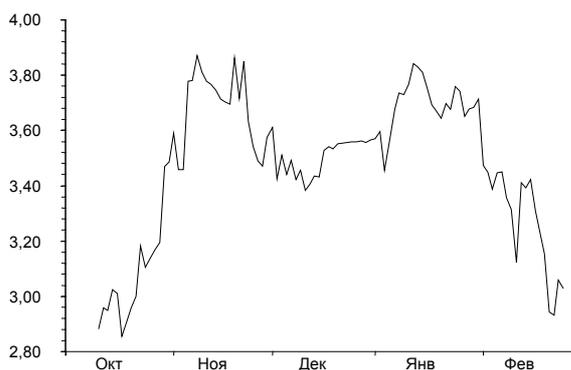
**Внутренние выпуски возглавили ралли, однако, в прошлом месяце бумаги нефтяной отрасли резко прибавили в цене**

За истекший период спрэд доходности корпоративных инструментов к доходности суверенных долговых обязательств также сокращался быстрее, чем предполагалось. Первоначально ралли произошло в секторах, которые рассматривались среди внутренних инвестиционных тем, в частности, значительно выросли котировки бумаг Вымпелкома. Однако после подписания соглашения между ВР и ТНК (что равносильно присвоению инвестиционного статуса этому сектору) на фоне неизменно высокой экспортной выручки нефтяные бумаги совершили резкий скачок вверх.

**Сохраняется потенциал роста котировок отдельных выпусков**

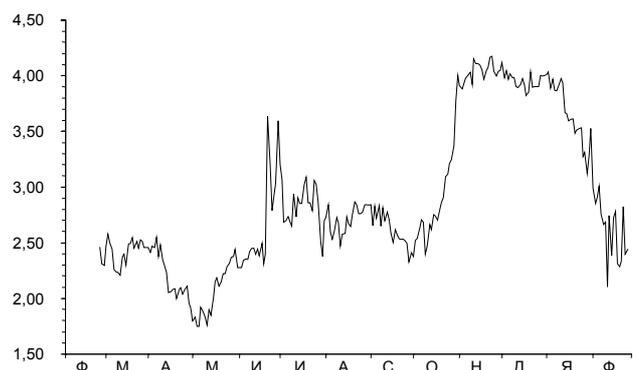
На Илл. 8 представлена текущая доходность по отдельным выпускам корпоративных еврооблигаций. Возможности сокращения спреда их доходности к соответствующим суверенным долговым инструментам еще не исчерпаны. Самым большим потенциалом роста котировок по итогам текущего года обладают такие бумаги, как Газпром-13, Сибнефть-09, МТС-08 и ТНК-07.

**Илл. 10. Газпром-09: спрэд по доходности к российским суверенным долговым инструментам**



Источник: DATASTREAM

**Илл. 11. Сибнефть-07: спрэд по доходности к российским суверенным долговым инструментам**



Источник: DATASTREAM

**Нефть**

**«Что будет дальше с ценами на нефть?»**

Никогда за последние три десятилетия развития современной нефтяной политики участникам нефтяного рынка не было так трудно, как сейчас, дать ответ на вопрос: «Что дальше?».



**Средневзвешенная цена за истекший период текущего года – \$30 за барр.**

Средневзвешенная цена нефти марки Urals за истекший с начала года период достигла \$30 за барр. Для сравнения: в прошлом году она составила по итогам года \$24 за барр., в 2001 г. – \$23, в 2000 г. – \$26, в 1999 г. – \$27 и в 1998 г. – \$11,5 за баррель.

Следует отметить ряд противоречивых факторов, влияющих на цены на нефть.

Факторы, способствующие росту цен:

- Высокий спрос в зимнее время
- Забастовка в Венесуэле. Несмотря на ее урегулирование, объем экспортных поставок растет медленно. В любом случае, не добывались 0,5 млн. барр. от ежесуточного объема добычи в размере 3,0 млн. барр.
- Стратегические закупки для наращивания запасов США, Японии, ФРГ и Китая. Резервы США превысили 600 млн. барр., запасы Японии достигли 325 млн. барр., ФРГ – 205 млн. барр. Данные о запасах Китая не разглашаются. До забастовки в Венесуэле эксперты оценивали объем стратегических закупок на уровне 2,5-3 млн. барр. в сутки. Сейчас для этих целей закупается, по оценкам экспертов, примерно 2 млн. барр. в сутки.
- После окончания периода неопределенности на мировой арене спрос на нефть будет расти примерно на 1,5 млн. барр. в сутки, что соответствует долгосрочному средневзвешенному показателю, хотя в прошлом году спрос увеличивался всего на 200 тыс. барр. в сутки (без учета закупок для повышения уровня запасов).
- Реальная опасность того, что во время войны и некоторое время после нее нефть из Ирака и некоторых соседних государств поставляться не будет.

Факторы, способствующие снижению цен (после войны):

- Непродолжительная война, из-за которой поставки из Ирака прекратятся на период до шести месяцев, и еще 2-4 недельное эмбарго на перевозки танкерами в районе Персидского залива для обеспечения безопасности. По оценкам экспертов, запасы стран ОПЕК за пределами Персидского залива для покрытия спроса этого периода составляют около 100 млн. барр.
- В результате прекращения закупок для стратегических резервов после некоторого прояснения ситуации или полного преодоления неопределенности текущее превышение предложения над спросом станет более заметным.
- ОПЕК предпримет шаги в направлении снижения квот, однако, как показывает опыт, члены этой организации снижают добычу только после того, как цены на нефть удерживаются на уровне ниже долгосрочного средневзвешенного значения в течение некоторого времени.
- Российские нефтяные компании планируют увеличить экспорт в текущем году в среднем на 600 тыс. барр. Чем дольше будут сохраняться высокие цены на нефть, тем больше вероятность того, что это произойдет. Объем поставок других стран, не входящих в ОПЕК, тоже вырастет благодаря весомым капиталовложениям в нефтяную отрасль.

**Все зависит от объема поставок и мер по сокращения «излишков» после войны**

**Если предложение не сократится из-за нанесенного войной ущерба, ОПЕК снова придется «принимать меры»**

**Рост поставок российской нефти лишь усугубит проблему избыточного предложения**

*Примечание: средневзвешенная цена на нефть марки Urals за 20 лет составляет \$18 за барр.*

**На данный момент цены на нефть совершенно непредсказуемы**

Прогнозировать тренд годовой цены на нефть на данном этапе невозможно, т.к. он зависит от способа ликвидации текущего избыточного предложения, которое используется сейчас для увеличения стратегических запасов. Либо инфраструктура поставок будет нарушена вследствие военных действий, либо цена упадет ниже долгосрочного средневзвешенного значения, и ОПЕК действительно сократит объем добычи.

**Долгосрочная средняя цена Urals – \$18 за баррель**

Сейчас баррель нефти (Urals) стоит \$30, а в марте произойдет очередной скачок. Даже при развитии событий по последнему сценарию, предусматривающему падение цен летом до \$15 за барр. и новый подъем осенью до долгосрочного средневзвешенного значения \$18 за барр., по итогам года цены на нефть составят в среднем \$23 за барр., что на \$5 выше цены, заложенной в бюджете РФ на 2003 г..

### **Экономика**

**Высокие доходы от экспорта нефти и других товаров влияют на макроэкономику**

Главной движущей силой экономики по-прежнему является выручка от экспорта нефти, которая обеспечила основной прирост положительного сальдо торгового баланса, валютных резервов и ВВП за прошедший с начала года период. Очевидно, что потребительские расходы растут, развиваются мелкие и средние предприятия (хотя большинство данных носит анекдотичный характер и взято из серой экономики). Экономисты много спорят о том, насколько этот рост – потребления населения и серой экономики – зависит от находящихся в обращении денежных поступлений от экспорта нефти, и насколько укрепление доверия инвесторов связано с благоприятными макроэкономическими показателями. Ответ будет известен только после коррекции цен на нефть (если она состоится).

**Высокие цены на нефть снижают конкурентоспособность производственного сектора**

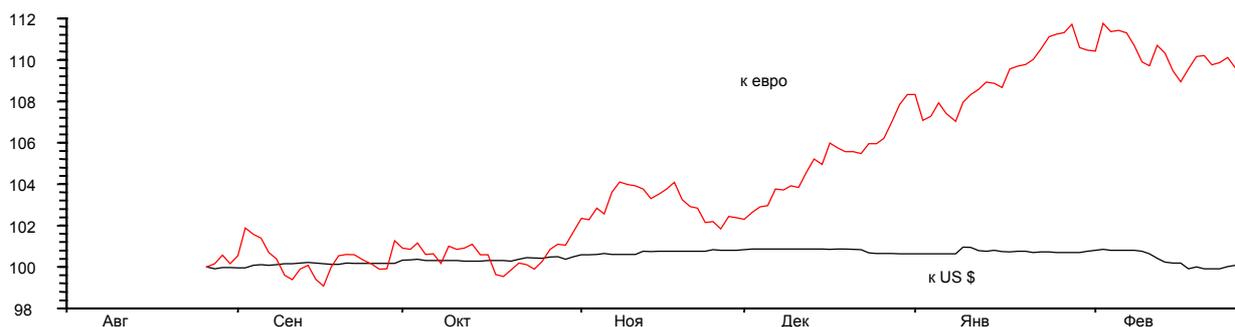
Тем не менее, одна из главных проблем состоит в том, что из-за высокого уровня доходов от экспорта нефти и других природных ресурсов производственные отрасли оказались в сложном положении. Высокий реальный курс рубля и значительный рост затрат в России в результате увеличения ликвидности привели к снижению конкурентоспособности, достигнутой на фоне проведенной в 1998 г. девальвации и повышения производительности.

**Потеря доли рынка – плата за сильный рубль**

Российские производители готовой продукции потеряли определенную долю экспортного и внутреннего рынка, поэтому несомненный и существенный рост потребительских расходов все чаще направлен на импорт.

Это отрицательно сказывается на котируемых внутри страны акциях, за исключением бумаг телекомов, которым не приходится беспокоиться о конкуренции с импортными товарами. Кроме того, подвергается сомнению целесообразность инвестиций в Россию в будущем.

На представленной ниже Илл. 12 показан тренд номинального курса рубля к доллару и евро за последние полгода. Если учесть официальный уровень инфляции, достигший почти 7% (примерно половина реального роста затрат, судя по опубликованным отчетам компаний), курс рубля фактически повысился по отношению к доллару и несколько снизился по отношению к евро.

**Илл. 12. Курс рубля к доллару и евро**


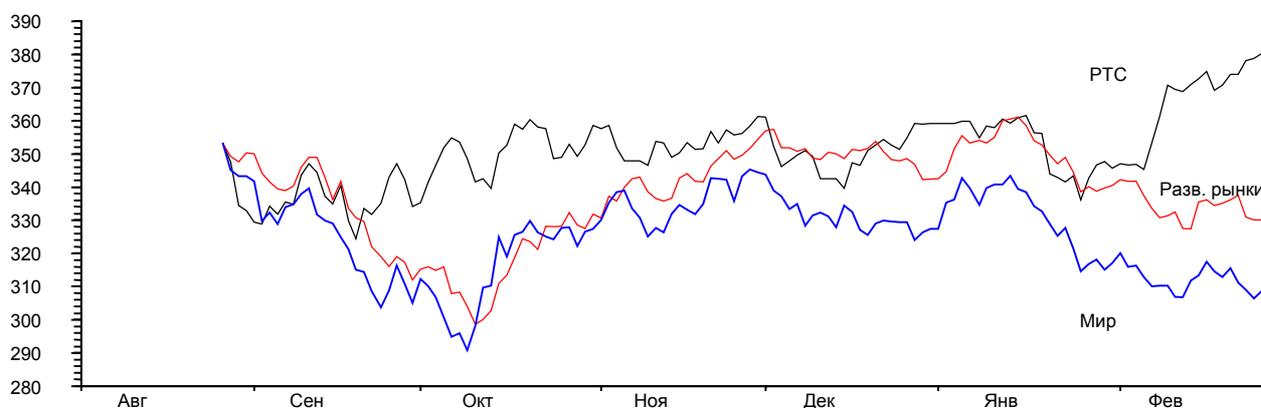
Источник: DATASTREAM

Идеальным для российской экономики будет такой сценарий, при котором цены на нефть упадут до долгосрочного средневзвешенного уровня в середине текущего года.

### Акции

**Пока развивающиеся рынки занимают первые строчки в таблице котировок**

В контексте глобальной экономики (с учетом доходности в долларовом выражении) за последние несколько месяцев и за период с начала года российские ценные бумаги достигли неплохого уровня относительной доходности (см. Илл. 13). Наиболее значительный рост наблюдался в течение нескольких последних недель на фоне подъема нефтяных акций, в особенности ЮКОСа, после заключения сделки между ВР и ТНК.

**Илл. 13. РТС, развивающиеся рынки и мировые фондовые рынки**


Источник: DATASTREAM

Динамика индекса MSCI Russia была гораздо менее радужной, что служит подтверждением предположения о том, что именно российские инвесторы вызвали недавнее ралли, которое вряд ли можно считать проявлением возрождающегося интереса менеджеров международных портфелей.

Нашими инвестиционными темами по ценным бумагам и фаворитами среди акций в 2003 г. будут бумаги следующих компаний (см. Илл. 19 для сравнения динамики котировок):

### Нефтяные компании первого эшелона

**Мировые инвесторы не доверяют высоким ценам на нефть**

Ожидалось, что этот российский сектор, подобно мировому нефтяному сектору, останется вне инвестиционных предпочтений до тех пор, пока не наступит «устойчивость» цен на нефть. Если нефтяные трейдеры обязаны в текущей практике отражать реальное предложение и спрос, то



фондовым инвесторам очень не нравятся цены на нефть, выходящие за пределы устойчивости. Это объясняется сочетанием ряда факторов: вынужденные плановые инвестиции (например, рост капитальных затрат на разведку, который не так просто остановить, если даже нефть затем должна подешеветь), и политический риск (например, повышение налогов на нефтепереработку, которые также нельзя снизить сразу же, как только нефть подешеветь). Нередко периоды высоких цен на нефть приводят к падению прибылей.

**Теперь нефтяные компании России более открыты для сделок с иностранными партнерами**

Тем не менее, дав рекомендацию – в течение первого полугодия снизить долю нефтяного сектора в инвестиционном портфеле, а также проявлять осторожность в конце года, мы прогнозировали на весь год «бычий» тренд. Причиной была высокая вероятность того, что 2003 г. лучшие нефтяные компании России заключат фондовые или операционные сделки с мировыми нефтяными гигантами. Эта перспектива была политически приемлемой для «Запада» и все реальнее для крупных нефтяных компаний России, испытывавших прежде «комплексы» по поводу заниженных котировок их акций. Тот факт, что все приобретения нефтеперерабатывающих активов вне России оказались безуспешными, лишь подчеркивает необходимость в подобных операциях.

**Сделка ВР/ТНК способствовала росту стоимостных оценок в отрасли**

Сделка ВР/ТНК произошла даже раньше, чем предсказывали оптимисты, и стала мощной поддержкой котировкам сектора. Российские нефтяные компании, с точки зрения их активов и добычи, торгуются весьма дешево, и мы надеемся, что лучшие из них будут торговаться дороже за счет более высоких коэффициентов доходности.

**Наши фавориты – акции ЛУКОЙЛА и ЮКОСА**

Предпочтительными портфельными активами остаются ЛУКОЙЛ и ЮКОС, причем цена акций последнего отреагировала и на сделку ВР/ТНК, и на предположение о том, что следующим участником такой сделки будет ЮКОС (среди возможных «соискателей» – Exxon). Компания ЮКОС также остается лучшим ориентиром среди отраслевых акций.

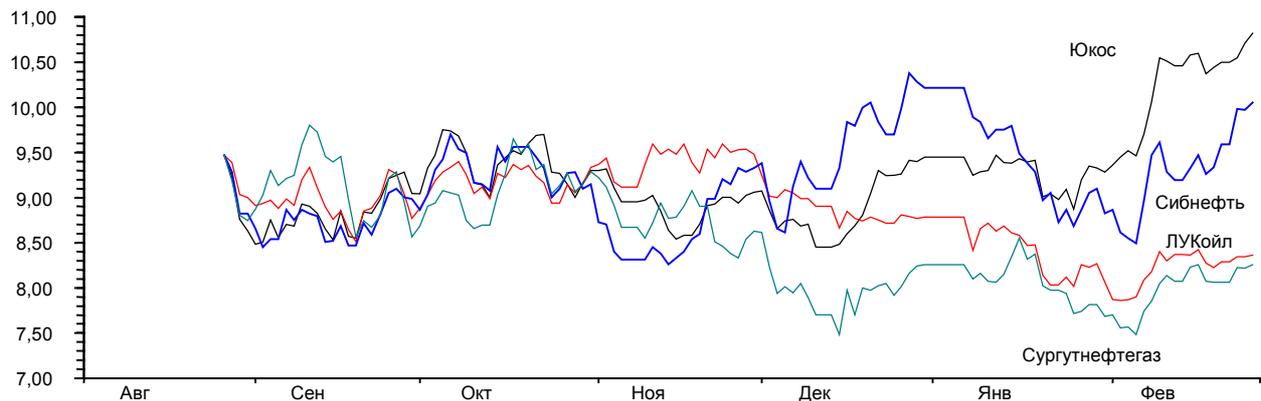
**Несмотря на медленные темпы роста, ЛУКОЙЛ в перспективе может обогнать другие компании**

ЛУКОЙЛ пока разочаровывает – по целому ряду причин. Тем не менее, мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции ЛУКОЙЛА в течение всего года, потому что:

- запасы ЛУКОЙЛА, по сравнению с ЮКОСОМ или СИБНЕФТЬЮ, оценены в половину меньше;
- из всех российских нефтяных компаний ЛУКОЙЛ имеет лучшее географическое распределение активов, включая и его интересы в Ираке, сохранение которых вполне вероятно;
- хотя ЛУКОЙЛ медленнее, чем другие компании, сокращает издержки, поднимает операционную рентабельность и увеличивает добычу, все же прогресс очевиден, а это (помимо нефтяных цен) и обеспечивает внутренний стимул роста.



Илл. 14. Юкос, Сибнефть, ЛУКОЙл и Сургутнефтегаз (по данным за шесть месяцев)



Источник: DATASTREAM

### Нефтяные компании второго эшелона

**Сильный рост цен, и будет еще сильнее**

В этом году акции четырех из пяти выбранных нами компаний второго эшелона сильно прибавили в цене. Хорошую динамику (с начала года) показали (+29,2%), Саратовнефтегаз (+15,7%), Оренбургнефть (+20,5%) и Удмуртнефть (+39,4%), тогда как Уфанефтехим (-9,5%) должна еще к ним присоединиться, в чем сомнений у нас нет.

Две компании, обеспечивающие развитие «нефтяной инфраструктуры», Челябинский трубный завод (+15,5%, с начала года) и Выксунский металлургический завод (+20,2%) также имеют хорошую динамику, хотя акции Челябинского трубного менее ликвидны, и в последние три месяца их показатель был весьма слабым (-25,0%).

### Компании, ориентированные на внутренний рынок

**В этом сегменте предпочтительнее других компании телекоммуникаций**

Нашими предпочтениями в этом инвестиционном секторе остаются акции телекомов. Они главные получатели выгод от растущего располагаемого дохода населения и, в отличие от других компаний «потребительской» ориентации, не страдают от замещения импорта.

**Компании, чьи акции торгуются в виде ADRs, зависят от NASDAQ больше, чем местные операторы проводной связи**

На котировки акций Голден Телеком (+4,1%), ВымпелКом (+12,2%) и МТС (+7,7%) (все данные – с начала года) повлиял индекс NASDAQ и все еще преобладающий в мире негативный взгляд на технологические акции, тогда как компании проводной связи (второго эшелона) вели себя лучше. Двумя нашими фаворитами стали Уралсвязьинформ (+23,7%, с начала года) и Южный Телеком (+9,0%), тогда как третий, Сибирь Телеком, с начала года оставался на неизменном уровне.

### Норильский Никель

**Сегодня спросом пользуются крупные сырьевые компании мирового уровня**

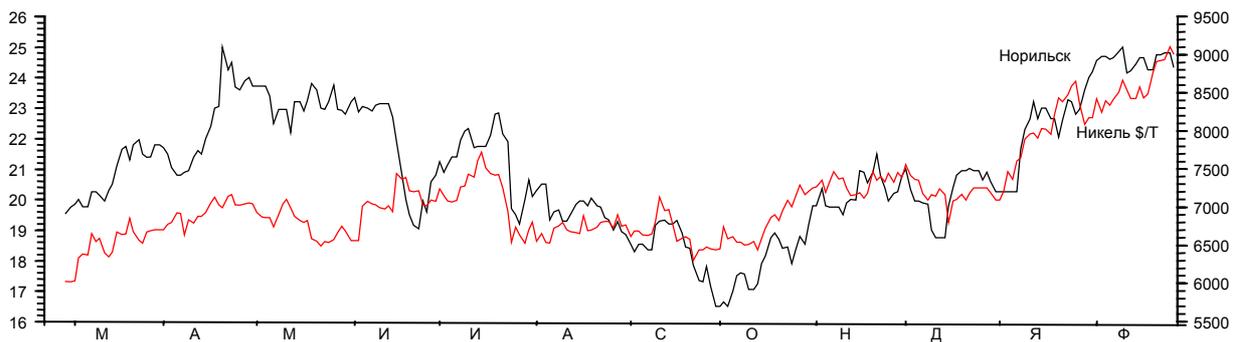
Мировое предложение никеля оказалось меньше ожиданий, так что даже угроза частичной забастовки на ГМК Норильский Никель вызвала резкий подъем цены на металл. Одной из главных тем во втором полугодии, и далее, в течение 2004 г., будет увеличение спроса на сырье до уровня, способного обеспечить восстановление мировой экономики и ее рост.

Один из игроков, кому этот тренд пойдет на пользу – ГМК Норильский Никель, и, по мере развития тенденции к росту спроса, аналитики смогут повысить как прогнозы его выручки, так и его рейтинги.

Росту рейтинга ГМК Норильский Никель будет содействовать возросшая прозрачность как самой компании, так и правительственной политики (в отношении акций и трейдинга).



**Илл. 15. ГКМ Норильский Никель и цена металла**



Источник: DATASTREAM

**Газпром**

**Ожидается либерализация условий владения акциями Газпрома**

На волне оптимизма по поводу роста выручки Газпрома и либерализации торговли его акциями цена их оттолкнулась от прежних, низких уровней. Ключевым событием, способным вызвать долгое и значительное ралли акций Газпрома, может стать решение правительства об увеличении своей доли в нем до 51%. Затем мы увидим конкретные сдвиги в сторону либерализации владения акциями и начало процесса полной отмены ограничений на иностранное участие в капитале компании.

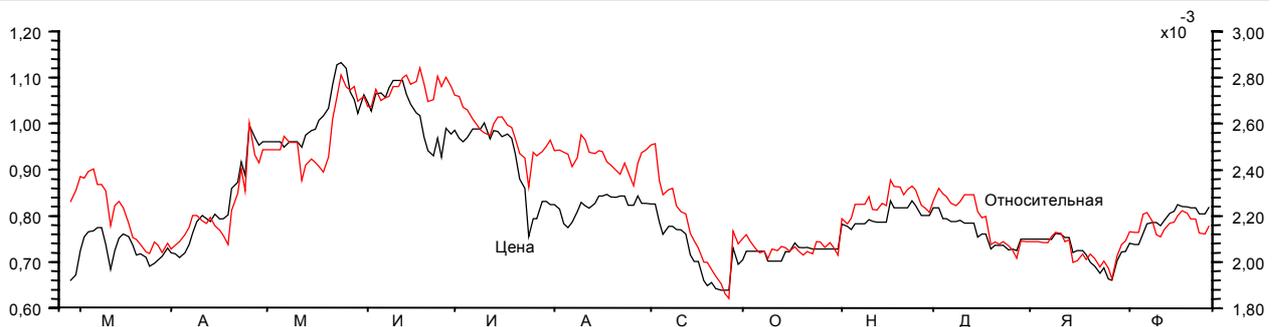
**Акция Газпрома стала отражением политики правительства**

Газпром следует все больше рассматривать как критерий, по которому судят об усилиях правительства по улучшению инвестиционного климата в России. С учетом ожидаемого прогресса в установлении оптимальных условий поставок газа в страны ЕС (что приведет к соглашению о вводе в строй нового газопровода во второй половине декады), аналитики еще не раз будут иметь возможность повысить не только прогнозы выручки, но и рейтинги Газпрома.

**Реструктуризация отрасли как важная инвестиционная тема**

Наконец, реструктуризация отрасли и самого Газпрома, вероятно, произойдет в 2004 г. и станет важным событием. Это, в сочетании с графиком выравнивания цен на газ по уровню цен в ЕС (как одно из условий вступления России в ВТО, хотя и рассчитанное на длительный период), станет стабильным долгосрочным фактором позитивной динамики цен акций.

**Илл. 16. Динамика акций Газпрома**



Источник: DATASTREAM

**Сбербанк**

**Акция Сбербанка как зеркало высоких цен рынка облигаций**

Сбербанк выигрывает – благодаря «сильному» рынку облигаций (как обеспечение баланса), реформе банковского сектора и тому факту, что Сбербанк – единственный котирующийся на фондовой бирже банк.



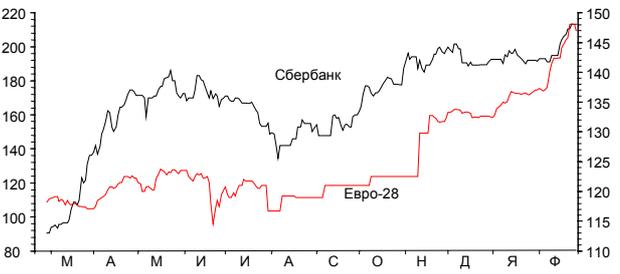
Расширение масштабов российской экономики увеличило прибыльность операций банка, и все сомнения в отношении качества его кредитного портфеля блекнут на фоне повышения операционной рентабельности и с учетом высоких цен на рынке облигаций.

**Илл. 17. Сбербанк и индекс РТС**



Источник: DATASTREAM

**Илл. 18. Сбербанк и курс облигаций Евро-2028**



Источник: DATASTREAM

**Илл. 19. Динамика акций российских компаний, %**

Акция компании	С начала года	За 3 месяца	12 месяцев
Аэрофлот	1,5	12,9	-2,2
Балтика	-7,9	-10,6	-12,1
Башнефть	6,5	4,9	
Вимм-Билль-Данн *	5,9	2,8	-12,6
Выксунский Metallургический	20,2	13,8	
ВымпелКом *	12,2	1,1	20,9
ГАЗ	53,3	9,5	-26,2
Газпром (местный)	7,2	0,5	21,8
Голден Телеком *	4,1	-17,7	1,2
ГУМ	0,0	5	23,5
Красный Октябрь	0,0	0,0	-8,7
Ленэнерго	13,5	15,1	-19,5
ЛУКОЙЛ	-5	-12,5	17,7
МГТС	7,1	0,8	-6,5
Мегтоннефтегаз	4,7	-3,6	93,9
Мосэнерго	27,4	22,1	0,8
МТС *	7,7	3,1	21,3
Норильский Никель	22,5	22,8	26,9
Оренбургнефть	20,5	24,5	90,8
РАО ЕЭС	0,2	7,4	-15,2
Ростелеком	7,5	7,5	14,6
Салаватнефтеоргсинтез	29,2	7,2	
Саратовнефтегаз	15,7	16,2	
Сбербанк	10,8	8,3	135,4
Северсталь	22,2	16,4	7,3
Сибирь Телеком	0	4	
Сибнефть	-2,4	6,9	86,8
Сургутнефтегаз	-0,5	-1,4	4,8
Татнефть	6,7	10,2	65
Удмуртнефть	39,4	39,2	
Уралсвязьинформ	23,7	11,7	22,7
Уфанефтехим	-9,5	2	
Центр Телеком	-0,8	-0,7	
ЦУМ	0,0	0,0	5,8
Челябинский трубный	15,4	-25	-2,5
Южный Телеком	9	18,8	-11,6
Юкос	13,3	19,8	58,4

Источник: DATASTREAM

**Илл. 20. Динамика фондовых индексов: на основе MSCI US\$ (кроме особо указанных случаев)**

Страна /Регион	С начала года	За 3 месяца	За 1 год	За 3 года
Россия– РТС	5,5	6,4	29,9	107,2
Россия– MSCI	2,8	2,3	14,3	30,8
Страны с развитой экономикой	-6,4	-10,7	-23,0	-44,6
Индекс Dow Jones	-6,4	-12,0	-22,0	-22,7
NASDAQ	-2,4	-12,4	-25,6	-71,8
Развивающиеся рынки – Весь мир	-3,6	-5,6	-15,9	-44,8
Развивающиеся рынки – Азия	-3,3	-8,0	-16,1	-48,3
Развивающиеся рынки – Европа	1,6	-3,2	5,1	-40,8
Развивающиеся рынки – EMEA	-1,6	-0,7	1,1	-39,0
Развивающиеся рынки – Лат.Ам.	-7,7	-5,1	-32,8	-47,5
Китай	3,1	-0,1	-7,1	-46,7
Корея	-7,5	-16,9	-15,9	-19,0
Тайвань	-1,0	-6,8	-25,9	-60,8
Таиланд	2,6	2,1	-0,4	-28,7
Индонезия	-9,7	3,9	0,9	-46,9
Малайзия	1,3	3,8	-4,3	-34,1
Южная Африка	-3,3	4,1	6,7	-21,7
Турция	12,6	-15,8	-16,5	-72,9
Израиль	-3,9	-12,9	-22,5	-56,1
Чешская Республика	7,1	5,6	50,0	6,8
Венгрия	-5,0	-3,0	14,2	-34,0
Польша	-8,6	-10,9	-14,7	-51,7
Аргентина	19,1	31,5	-11,2	-72,0
Бразилия	-10,4	-0,7	-43,7	-60,0
Мексика	-8,5	-12,1	-27,7	-31,3
Индия	-4,3	2,5	-9,5	-56,3
Пакистан	-12,1	7,0	29,8	-23,0

Источник: DATASTREAM



## Снижение безрисковой ставки и новые макропрогнозы изменили наши модели

Изменение наших макропрогнозов и прогнозов цен на МПГ, совместно со снижением безрисковой ставки с 7 до 6%, привело к изменению расчётных цен акций различных компаний. Новые прогнозы макропараметров будут иметь отрицательный эффект на нефтегазовый сектор, повышая затраты в долларовом выражении. В частности, Татнефть пострадает больше всех от существенного сокращения чистой прибыли, однако расчётные цены по голубым фишкам выросли. Наши прогнозы положительно отразятся на региональных телекомах и мобильных операторах, но отрицательно на Ростелекоме. Более низкий прогноз обменного курса доллара сократил прибыльность экспортно-ориентированных металлургических компаний, таких как Норильский Никель, но расчётные цены выросли благодаря более высоким прогнозным ценам на МПГ.

Наталья Орлова  
(7 095) 795-3677

**Повышение реального курса рубля вредит экспортерам, ведет к росту конкуренции в пищевой отрасли и приносит выгоду компаниям в секторе телекоммуникаций**

**Ключевым в деле изменения структуры ВВП является рост сектора услуг**

**Наш прогноз курса рубля на конец года: 32,4 руб./долл.**

## Макроэкономика: повышение курса рубля к доллару, рост ВВП

В январе макроэкономические индикаторы значительно разошлись с нашими прогнозами. С одной стороны, реальный валютный курс рубля повышался, в номинальном выражении, тогда как он должен был, по нашим прогнозам, понижаться. Слабый доллар в глобальном масштабе и прочный платежный баланс России, вероятно, будут в текущем году сдерживать снижение курса рубля. Актуальными остаются наши опасения по поводу того, что при годовой инфляции в 12% умеренное снижение курса рубля на 1-2% повредит конкурентоспособности российской экономики. В частности, повышение реального курса рубля окажет отрицательное воздействие на экспортеров, способствуя при этом повышению выручки в телекоммуникационном секторе и в розничной торговле. Одним из следствий этого могло бы стать и обострение конкуренции в пищевой промышленности.

С другой стороны, нас обнадеживает быстрый январский рост ВВП (на 5,7%). Мы полагаем, что значительный разрыв между ростом ВВП и объема производства указывает на возрастающую роль сектора услуг в общем экономическом подъеме. Мы расцениваем это как сдвиг в структуре ВВП и ожидаем, что увеличение доли услуг в экономике вызовет повышение роста ее эффективности и облегчит структурные изменения. Поэтому мы пересмотрели прогноз роста ВВП на 2003 г. в сторону повышения.

Пересмотр прогнозов на текущий год вызван двумя важными событиями февраля. Первое: изменен прогноз валютного курса на конец года. Если в начале года мы предсказывали обменный курс (на конец года) на уровне 33 руб./долл., то теперь наш расчет: 32,4 руб./долл. Главная причина – повышение цены нефти Urals сверх всех ожиданий (в настоящий момент: \$30,3/баррель) и большой объем сделанных российскими компаниями займов (\$1,1 млрд.), эквивалентный 15% всех иностранных заимствований в 2002 г. Представляется, что ЦБР озабочен все еще значительной инфляцией, в феврале достигшей 4% (с начала года), и не будет столь агрессивно наращивать резервы. Основываясь на среднегодовом прогнозе цены нефти сорта Urals (\$22,5/баррель), мы оцениваем резервы ЦБР на уровне \$62 млрд. и предвидим в конце года валютный курс: 32,4 руб./долл.



**Значительный разрыв между промышленным производством (+4,9%) и ростом ВВП (+5,7%) заставляет повысить оценку темпов роста ВВП в 2003 г. до 4,2%**

Вторым важным событием месяца стала публикация макроэкономических данных, показавших в январе рост промышленного производства на 4,9% (год-к-году) при увеличении ВВП на 5,7% (год-к-году). Эти цифры оказались гораздо лучше ожидавшихся. Если динамика секторов, ориентированных на внутренний рынок (пищевая промышленность и машиностроение) была весьма слабой, то ориентированные на экспорт отрасли демонстрировали бурный рост (на 10-15%, в годовом пересчете). Мы полагаем, что при ценах на нефть свыше \$30/баррель, и с учетом неопределенности в отношении начала войны в Ираке, экспорт будет и впредь содействовать росту экономики. Другим позитивным знаком, повлиявшим на изменение наших оценок, стал большой разрыв между промышленным ростом и ростом ВВП. Теперь мы ждем, что в 2003 г. рост ВВП достигнет 4,2%, на фоне увеличения промышленного производства лишь на 3,7%.

**Илл. 21. Основные макроэкономические показатели, 1997-2005 гг.**

	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г. (Оц.)	2004 г. (Оц.)	2005 г. (Оц.)
Рост экономики	0.8	-4.9	5.4	8.3	5	4.3	4.2	3.9	3.5
Промышленное производство, %	2	-5.2	8.1	11.9	5.2	3.7	3.6	3.3	3.0
Номинальный валютный курс, на конец года	6.0	21.1	27.0	28.1	30.1	31.8	32.4	33.2	35.5
Валютный курс, в среднем	5.8	9.8	24.6	28.1	29.2	31.4	32.1	32.8	34.3
Инфляция, % (с декабря по декабрь)	11	84.5	36.5	20.2	19.4	14.5	11.5	10	14

Источники: Госкомстат, оценка Альфа-Банка

**Безрисковая ставка снижена с 7 до 6%**

В этом году рынок долговых бумаг России переживает бурный рост цен. Значительный интерес инвесторов к российским активам и обнадеживающие новости из сфер отечественной экономики вывели российские долги на уровень новых исторических максимумов. В итоге, цены суверенных облигаций резко выросли (на 4-10%, с начала года), а их доходность резко упала (с 5-9% до 4-8,2%). **Столь резкое снижение доходности по суверенным долгам заставило нас снизить безрисковую ставку в наших моделях с 7% до 6%.**

**Ожидается, что в 2003 году цены российских еврооблигаций будут по-прежнему высоки**

В настоящее время доходность к погашению облигаций Евро-10 равна 5,8% (мы считаем Евро-10 показательной для оценки величины безрисковой ставки). В этом году мы ожидаем колебания доходности облигации в диапазоне 5,2-6,2%. По нашему мнению, ее высокая цена оправдывается следующими факторами:

- Ожидается, что мощный рост этой цены будет стимулирован погашением облигаций Евро-03 (\$1,25 млрд., на 10 июля) и ОВВЗ-04 (\$3,3 млрд., на 14 мая);
- В 2003 г. Российский пенсионный фонд, вероятно, продолжит скупку суверенных еврооблигаций;
- **Дальнейшее повышение рейтинга России.** В следующем году рейтинговые агентства могут повысить рейтинг страны. В частности, к концу 2003 г. рейтинг России может достичь уровня ВВ (по шкале Fitch) и Ba1 (по шкале агентства Moody's), что лишь на один пункт ниже инвестиционного уровня. Весьма вероятно, что после президентских выборов в марте 2004 г. России может быть присвоен рейтинг инвестиционного уровня. Вместе с тем, агентство S&P объявило, что не повысит рейтинг России в 2003 г. В этом случае Россия достигнет инвестиционного уровня по шкале S&P никак не раньше 2005 г.
- **Устойчивое экономическое положение России** обеспечит дальнейший спрос на российские активы.



Константин Резников  
(7 095) 795-3612

Анна Бутенко  
(7 095) 795-3745

**Изменение нашего прогноза валютного курса рубля привело к повышению прогнозов выручки российских нефтяных компаний на 1,3% в 2004 г.**

**Татнефть пострадает от изменения прогноза обменного курса – ожидаемая на 2004 г чистая прибыль упадет на 6,1%**

**Мы снижаем рекомендацию по Татнефти до ДЕРЖАТЬ, при расчетной цене в \$0,9 за акцию**

## Нефть и Газ: Татнефть пострадает от повышения курса рубля

Анализируя изменение наших макроэкономических прогнозов и последующее снижение безрисковой ставки (с 7% до 6%), мы видим лишь незначительное воздействие этого на показатели выручки и чистой прибыли нефтяных компаний. Для наиболее ликвидных из них мы прогнозируем увеличение прогноза выручки на 2003 г. лишь на 0,2-0,4%. Для 2004 г. это изменение более заметно, но все еще весьма невелико (1,1-1,9%). Прогнозы чистой прибыли ЛУКойла, Юкоса и Сибнефти на 2003-2004 гг. увеличиваются незначительно, тогда как Сургутнефтегаз и особенно Татнефть пострадают от изменения прогноза.

Ранее мы отметили, что от прогноза более высокого курса рубля больше других пострадает Татнефть. В то время как прогноз выручки компании слегка увеличится (на 0,3% в 2003 и 1,2% в 2004), вместе с ней возрастут и расходы компании. В результате этой коррекции чистая прибыль Татнефти упадет, в сравнении с предыдущим прогнозам, на 0,7% и 6,1% в 2003 г. и 2004 г., соответственно. Коррекция показателей прибыли Татнефти на последующие годы в сторону уменьшения превышает положительное воздействие снижения безрисковой ставки на оценку стоимости компании.

Основываясь на уточненных прогнозах, мы повысили расчетные цены российских нефтяных компаний, в среднем, на 13% (за исключением Татнефти), оставив рекомендации без изменений. Для Татнефти мы уменьшили расчетную цену (с \$1,10 до \$0,90 за акцию) и понизили рекомендацию по ее акциям до ДЕРЖАТЬ, учитывая то, что текущая рыночная цена составляет \$0,84 за акцию.

**Илл. 22. Воздействие изменений макроэкономических прогнозов и безрисковой ставки на показатели компаний**

	Выручка		Чистая прибыль		EV	Рекомендация / расчетная цена
	2003 г. (Оц.)	2004 г. (Оц.)	2003 г. (Оц.)	2004 г. (Оц.)		
ЛУКойл	0,3%	1,3%	0,0%	0,0%	15,6%	ПОКУПАТЬ (\$26,5)
Юкос	0,3%	1,2%	0,1%	0,6%	12,3%	ПОКУПАТЬ (\$14,8)
Сургутнефтегаз	0,2%	1,1%	-0,4%	-1,1%	16,8%	НАКАПЛИВАТЬ (0,64)
Сибнефть	0,4%	1,9%	0,1%	0,6%	17,9%	ПОКУПАТЬ (\$3,2)
Татнефть	0,3%	1,2%	-0,7%	-6,1%	-10,3%	ДЕРЖАТЬ (\$0,90)

Источник: оценка Альфа-Банка

Андрей Богданов  
(7 095) 795-3613

Елена Роговина  
(7 095) 795-3742

## Телекомы: Региональные телекомы выиграют больше всех от укрепления рубля

Мы пересмотрели расчетные цены на телекомы на основе обновленных макроэкономических прогнозов и с учетом понижения безрисковой ставки с 7% до 6%. Эффект от этих изменений оказался смешанным, но заставил нас пересмотреть расчетные цены по всем анализируемым телекомам (на 6-19%). В наибольшей степени этот эффект заметен на региональных телекомах, которые максимально выигрывают от повышения курса рубля. Однако мы изменили и прогноз увеличения абонентской базы компаний мобильной связи – с учетом ускорившегося роста личных долларовых доходов населения (благодаря более сильному рублю). В результате наши расчетные цены МТС и ВымпелКом теперь равны \$49 и \$46 за АДА, соответственно.

**Илл. 23. Изменение расчетных цен**

Название компании	Старая расчетная цена	Новая расчетная цена	Изменение	Рекомендация
	\$	\$		
МТС	44	49	11	НАКАПЛИВАТЬ
ВымпелКом	43	46	7	ПОКУПАТЬ
Ростелеком	1,6	1,7	6	НАКАПЛИВАТЬ
Голден Телеком	24	26	8	ПОКУПАТЬ
Центр Телеком	0,38	0,44	16	НАКАПЛИВАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,42	0,48	14	ДЕРЖАТЬ
Южный Телеком	0,13	0,14	12	НАКАПЛИВАТЬ
Волга Телеком	1,66	1,97	19	ПОКУПАТЬ
Урал Телеком	0,027	0,030	11	ПОКУПАТЬ
Сибирь Телеком	0,037	0,044	19	ПОКУПАТЬ
Дальсвязь	1,6	1,9	19	НАКАПЛИВАТЬ
МГТС	7	7,9	13	ДЕРЖАТЬ

Источник: Альфа-Банк

Илл. 24 показывает наш анализ воздействия обновленных макроэкономических прогнозов на разные сегменты телекоммуникационного сектора.

**Илл. 24. Эффект макроэкономических изменений по сегментам телекоммуникационного сектора**

Сегмент	Воздействие
Компании мобильной связи и Голден Телеком	Прямого воздействия нет, так как выручка и расходы этих компаний номинированы, в основном, в долларах. Тем не менее, рост личных доходов населения в долларах приведет к ускоренному расширению абонентской базы.
Ростелеком	Негативный эффект, поскольку 80% расходов компании производится в рублях, тогда как свыше 50% выручки поступает в долларах.
Региональные телекомы	Положительный эффект, так как выручка и расходы, по большей части, номинированы в рублях, причем рост выручки опережает рост расходов.

Источник: Альфа-Банк

В тоже время цены по модели DCF сильно чувствительны к изменениям безрисковой ставки. Например, изменение безрисковой ставки на 1% более чем компенсирует негативное воздействие повышения курса рубля на показатели Ростелекома. Мы не стали менять рекомендаций ни по одной из компаний, по итогам изменений в расчетных ценах, учитывая, что последние уже отражают потенциал роста/понижения котировок.

Максим Матвеев CFA  
(7 095) 795-3736

**Прогноз цен на никель и платину на 2003 г. повышен на 5 и 16%, соответственно**

**Сильный рубль вызывает падение прибыли металлургических компаний**

Мы пересмотрели финансовую модель ГК Норильский Никель, включив в нее более низкую безрисковую ставку, новые макроэкономические предположения и обновленные прогнозы цен на основные металлы. Благоприятные условия на рынке никеля характеризуются ограниченным предложением и постоянным спросом, что позволило повысить прогноз средней цены никеля (2003 г.) на 5% (до \$7.937/т). В этом году мы ожидаем дефицит и на рынке платины. Поскольку цены на платину остаются очень высокими (рост на 13%, с начала года), мы подняли прогноз средней цены платины (2003 г.) на 16% (до \$550/унция). Рынок палладия остается вялым, что заставило нас понизить не только прогноз цены этого металла на текущий год (с \$300/унция до \$275/унция), но и долгосрочный прогноз (с \$350/унция до \$300/унция).



Илл. 25. Прогнозы цен на металлы

		2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г. (Оц.)	2004 г. (Оц.)	2005 г. (Оц.)
<b>Основные металлы</b>							
Никель, \$/т	Пересмотренный	8,653	5,970	6,780	7,937	7,275	6,614
	Предыдущий	8,653	5,970	6,770	7,586	6,827	6,622
	Изменение, %	0	0	0	5	7	0
Медь, \$/т	Пересмотренный	1,814	1,580	1,559	1,653	1,874	1,874
	Предыдущий	1,814	1,580	1,600	1,840	1,932	1,874
	Изменение, %	0	0	-3	-10	-3	0
<b>Металлы платиновой группы</b>							
Платина, \$/унция	Пересмотренный	547	530	540	550	500	450
	Предыдущий	547	530	475	475	450	400
	Изменение, %	0	0	14	16	11	13
Палладий, \$/унция	Пересмотренный	685	599	337	275	300	300
	Предыдущий	685	599	340	300	350	350
	Изменение, %	0	0	-1	-8	-14	-14
<b>Черная металлургия</b>							
Холоднокатаная сталь, \$/т	Пересмотренный	300	236	273	315	284	270
	Предыдущий	300	236	273	300	255	270
	Изменение, %	0	0	0	5	11	0
Горячекатаная сталь, \$/т	Пересмотренный	215	164	222	240	204	195
	Предыдущий	215	164	222	230	184	195
	Изменение, %	0	0	0	4	11	0

Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

**Мы понижаем нашу рекомендацию по ГКМ Норильский Никель с ПОКУПАТЬ до НАКАПЛИВАТЬ**

Наш обновленный макроэкономический прогноз предполагает подъем реального курса рубля более быстрыми темпами. Это отрицательно отразится на прибыльности ГКМ Норильский Никель, который получает от экспорта около 90% выручки. Предположив более низкую безрисковую ставку (понижение которой на 1 процентный пункт добавляет к расчетной цене примерно \$3), мы повысили расчетную цену на основе модели DCF с \$29 до \$30 за акцию. На основе оценочного (2003 г.) коэффициента EV/EBITDA акции ГКМ Норильский Никель торгуются с дисконтом 22% к главным мировым производителям основных металлов и на равных с производителями металлов платиновой группы. Учитывая ограниченный потенциал роста от уровня текущей цены, мы понижаем рекомендацию по акциям компании с ПОКУПАТЬ до НАКАПЛИВАТЬ.

Илл. 26. Цветные металлы – сравнительная оценка

	Рыночная капитализация \$ млн	P/E			EV/S			EV/EBITDA		
		2002 г.	2003 г.	2004 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.
Falconbridge	2 082	51,3	13,8	10,1	2,0	1,7	1,4	10,2	7,7	5,4
Inco	4 101	н/з	18,9	14,4	3,3	2,9	2,9	11,6	9,2	7,7
Eramet	473	32,0	7,7	6,2	0,5	0,5	0,5	4,7	3,8	3,4
WMC Resources	2 608	70,6	21,3	10,6	1,7	1,6	1,4	7,4	5,3	3,6
Amplats	7 916	11,3	10,5	8,6	2,8	2,6	2,3	5,6	5,2	4,4
Implats	4 304	7,6	9,1	8,0	2,7	2,3	2,0	5,8	5,3	4,8
Northam Platinum	456	9,3	9,7	8,8	1,9	1,7	1,5	4,3	4,6	4,3
Lonmin	1 933	11,4	11,8	11,0	3,3	2,9	2,9	6,3	5,0	5,0
Производители основных металлов, в среднем		51,3	15,4	10,3	1,9	1,7	1,5	8,5	6,5	5,1
Производители МПГ, в среднем		9,9	10,3	9,1	2,7	2,4	2,2	5,5	5,0	4,6
ГМК Норильский Никель	5 294	26,7	8,6	7,2	1,6	1,3	1,2	7,3	5,1	4,7
Дисконт Норильского Никеля к производителям основных металлов		-48%	-45%	-30%	-16%	-23%	-20%	-14%	-22%	-7%
к производителям МПГ		170%	-17%	-21%	-41%	-45%	-44%	32%	1%	2%

Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

**Мы сохраняем нашу рекомендацию по Северстали: НАКАПЛИВАТЬ**

В начале года цены стального экспорта достигли своих исторических максимумов, в частности, холоднокатаная сталь торгуется по \$400/т, а горячекатаная сталь – по \$330/т. Полагаем, что в 2003 г. после коррекции на рынке (2-й и 3-й кв. 2003 г.) цена на холоднокатаную сталь достигнет,



в среднем, \$315/т, а на горячекатаную сталь – \$240/т. На основе нашей пересмотренной модели DCF мы оцениваем Северсталь в \$1,8 млрд (по \$83 за акцию). Соответственно, мы повышаем расчетную цену акций компании с \$75 до \$83, сохраняя рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ.

**Илл. 27. Metallurgy and machinery – new prices by DCF model and new calculated prices**

Компания	Старая цена на	Новая цена на	Изменение	Старая расчетная	Новая расчетная	Изменение	Рекомендация
	базе DCF	базе DCF		цена	цена		
	\$	\$	%	\$	\$	%	
Норильский Никель	29	30	3,4	29	30	3,4	НАКАПЛИВАТЬ
Северсталь	75	83	10,7	75	83	10,7	НАКАПЛИВАТЬ
Челябинский трубный	0,20	0,21	5,0	0,20	0,21	5,0	СПЕК. ПОКУПКА
ОМЗ	8,4	8,0	-4,2	8,4	8,0	-4,2	ПОКУПАТЬ

Источник: оценка Альфа-Банка



## Динамика и оценка акций

Илл. 28. Динамика АДР, с начала месяца, на 26 февраля

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение за месяц %	с начала года \$	За 52 недели Максимум \$	Минимум \$
<b>Нефть и Газ</b>								
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	12,4	12,2	5,1	20,6	10,0
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	58,4	4,3	-3,1	73,3	48,0
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	21,6	11,6	1,4	25,8	11,3
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	15,8	6,8	-0,6	23,8	14,3
Татнефть	2	20 в 1	25,0	16,8	9,8	11,0	17,3	9,9
Юкос	1	15 в 1	20,0	159,5	13,5	14,7	172,5	100,5
<b>Энергетика</b>								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	3,5	40,0	40,0	4,3	1,8
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	26,9	31,6	19,0	55,3	19,9
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	4,0	17,6	31,1	4,7	2,2
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	13,0	17,4	6,7	17,8	7,5
<b>Телекоммуникации</b>								
ВымпелКом	3	3 в 4	Н/Д	36,5	14,5	13,9	38,0	20,6
Голден Телеком	3	1 в 1	Н/Д	13,2	-2,3	4,5	20,5	10,1
МТС	3	20 в 1	17,0	40,3	10,2	8,4	41,5	23,8
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	6,5	-3,2	9,1	8,4	5,0
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	8,5	2,8	13,8	6,2	3,2	1,3
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	8,0	16,7	11,8	9,9	5,7
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	3,2	21,5	27,7	3,6	1,4
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	4,0	5,7	23,3	8,0	2,4
<b>Прочие сектора</b>								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	24,5	1,0	21,4	25,3	15,9
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	5,3	2,1	-7,5	7,1	3,8
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,2	-0,7	-3,9	5,1	2,0
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	19,1	6,8	6,2	25,4	16,0
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	3,9	9,1	-14,3	8,5	2,9

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 29. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 26 февраля

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2001П	2002П	2001П	2002П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Газпром	0,824	14	7	1,132	0,639	5,0	20 930	6,3	5,7	6,6	5,1	1,200	46	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	14,65	1	-6	18,23	12,1	2,1	12 461	5,9	6,2	3,8	3,9	26,5	81	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	2,148	10	-4	2,235	1,15	0,6	10 184	7,8	9,3	6,7	6,4	3,2	49	ПОКУПАТЬ
Сургутнефтегаз	0,3185	5	-1	0,470	0,29	1,0	7 623	4,7	4,8	3,0	3,0	0,64	101	НАКАПЛИВАТЬ
Татнефть	0,838	10	9	0,853	0,501	0,4	1 897	2,7	3,1	3,0	2,3	0,9	7	ДЕРЖАТЬ
Юкос	10,71	15	16	11,38	6,83	2,1	22 760	7,2	6,8	5,8	5,0	14,8	38	ПОКУПАТЬ
Petrobras	12,9	-10	-13	26,9	9,7	4,3	13 434	5,1	4,6	2,3	2,2			
MOL	22,2	-4	-5	24,9	17,3	3,6	2 068	Н/З	7,2	22,5	4,8			
PetroChina	0,2	-1	5	0,2	0,2	14,8	36 747	6,4	6,7	3,5	3,3			
<b>Среднее</b>								<b>5,7</b>	<b>6,2</b>	<b>9,4</b>	<b>3,4</b>			
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0,087	-5	8	0,091	0,058	0,0	412	Н/З	Н/Д	Н/З	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Ленэнерго	0,322	20	16	0,505	0,247	0,1	247	7,2	Н/Д	3,2	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Мосэнерго	0,040	18	24	0,045	0,024	0,8	1 142	126,9	Н/Д	4,0	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
РАО ЕЭС	0,129	12	-2	0,172	0,076	4,3	5 294	3,8	Н/Д	3,4	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
CEZ	3,1	4	-1	3,4	2,4	1,7	1 560	5,0	3,5	3,5	3,9			
Sopel	1,7	-14	-24	4,8	1,6	0,1	1 205	9,1	7,8	3,9	3,3			
Eletrobras	4,4	-19	-33	12,3	3,9	0,7	4 988	5,5	2,5	4,4	6,0			
<b>Среднее</b>								<b>6,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>			
<b>Телекомы</b>														
МГТС	6,6	-2	4	7,3	6,0	0,0	592	50,5	18,9	5,4	3,9	7,9	19	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	9,0	4	-6	10,7	8,0	3,5	4 013	7,2	6,5	2,5	2,4			
Tele Norte Leste	4,6	-13	-18	9,0	4,1	3,6	2 177	28,2	12,0	1,3	2,1			
<b>Среднее</b>								<b>17,7</b>	<b>9,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>			
Ростелеком	1,301	12	6	1,660	0,978	0,4	1 173	9,4	10,8	3,3	2,8	1,70	31	НАКАПЛИВАТЬ
Indosat	0,88	5	-16	1,58	0,70	1,9	909	8,9	7,5	4,5	2,6			
Embratel	1,10	5	-2	3,20	0,52	0,5	348	Н/Д	Н/Д	3,0	1,8			
<b>Среднее</b>								<b>8,9</b>	<b>7,5</b>	<b>3,8</b>	<b>2,2</b>			
ВымпелКом	35,9	14	14	38,0	20,6	7,9	1 931	40,8	11,8	14,1	5,9	31,0	28,1	ПОКУПАТЬ
МТС	40,0	10	8	41,5	23,8	5,6	3 987	19,2	12,4	10,2	5,6	49,0	23	НАКАПЛИВАТЬ
Turkcell	7,630	3	5	7,930	4,250	0,3	633	13,3	12,6	5,9	N/A			
Mobinil	9,6	6	19	13,2	6,6	0,0	937	8,0	8,9	5,3	5,0			
<b>Среднее</b>								<b>8,0</b>	<b>10,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,0</b>			
Голден Телеком	13,2	-2	5	20,5	10,1	0,2	317	Н/З	11,1	12,3	4,5	26,0	97	ПОКУПАТЬ
Netia	0,7	-17	-19	1,4	0,4	0,1	240	Н/З	Н/З	Н/З	3,6			
<b>Металлургия</b>														
Норильский Никель	24,8	3	22	25,0	16,5	0,8	5 305	11,3	14,6	4,3	5,4	30,0	21	НАКАПЛИВАТЬ
Ampplats	36,3	-12	-8	68,6	35,1	0,4	7 804	7,8	10,9	5,7	5,4			
Inco	21,4	-10	-4	24,3	16,3	1,2	3 929	14,1	Н/З	12,9	10,6			
Implats	62,6	-15	-8	90,2	52,6	0,3	4 167	7,1	7,2	4,9	5,5			
<b>Среднее</b>								<b>9,7</b>	<b>6,1</b>	<b>9,3</b>	<b>8,0</b>			
Северсталь	60,5	14	22	84,0	47,0	0,0	1 335	Н/З	10,8	5,0	3,4	83,0	37	НАКАПЛИВАТЬ
China Steel	0,6	-8	11	0,7	0,4	108,5	5 761	26,9	13,3	11,5	8,1			
POSCO	91,8	-8	-8	134,0	84,1	0,3	8 337	10,5	9,5	5,1	5,0			
<b>Среднее</b>								<b>18,7</b>	<b>11,4</b>	<b>8,3</b>	<b>6,6</b>			
<b>Продукты</b>														
Балтика	12,3	-5	-6	15,3	11,3	0,1	1 441	11,2	10,6	7,1	6,3	18,0	46	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	3,9	9	-14	8,5	2,9	0,0	110	5,5	6,4	2,2	2,6	6,5	65	НАКАПЛИВАТЬ
Вимм-Билль-Данн	19,0	6,8	6,2	25,4	16,0	0,0	836,0	26,3	19,3	12,7	10,4	23,5	23,7	
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			
<b>Среднее</b>								<b>70,1</b>	<b>14,3</b>	<b>22,1</b>	<b>5,1</b>			
<b>Торговля</b>														
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			
<b>Среднее</b>								<b>14,1</b>	<b>10,7</b>	<b>11,0</b>	<b>9,2</b>			
<b>Машиностроение</b>														
ОМЗ	5,4	-2	-7	6,4	4,1	0,0	189	9,0	13,3	3,1	3,1	8,0	50	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	15,7	5	-2	31,8	13,2	0,2	1 194	Н/З	4,0	5,8	5,1			
Atlas Copco	20,8	10	4	30,9	16,2	1,6	4 247	12,0	12,3	5,0	5,8			
<b>Среднее</b>								<b>12,0</b>	<b>8,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>			

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

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка



Илл. 30. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 26 февраля

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			
<b>Нефть и Газ</b>														
Мегионнефтегаз	9,21	2	6	10,45	4,6	7,6	1 055	10,2	10,1	4,7	5,1	11,2	22	ДЕРЖАТЬ
Пурнефтегаз	4,7	-6	-6	5	2	9,2	455	21,2	12,7	8,1	6,2	2,4	-49	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	2,35	0	-2	3	1,93	0,9	172	4,0	4,5	5,1	4,2	4,5	91	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	115	12	12	115	81	0,3	397	4,7	5,3	2,8	2,2	140	22	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>														
Башкирэнерго	0,166	12	23	0,183	0,105	27,6	173	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	2,80	-2	14	3,1	2,1	10,9	50	11,5	Н/Д	2,3	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Кузбассэнерго	0,2	-9	3	0,230	0,125	60,1	121	Н/3	Н/Д	3,1	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	0	40	4,25	1,42	17,8	109	8,6	Н/Д	2,3	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Ростовэнерго	0,023	0	10	0,028	0,011	16,9	70	17,5	Н/Д	5,9	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Самараэнерго	0,039	11	20	0,042	0,026	19,7	137	11,7	Н/Д	4,2	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Свердловэнерго	0,205	-2	-5	0,215	0,12	24,1	107	21,0	Н/Д	1,7	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Челябэнерго	0,019	0	73	0,023	0,005	0,7	88	40,9	Н/Д	3,1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
<b>Телекомы</b>														
Башинформсвязь	0,054	13	17	0,0875	0,042	7,9	53	4,9	1,4	2,5	1,2	0,09	67	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	1,367	12	8	1,385	0,81	67,3	146	16,7	8,7	6,7	3,1	1,97	44	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,35	0	-8	0,528	0,345	25,2	191	16,4	20,7	4,3	3,0	0,45	29	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,03	8	-2	0,03	0,02	70,14	84	10,6	12,2	5,5	3,3	0,04	73	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,016	17	22	0,778	0,009	58,3	142	113,8	13,6	11,9	3,3	0,030	85	ПОКУПАТЬ
ЦентрТелеком	0,2507	6	-6	0,33	0,191	84,3	144	37,9	16,3	14,1	3,1	0,44	76	НАКАПЛИВАТЬ
ЮжТелеком	0,079	12	9	0,0975	0,05	70,3	113	10,8	4,3	6,5	2,7	0,14	77	НАКАПЛИВАТЬ
<b>Другие сектора</b>														
Аэрофлот	0,350	0	1	0,404	0,275	51,1	389	7,3	5,3	3,6	3,3	0,349	0	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	23,5	10	8	38,9	19,15	163,9	702	1,1	8,8	2,1	2,8	28,0	19	ДЕРЖАТЬ
ГАЗ	23	28	48	39	14	37,3	118	67,4	33,6	4,5	3,4	17	-26	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	213,25	11	12	213,25	93,5	233,5	4 182	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	220	3	СПЕК. ПОКУПКА
Челябинский труб- ный з-д	0,105	-9	17	0,165	0,09	6,2	50	3,5	5,0	1,6	1,7	0,21	100	СПЕК. ПОКУПКА

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

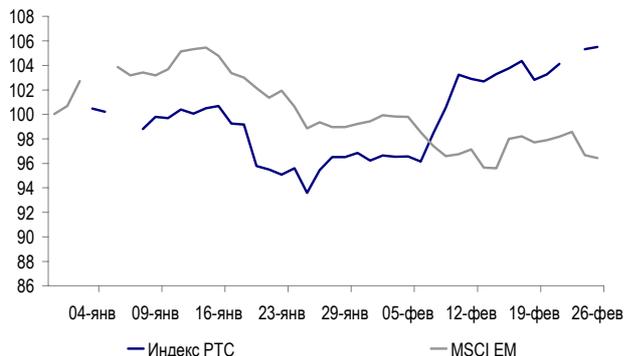
Илл. 31. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 26 февраля

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV прив. к об. %	Дисконт %	Дивиденды 2002П \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена \$	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
<b>Нефть и Газ</b>												
Сургутнефтегаз прив.	0,230	5	-9	0,259	0,188	132,1	28	0,0090	4	0,38	67	НАКАПЛИВАТЬ
Татнефть прив.	0,483	7	7	0,615	0,375	23,0	42	0,0280	6	0,54	12	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>												
РАО ЕЭС прив.	0,122	19	17	0,135	0,066	79,9	6	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
<b>Телекоммуникации</b>												
Ростелеком прив.	0,924	14	16	0,924	0,530	43,2	29	0,0267	3	1,20	30	НАКАПЛИВАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

**Графики**

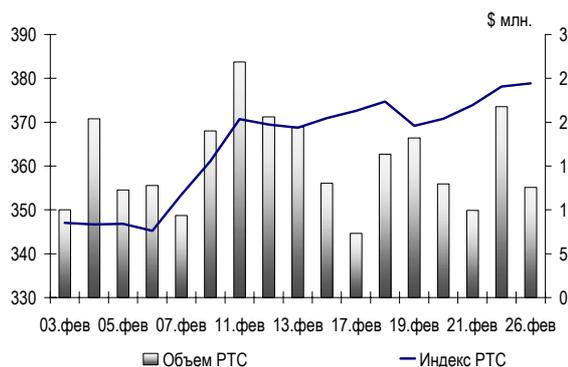
**Илл. 32. РТС и индекс MSCI EM, с начала года**



Источники: РТС, Рейтер

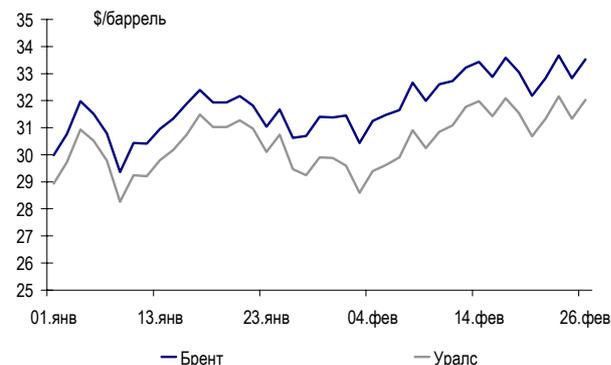
- Индекс РТС вырос в феврале на 9,6% со средненежным объёмом в \$15 млн.

**Илл. 33. Динамика РТС, с начала месяца**



Источник: РТС

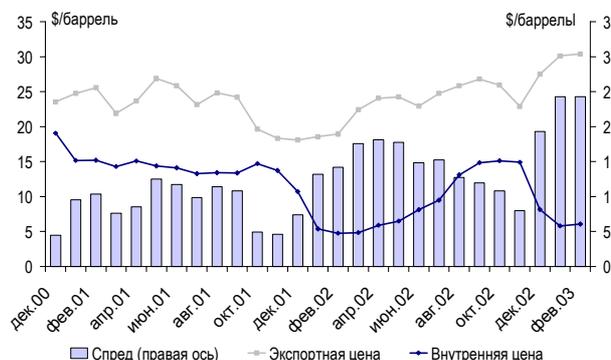
**Илл. 34. Динамика цен на нефть, с начала 2002 года**



Источник: Блумберг

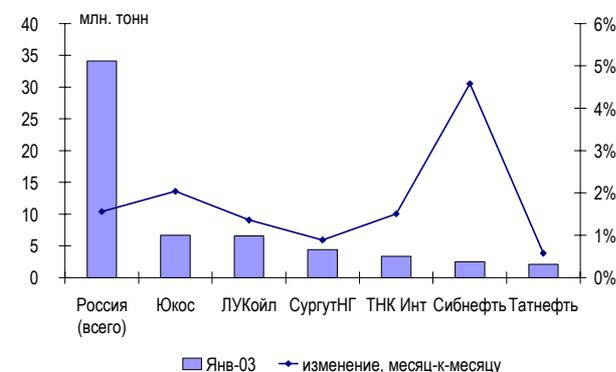
- Цены на нефть достигли наивысшего значения за последние 2 года из-за ожиданий войны в Ираке
- Разрыв в ценах нефти остаётся высоким из-за перепроизводства на внутреннем рынке и рекордно высокой цены нефти Urals

**Илл. 35. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2002**



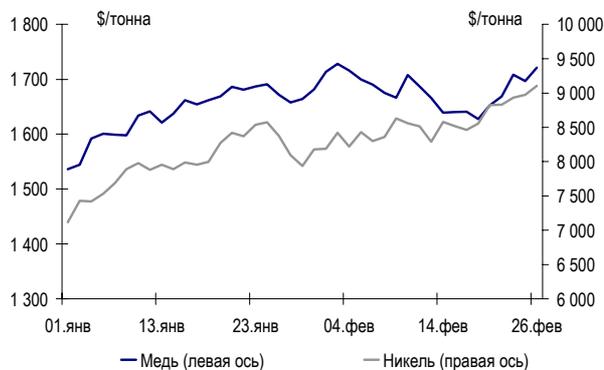
Источник: Министерство энергетики

**Илл. 36. Добыча нефти компаниями, январь 2003 г**



Источник: Министерство энергетики

**Илл. 37. Цены на медь и никель, с начала года**



Источник: Блумберг

- Сибнефть продолжает лидировать с темпом роста добычи 31% против среднего по отрасли 12%
- Мировая цена никеля выросла в феврале на 10,1%, меди — практически не изменилась (+0,2%)

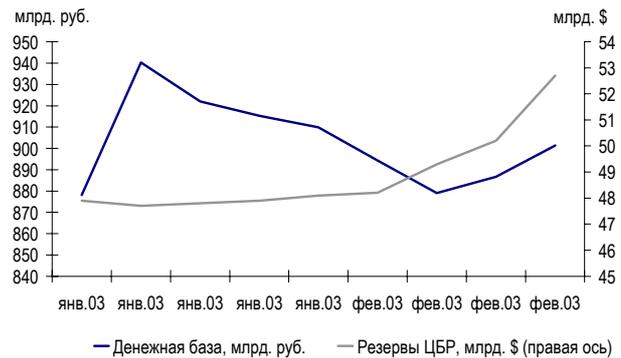
**Илл. 38. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года**



Источник: ЦБР

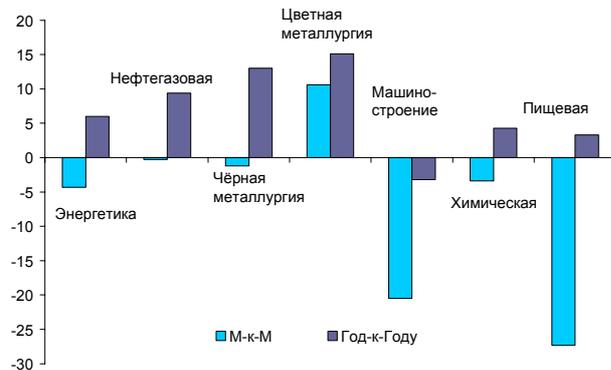
- ЦБР изменил свою политику на валютном рынке, что привело к номинальному укреплению рубля
- Несмотря на крупные платежи по внешнему долгу (\$4 млрд.), золотовалютные резервы выросли в феврале на \$3,4 млрд. из-за значительных поступлений от экспортной выручки

**Илл. 39. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года**



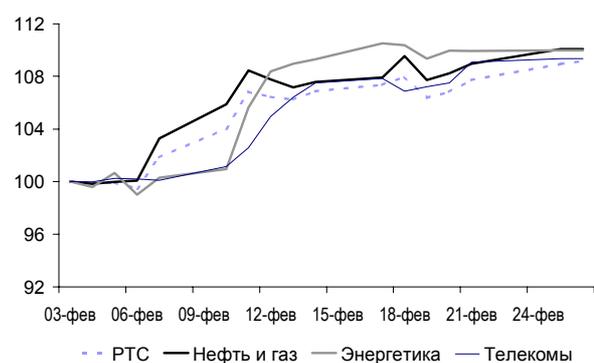
Источник: ЦБР

**Илл. 40. Динамика промышленного производства, январь 2003**

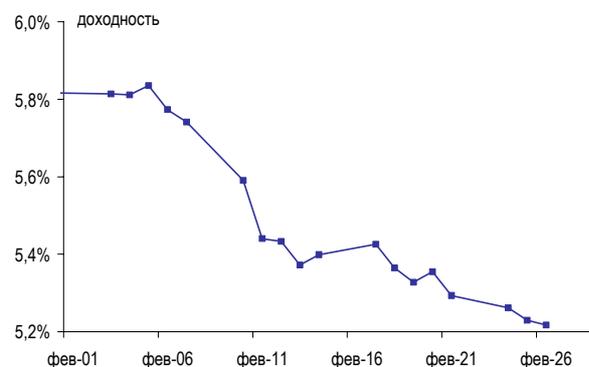


- Основными двигателями промышленного производства остаются нефтяная отрасль и металлургия, производство в отраслях, ориентированных на внутренний рынок, замедляется
- Темпы роста сектора энергетики и нефти и газа (+10%) в феврале опередили рост индекса РТС

**Илл. 41. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца**

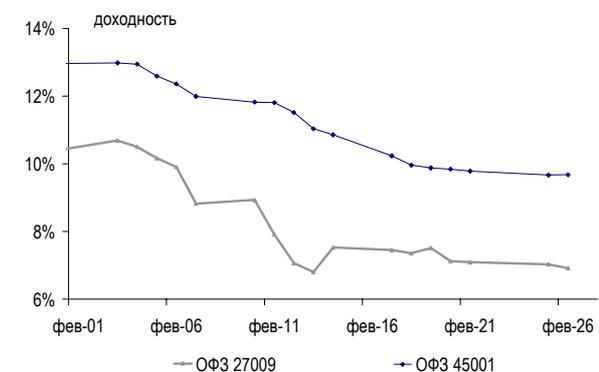


**Илл. 42. Динамика Евро-07, с начала месяца**



Источник: Рейтер

**Илл. 43. Динамика ОФЗ 27005- 27018, с начала года**



Источник: Рейтер

- Цены на рынке ГКО-ОФЗ значительно выросли из-за резкого падения доходности государственных бумаг, высокой рублёвой ликвидности и укрепления рубля
- Положительные внутренние новости вывели российский рынок долга на новые исторические максимумы



## Календарь событий

## Илл. 44. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
<b>Март</b>		
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
В течение месяца	ОМЗ	Календарь событий на 2003 г.
В течение месяца	ОМЗ	Собрание Совета Директоров
В течение месяца	Голден Телеком	Публикация результатов за 4Кв02
Март 01	Норильский Никель	Собрание работников для принятия решения о промышленной деятельности
Март 04	Сибирь Телеком	Общее собрание акционеров переизберёт Совет Директоров, Председателя Правления
Март 11	Нефть	Заседание ОПЕК в Вене
Март 13	Юкос	Решение Правительства по трубопроводам восточного направления
Март 20	СургутНГ	Ежегодное собрание акционеров
Март 31	СУАП	Собрание акционеров переизберёт Совет Директоров

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова  
(7 095) 795-3677

## Экономика и политика

**В январе показатели машиностроения были слабыми, однако, экспортные отрасли обеспечили рост производства на 4,9%, в годовом исчислении.**

В январе 2003 г. цифры роста российской экономики оказались гораздо лучше ожиданий. Госкомстат объявил об увеличении (в годовом исчислении) промышленного производства на 4,9% (по сравнению с нашим прогнозом 3,5%) и о росте ВВП на 5,7% (год-к-году). Основным фактором превышения прогнозных показателей стал значительный подъем – на 10,6% по сравнению с предыдущим месяцем (на 15,1% в годовом исчислении) – в цветной металлургии. Сокращение выпуска продукции машиностроения на 20,5% произошло, главным образом, из-за приостановки производства автомобилей ведущими российскими автозаводами (АвтоВАЗ и КамАЗ), что привело к временному снижению производства в отрасли.

**Илл. 45. Рост промышленного производства по отраслям, январь 2003 г., %**

	Рост, к предыдущему месяцу, %	Рост к предыдущему году, %
<b>Всего</b>	<b>-6,0</b>	<b>4,9</b>
Электроэнергетика	-4,3	6
Топливная отрасль	-0,3	9,4
Черная металлургия	-1,2	13
Цветная металлургия	10,6	15,1
Химическая промышленность	-3,4	4,3
Машиностроение	-20,5	-3,2
Пищевая промышленность	-27,3	3,3

Источник: Госкомстат

**Из-за укрепления курса рубля (до 31,5 руб./долл.) доходность российских рублевых облигаций упала ниже 10%**

В январе основной интерес был прикован к повышению обменного курса рубля. При средней (с начала года) цене сорта Urals в \$30,3/баррель и с учетом \$1,1 млрд. иностранных заимствований, сделанных российскими компаниями в январе, Россия зафиксировала гигантский приток иностранной валюты. На 14 февраля ЦБР сообщил об увеличении валютных резервов с начала года на \$3,7 млрд. (до уровня \$51,4 млрд.). Это увеличение оказалось гораздо большим, чем ожидалось, и сделало неактуальным прежний прогноз объема резервов на конец года (\$55 млрд.). Поэтому ЦБР прекратил покупку иностранной валюты, в результате чего номинальный курс рубля повысился до уровня 31,5 руб./долл. Это вызвало быстрый рост цен рублевых облигаций – как корпоративных, так и государственных.

**3 марта, с началом переговоров по ВТО, в центре внимания окажутся естественные монополии**

Ожидается, что в марте экономические новости будут касаться, в основном, переговоров по ВТО. Россия начинает очередной раунд переговоров (3 марта и 7 апреля) и, кажется, готовится к ним серьезно. В частности, правительство готовит поправки к законодательству о страховании, согласно которым иностранные компании получают право работать в сегменте страхования жизни. В декабре 2002 г. было отменено 12%-ное ограничение на участие нерезидентов в банковском капитале России. Переговоры по ВТО, вероятно, привлекут внимание к ситуации с Газпромом и РАО ЕЭС, так как вопрос о повышении тарифов остается главным препятствием для вступления России в ВТО.

**Илл. 46. Макроэкономические показатели**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П	2003П
На март							
Инфляция	1,4	0,7	2,8	0,6	1,9	1,1	1,4
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,7	6,1	24,2	28,5	28,8	31,1	31,6
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	16,5	16,9	10,8	15,5	29,7	37,3	52,1

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка



## Илл. 47. Основные события

Дата	Событие
6 февраля	<b>Инфляция в РФ в январе 2003 г. составила 2,4%, базовая инфляция – 1,2% – Госкомстат.</b> Как и в начале прошлого года, когда инфляция составила 3,1%, в январе 2003 г основной причиной скачка цен оставался опережающий рост тарифов на услуги естественных монополий. В то же время, в отличие от прошлого года, в этом году ЦБР удалось предотвратить скачок валютного курса и нивелировать влияние этого фактора на темпы удорожания потребительских товаров.
6 февраля	<b>Профицит федерального бюджета в январе 2003 г составил 4,5% ВВП – источник в Минфине.</b> Значительный уровень профицита бюджета в январе обусловлен низкими платежами по внешнему долгу, приходящимися на этот месяц. Этот фактор будет определять динамику исполнения бюджета в течение всего года. Наиболее напряженными месяцами с этой точки зрения будут май, когда предстоит погашение ОВВЗ (объем платежей по внешнему долгу составит \$2,5 млрд.) и июнь, когда предстоит погашение еврооблигаций (на \$1,9 млрд). Кроме того, традиционно высокий объем платежей приходится на февраль (около \$2 млрд. в текущем году) и август-сентябрь. Поэтому мы ожидаем, что по итогам года профицит бюджета не превысит 1-1,5% ВВП в случае среднегодовых цен на нефть \$22,5/баррель.
10 февраля	<b>ЦБ ожидает укрепления курса рубля к корзине валют по итогам года в размере 4-6% – председатель Банка России Сергей Игнатьев.</b> Отказ ЦБ поддерживать доллар на валютном рынке вызван опасениями роста инфляционного давления вследствие наращивания рублевой массы. Поэтому, после увеличения золотовалютных резервов в последнюю неделю января на \$1,1 млрд. (что означает эмиссию почти 35 млрд. руб.), ЦБР принял решение уйти с валютного рынка. Однако, на наш взгляд, это решение не сможет существенно повлиять на инфляционную динамику, поскольку (исходя из данных за январь) рост цен в РФ по-прежнему более чувствителен к повышению тарифов на коммунальные услуги, нежели обусловлен монетарными факторами.
13 февраля	<b>Российские компании привлекли в январе около \$1,1 млрд. с международных финансовых рынков – зампреда Банка России О. Вьюгин.</b> Сделка с ВР и ТНК дала позитивный сигнал инвестиционному сообществу, и будет способствовать увеличению притока международного капитала. По нашей оценке, пример крупнейшей британской компании British Petroleum даст серьезный толчок к увеличению портфельных инвестиций в РФ.
14 февраля	<b>ЦБР понизил ставку рефинансирования до 18% годовых с 21% годовых ранее.</b> Новое значение ставки рефинансирования, установленное ЦБ, является минимальным с 1990 г.
18 февраля	<b>Рост промышленного производства в РФ в январе 2003 г составил 4,9% к январю 2002 г – Госкомстат.</b> Фактический рост промышленного производства в январе (+4,9%) оказался существенно выше наших прогнозов (+3,5%). Основным фактором ускоренного роста стало значительное увеличение производства в цветной металлургии (+15,1% к январю 2002 г). Отраслевой анализ промпроизводства в январе свидетельствует о том, что ведущими факторами роста в РФ остаются топливная и металлургическая промышленности, в то время как темпы роста в отраслях, ориентированных на внутренний спрос, замедляются. Поэтому мы ожидаем сохранения темпов роста производства промышленной продукции на уровне выше 4% при сохранении высоких цен на нефть.
18 февраля	<b>Министерство Финансов РФ предложило канал для направления части доходов бюджета в специальный стабилизационный фонд.</b> Создать специальный стабилизационный фонд для замены со следующего года номинированного в рублях резервного фонда, созданного для смягчения платежей по внешним долгам, пик которых в размере \$15,5 млрд. приходится на 2003 г. По плану, федеральный бюджет будет основываться на средней годовой цене Urals \$18,5/баррель. Вся дополнительная бюджетная выручка (за счет экспортной пошлины на нефть и налога на пользование недрами), полученная в результате превышения реальными ценами на нефть этого уровня, будет направляться в новый стабилизационный фонд. В этот фонд также будут направлены все денежные средства, которые останутся в текущем резервном фонде к концу 2003 после ежегодной выплаты по долгам. На настоящий момент средства резервного фонда оцениваются в \$9 млрд.
19 февраля	<b>Рост ВВП РФ в январе 2003 г составил 5,7% к январю 2002 г – Минэкономразвития.</b> Ранее Госкомстат сообщил, что рост промышленного производства за этот же период составил 4,9%. Таким образом, лаг между темпами роста промышленности и ВВП продолжает расширяться. Это свидетельствует о наращивании влияния неиндустриальных факторов в развитии российской экономики. Столь впечатляющие результаты экономического развития в январе позволяют нам повысить прогноз роста ВВП в 2003 г до 4,2% с 3,8% ранее, а промышленного производства – до 3,7% с 3,5% ранее.
20 февраля	<b>Золотовалютные резервы РФ с 7 по 14 февраля возросли на \$1,2 млрд. до \$51,4 млрд. – ЦБР.</b> С начала года рост золотовалютных резервов составил \$4,2 млрд, что является рекордным темпом роста с 2000 г.

Источник: оценки Альфа-Банка



## Новости компаний и отраслей

**Константин Резников**

(7 095) 795-3612

**Анна Бутенко**

(7 095) 795-3745

**Спекуляции, последовавшие за сделкой ВР/ТНК, поддержали Сибнефть и Юкос**

**Потенциал роста Сибнефти ограничен неопределённостью судьбы Славнефти**

### Нефть и газ

После объявления сделки между British Petroleum и ТНК, цена акций Сибнефти и Юкоса росла на слухах о возможности новых сделок по приобретению российских нефтяных активов западными стратегическими инвесторами. Полагая, что в ближайшем будущем заключение подобных сделок маловероятно, мы, тем не менее, отмечаем, что условия соглашения между ВР и ТНК подтверждают возможность роста котировок акций нефтяных компаний.

Что касается Сибнефти, то потенциал роста ее акций пока ограничен из-за отсутствия ясности с дальнейшей судьбой Славнефти. Так или иначе, ход переговоров между ТНК и Сибнефтью не зависит напрямую от сделки с ВР. Исходя из этого, мы предполагаем, что еще до завершения сделки между ВР и ТНК (т.е., до середины текущего года) появятся новости о Славнефти.

Отдельно следует отметить приближение сроков закрытия реестров для получения дивидендов у башкирских НПЗ (в начале марта). Дивидендная доходность по привилегированным акциям составит предположительно 7-8%.

## Газпром

### Илл. 48. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	17 108	17 938	17 069	17 262
ЕБИТДА, млн. \$	4 999	6 495	5 833	6 065
Чистая прибыль, млн. \$	2 666	2 933	2 824	3 018
P/E	6,3	5,7	6,9	6,5
EV/ЕБИТДА	6,6	5,1	5,6	5,4
Капитализация, млн. \$	20 930			
EV, млн. \$	32 830			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	184			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 49. 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. 50. Основные события

Дата	Событие
14 февраля	<b>Прибыль Газпрома за 9М2002 снизилась на 40% год-к-году, однако наблюдается улучшение после 1П02.</b> Газпром опубликовал некоторые цифры неаудированной отчетности за 9М2002 по IAS. Как мы и ожидали, после достаточно слабого 1П2002 результаты за 9М2002 демонстрируют некоторые улучшения по сравнению с результатами за 1П02. Наши ожидания либерализации рынка акций Газпрома, улучшение их ликвидности и доступности для иностранных инвесторов перевешивают нынешнюю нестабильность доходов, что позволяет нам сохранять рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Газпрома и НАКАПЛИВАТЬ АДА.
14 февраля	<b>Правительство не может достигнуть договоренности относительно реструктуризации газодобывающей отрасли.</b> Существующий план Минэкономразвития (обсуждение которого было отложено в декабре 2002 года), говорит о необходимости отделить транспортный бизнес Газпрома, оставляя за монополистом 100% контроль над ним. Также, план устанавливает график повышения цен до 30 долл. за тыс. куб. м. в 2004-2005 гг., после чего ценовое регулирование в секторе должно быть полностью отменено. Менеджмент Газпрома постоянно высказывал свое несогласие с планом правительства. Выделение транспортного бизнеса Газпрома может, по их мнению, вызвать проблемы в поставках газа в России и на экспорт. Несмотря на то, что план реформ все еще обсуждается, очевидно, что существующие мощности Газпрома создавались в 80-90-х годах прошлого столетия как неразрывная цепь производства, транспорта и маркетинга. Менеджмент компании считает необходимым быстрое увеличение цен на газ до рыночного уровня. Мы поддерживаем эту идею, так как либерализация цен в нефтяном секторе позволила существенно увеличить добычу (Прод.)



Основные события (Прод.)	
19 февраля	<b>Презентация менеджмента Газпрома возвращает компании благосклонность рынка.</b> Менеджмент Газпрома провел телефонную конференцию для обсуждения недавно опубликованных неаудированных финансовых результатов компании по IAS за 9М2002. Как в качестве немедленного ответа на требование Путина улучшить прозрачность компании, топ-менеджмент Газпрома провел открытую дискуссию с инвесторами о текущем положении компании и ее перспективах. В ходе конференции было предоставлено много цифр и другой важной информации (хотя в основном уже опубликованной) и конференция оставила сильное впечатление, что ситуация сейчас достаточно напряженная, однако компания видит четкие пути улучшения операционного и финансового положения. Заявления менеджмента однозначно помогли улучшить имидж компании.
20 февраля	<b>Газпром начинает продавать газ в Турцию через трубопровод Голубой поток.</b> Проект, общий объем инвестиций в который составили \$3,5 млрд, был инициирован в 1999, после финансового кризиса в России, и развивался Газпромом совместно с итальянской группой ENI. Голубой поток – самый глубокий морской трубопровод в Черном море (его глубина достигает 2000 метров), и проект сталкивался с различными технологическими проблемами, включая высокую концентрацию сероводорода в воде.
21 февраля	<b>Спрос на евробонды Газпрома существенно превысил предложение, объем выпуска возрос на 75%.</b> На прошлой неделе Газпром успешно завершил размещение нового десятилетнего выпуска евробондов с регистрационным выпуском 144А. Ввиду высокого спроса на облигации (по слухам книга заказов достигла \$6,5 млрд.) компания добавила 75% к начальному размеру выпуска в \$1 млрд., и привлекла \$1,75 млрд. Купон по данным облигациям (полугодовой) и доходность выпуска к погашению составила 9,625%, что находится на нижней планке изначально предложенного диапазона в 9,625-9,75%. Денежные средства будут переданы Газпрому 28 февраля 2003 года, и, таким образом, датой погашения станет 1 марта 2013 года, что делает выпуск самым крупным и длинным среди российских выпусков еврооблигаций. Выпуску присвоен рейтинг В+ агентством S&P.
25 февраля	<b>Совет директоров Газпрома окончательно одобрил бюджет компании на 2003,</b> программу капитальных вложений, план по снижению затрат и некоторые другие вопросы повестки дня, включающие: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Демонопользацию строительства, производимого Газпромом</li> <li>- Список непрофильных активов для продажи в 2003 (150 дочерних компаний, с общей стоимостью оцениваемой более чем в 6 млрд. руб., или \$190 млн.), а также список компаний, которые будут их оценивать</li> <li>- Условия тендера на выбор аудитора Газпрома</li> <li>- В одобренном на 2003 бюджете выручка Газпрома планируется на уровне 1040 млрд. (\$32,7 млрд.), программа капитальных вложений – 179,8 млрд. (\$5,7 млрд.), долговые выплаты – 193,2 млрд. (\$6,1 млрд.), новые долговые обязательства – 130 млрд. (\$4,1 млрд.), сокращение расходов – 40 млрд. руб. (\$1,3 млрд.).</li> </ul>

Источник: оценки Альфа-Банка

## ЛУКОЙЛ

### Илл. 51. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	13 562	15 021	15 220	14 576
ЕБИТДА, млн. \$	3 834	3 735	4 463	3 803
Чистая прибыль, млн. \$	2 109	1 994	2 661	2 173
P/E	5,9	6,2	4,7	5,7
EV/ЕБИТДА	3,8	3,9	3,2	3,8
Капитализация, млн. \$	12 461			
EV, млн. \$	14 502			
Добыча, млн. бнэ	584			
Запасы, млн. бнэ	16 652			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 52. Краткий обзор компании

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Значительные доказанные запасы нефти и газа (16,7 млрд. баррелей)</li> <li>• Независимые экспортные маршруты из района Каспийского моря и Тиман-Печоры, мощностью в 20 млн. тонн</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Высокие операционные издержки (\$3/баррель)</li> <li>• Значительный объем долга (\$3.26 млрд.)</li> <li>• Умеренные темпы роста добычи (2,8% в 2000 и 0,4% в 2001)</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Развитие активов в странах Восточной Европы (30% перерабатывающих мощностей)</li> <li>• Приобретение 23% Hellenic Petroleum (Греция)</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Возможно, что большие капвложения (\$2,3 млрд. в 2001г. и \$2,4 млрд. в 2002) не принесут ожидаемых результатов</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 53. Основные события

Дата	Событие
3 февраля	<b>ЛУКОЙЛ опубликовал результаты за 3Кв02 по US GAAP.</b> Выручка выросла более, чем ожидалось – на 16,4% кв-к-кв и на 22,6% год-к-году до \$4,43 млрд. (что на 10% выше нашего прогноза в \$4,02 млрд.). Это стало результатом как сильного роста цен на внешнем и внутреннем рынках, так и значительного увеличения объемов проданных продуктов переработки (доля в выручке переработки выросла до 60,4% с 50,3% в 3Кв01). Ожидаемых результатов программы компании по снижению затрат так и не было заметно: в соответствии с новыми пересчитанными цифрами затраты компании на добычу на самом деле медленно росли в течение девяти месяцев 2002 г.: с \$2,58/баррель в 1Кв02, \$2,60/баррель в 2Кв02 и до \$2,66/баррель в 3Кв02.
4 февраля	<b>Правительство Греции решило отдельно продавать 35% в газовой компании Дера, которая принадлежит Hellenic Petroleum (HP).</b> Несмотря на то, что консорциум ЛУКОЙла и греческой Latsis Group был единственным, кто выставил заявку на покупку 23% в греческом нефтеперерабатывающем холдинге Hellenic Petroleum. Компании предложили 1454 млн. за пакет в HPЗ.
4 февраля	<b>ЛУКОЙЛ продаст буровую компанию в 2003 г.; OM3 и Schlumberger – потенциальные покупатели.</b> Среди заинтересованных компаний также выступает Halliburton в альянсе с Key Services. Как ожидается, буровая компания будет продана до конца этого года. ЛУКОЙЛ избавляется от неключевых бизнесов с целью оптимизации операций и снижения производственных затрат.
7 февраля	<b>ЛУКОЙЛ завершает сделку АЧГ после одобрения Азери; \$1375 млрд. будет получено к 3Кв03.</b> ЛУКОЙЛ уже начал получать деньги от продажи своих 10% в проекте АЧГ японской корпорации Inpex Corp. ЛУКОЙЛ провёл хорошую сделку, продав запасы по \$2,69/баррель, или более чем в три раза выше текущей оценки его собственных запасов. В результате мы ожидаем, что компания отразит в отчёте о прибылях и убытках за 2003 г. \$655 млн. прибыли от данной продажи



**Основные события (Прод.)**

- 10 февраля **Ирак принял окончательное решение разорвать контракт с ЛУКОЙлом на развитие месторождения Западная Курна окончательно, и обсуждению не подлежит.** Об аннулировании \$4 млрд. контракта с ЛУКОЙлом на развитие одного из крупнейших в Ираке месторождения нефти и газа (с общими резервами оцениваемыми в 7,3 млрд. б. н. э.), в котором ЛУКОЙлу принадлежало 69%, Ирак объявил в конце прошлого года. Официальной причиной стала ссылка на нарушение условий контракта ЛУКОЙлом. Однако, полагалось, что реальной причиной послужили переговоры, проводимые Лукой лом с США относительно сохранения доли в контракте в случае изменения режима в Ираке.  
На самом деле, ЛУКОЙл не мог выполнять условия контракта из-за санкций ООН, запрещающих инвестиции в нефтяную отрасль Ирака
- 12 февраля **ЛУКОЙл выиграл лицензии на разработку двух египетских месторождений, что соответствует плану увеличить производство за пределами России в 4 раза.** Оценка общих резервов месторождений еще не была предоставлена. На настоящий момент ЛУКОЙл уже принимает участие в двух проектах по разведке и добычи в Египте. Компании принадлежит 12% в проекте Meleiha (24% держит СП LUKAgir которым ЛУКОЙл и итальянская AGIP владеют на паритетных условиях) и 100% в блоке West Esh El Mallaha (WEEM) (частично через собственность Bitech Petroleum). Доля ЛУКОЙла в общей добыче этих месторождений составляла в 2001 0,5 млн. барр., или 0,09% от общей добычи компании.
- 16 февраля **ЛУКОЙл объединяется с норвежской компанией Norsk Hydro для разведки блока на юго-западе Ирана.** По утверждению компании, она планирует приобрести 25% в \$137 млн. проекте Aparaq. Работы по разведке данного блока, потенциальные резервы которого оцениваются в 2,6 млрд. баррелей, как ожидается, будут завершены до 2005. Для присоединения к этому проекту ЛУКОЙлу потребуются получить одобрение Национальной Иранской Нефтяной Компании. Пока еще не известно придется ли ЛУКОЙлу заплатить для получения доли в проекте. По окончании разведки компании, проводившие ее, получают приоритет на заключение контрактов по добыче нефти на месторождении, однако никаких гарантий получения нет. Так как на настоящий момент вокруг проекта существует много неопределенностей, достаточно сложно пока еще судить об экономической целесообразности инвестиций ЛУКОЙла в данный проект.
- 19 февраля **ЛУКОЙл вложит \$20 млн. в египетские месторождения для достижения уровня добычи 12 тыс. б/с.** ЛУКОЙл намерен вложить в 2003 г. \$20 млн. в добычу нефти в Египте. На данный момент у компании есть два основных проекта в этой стране: 50% в разработке месторождения West Esh El Mallaha (WEEM) и 12% в разработке месторождения Мелейха.
- 25 февраля **ЛУКОЙл консолидирует 100% ЛУКОЙл-Пермь по \$0,97/бар. запасов и \$23,6/бар. добычи.** ЛУКОЙл приобретает 100% пермской компании ПФПГ-Энергия у её акционера ПФПГ (Пермской Финансово-Промышленной Группы) за \$398 млн. Основной актив ПФПГ – 27% дочерней добывающей компании ЛУКОЙла ЛУКОЙл-Пермь. После приобретения ЛУКОЙл консолидирует 100% ЛУКОЙл-Пермь, которая в данный момент добывает 10,7% общего объема добычи холдинга (исходя из цифр 2002 г.) и владеет 9,2% запасов холдинга. Цена приобретения подразумевает оценку по \$0,97/баррель запасов и \$23,56/баррель добычи, что близко к уровню, на котором торгуются крупные российские нефтегазовые компании, однако можно было ожидать дисконта за неконтрольный пакет компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Сибнефть**

**Илл. 54. 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	7,8	9,3	9,0	8,7
EV/EBITDA	6,7	6,4	5,5	5,1
Капитализация, млн. \$	10 184			
EV, млн. \$	11 523			
Добыча, млн. бнэ	192			
Запасы, млн. бнэ	4 646			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 55. 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. 56. Основные события**

Дата	Событие
3 февраля	<b>Сибнефть опубликовала предварительные финансовые результаты за 2002, в соответствии с которыми выручка от продаж нефти и газа выросла на 40,2% до \$4,8 млрд.</b> Рост выручки связан с ростом производства нефти на 27,4% в 2002, началом операций на московском НПЗ и значительным увеличением экспортных объемов. Сибнефть экспортировала 10,8 млн. тонн нефти (рост на 48,3% год-к-году и 41,1% от добычи). Благодаря росту экспорта и экспортных цен, Сибнефть получила \$1,8 млрд. выручки от экспорта в 2002, что на 50,3% выше уровня предыдущего года.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сургутнефтегаз

### Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	5 232	7 068	7 487	7 698
EBITDA, млн. \$	2 571	2 580	2 620	2 843
Чистая прибыль, млн. \$	1 612	1 589	1 543	1 626
P/E	7,1	7,2	7,4	7,0
EV/EBITDA	3,0	3,0	2,9	2,7
Капитализация, млн. \$	7 623	*		
EV, млн. \$	7 623	*		
Добыча, млн. бнэ	359			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	43 428			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 58. 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 Кинеша 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. 59. Основные события

Дата	Событие
1 февраля	<b>Сургутнефтегаз столкнулся с проблемой продажи 17% нефти из-за отсутствия свободных экспортных мощностей и недостаточного количества мощностей по переработке.</b> Начиная с этого года Транснефть ограничила транспортировку нефти Сургутнефтегаза на 168 тыс. б. с. (по сравнению с 4Кв02). Сезонное снижение российских экспортных мощностей привело к проблемам у всех компаний, однако, у Сургутнефтегаза нет иных путей для продажи – на экспорт идет около 85% нефти и нефтепродуктов компании. Мы ожидаем, что во втором квартале проблема с экспортом нефти будет менее острой, но, учитывая рост производства нефти в целом по стране и у Сургутнефтегаза, в частности, мы ожидаем, что некоторые нефтяные компании могут прекратить качать нефть из низкоэффективных скважин и, таким образом, рост производства снизится.
7 февраля	<b>Ежегодное собрание акционеров СургутНГ пройдет 20 марта, выплата дивидендов останется низкой на уровне 3,6% от чистой прибыли.</b> Сургутнефтегаз подтвердил дату ежегодного собрания акционеров, которое намечено на 20 марта. В повестке дня будут обычные пункты: утверждение баланса и отчета о прибылях и убытках компании, утверждение размера дивидендов и дату их выплаты, выборы Совета Директоров, аудитора и т.п. Дата отсечения для собрания установлена на 31 января 2002 г

Источник: оценки Альфа-Банка

## Татнефть

### Илл. 60. 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	1 052	934
Чистая прибыль, млн. \$	702	621	560	467
P/E	2,6	2,9	3,3	3,9
EV/EBITDA	3,0	2,3	2,4	2,7
Капитализация, млн. \$	1 897			
EV, млн. \$	2 483			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 455			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 61. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Зависимость от правительства Татарстана (31,1%)
- Незрелые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)
- Выработанные на 90% запасы ведут к более высоким издержкам на добычу

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Существенный объем долга (\$1,26 млрд.)

Источники: оценки Альфа-Банка

## Юкос

### Илл. 62. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	9 461	11 305	13 437	12 764
ЕБИТДА, млн. \$	3 904	4 566	5 212	5 047
Чистая прибыль, млн. \$	3 156	3 332	3 822	3 663
P/E	7,6	7,2	6,3	6,5
EV/ЕБИТДА	5,8	5,0	4,4	4,5
Капитализация, млн. \$	22 760	*		
EV, млн. \$	22 760	*		
Добыча, млн. бнэ	511			
Запасы, млн. бнэ	13 375			
Количество акций, млн.	2 237			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 63. 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. 64. Основные события

Дата	Событие
10 февраля	<b>Министерство Энергетики РФ приняло решение реализовать как Китайский проект по строительству нефтепровода</b> , предложенный Юкосом, так и проект до порта Находка, предложенный Транснефтью. Первой стадией крупномасштабного проекта будет сооружение нефтепровода из Ангарска через Читу и Забайкальск к китайскому городу Дацин (по проекту предложенному Юкосом). Временные рамки проекта останутся в пределах достигнутых ранее договоренностей с китайским правительством – строительство должно начаться в 2003 и закончиться в 2005. Только по завершении первой стадии проекта будет начата его вторая стадия – строительство нефтепровода, предложенного Транснефтью, который будут ответвляться от первого нефтепровода в Чите. Точные временные рамки второй стадии пока еще не определены.
13 февраля	<b>Результаты Юкоса за 3Кв02 в целом соответствуют нашим ожиданиям, ЕБИТДА выросла на 31,1% кв-к-кв до \$10,51/баррель.</b> Хотя результаты Юкоса за 3Кв02 на первый взгляд выглядели негативным сюрпризом – чистая прибыль оказалась на 15% ниже средние оценки аналитиков – более внимательный анализ данных свидетельствует о том, что цифры в основном соответствуют нашим ожиданиям. Так, как и ожидалось, Юкос продемонстрировал значительное улучшение финансов кв-к-кв. В 3Кв02 валовая выручка выросла на 31,9% кв-к-кв и на 30,1% год-к-году до \$3.378 млрд. в результате как роста производства, так и цен. Выручка только немного превысила наш прогноз роста на 2,2% (на 7,2% выше средней оценки аналитиков), что стало следствием более высоких, чем ожидалось, объемов экспорта (который составил 55% от объема продаж). Основываясь на сильных результатах компании 3Кв03, мы сохраняем рекомендацию. Покупать на акции Юкоса с расчетной ценой на уровне \$13,2 за акцию.
25 февраля	<b>Юкос не заинтересован в Ventspils, и вместо этого сфокусирован на Китайском и Мурманском маршрутах.</b> Несмотря на встречу менеджмента Юкоса и латвийской Ventspils Nafta (VN) в феврале, Юкос отвергает интерес к покупке компании. По словам компании, обсуждались технические вопросы, а не покупка терминала. И хотя Юкос и ищет новые экспортные выходы для возрастающих объемов производства, и предложенный китайский трубопровод с запланированной мощностью в 0,6 млрд. б. с. и терминал в Мурманске с общей мощностью до 1,6 млрд. б. с. являются более перспективными экспортными маршрутами. Мы полагаем, что Транснефть будет более заинтересована в грядущей приватизации VN к концу год

Источник: оценки Альфа-Банка

## Энергетика

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

## РАО ЕЭС

### Илл. 65. Основные события

Дата	Событие
31 января	<b>Совет директоров РАО ЕЭС одобрил дивидендную политику для дочерних компаний, основанную на ЕБИТДА; слияние высоковольтных линий четырех энергокомпаний.</b> Кроме того, Совет одобрил основные принципы "гарантированных поставок", консолидацию высоковольтных линий четырех энергокомпаний, отложил голосование по дивидендной политике РАО ЕЭС на 1 месяц, одобрил дивидендную политику, основанная на ЕБИТДА для дочерних компаний РАО ЕЭС.

Источник: оценки Альфа-Банка



## Ленэнерго

## Илл. 66. Основные события

Дата	Событие
31 января	Финская энергетическая компания Fortum Oyj приобрела дополнительные 9,3% второй по размеру энергетической компании Ленэнерго через обмен активами с германской E.ON. После этой сделки доля Fortum в Ленэнерго достигнет 15,7%. Сделка была осуществлена в рамках обмена активами с E.ON на сумму около 800 млн. евро, и она значительно усилит позиции компании в интересующем её регионе: скандинавских странах и Балтийском заливе.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Андрей Богданов**

(7 095) 795-3613

**Елена Роговина**

(7 095) 795-3742

## Телекомы

В начале марта Голден Телеком объявит итоги за 4-й кв. 2002 г. и за финансовый 2002 год. Наши прогнозы приведены в Илл. 67 ниже:

## Илл. 67. Финансовые итоги деятельности Голден Телеком, в сопоставлении

	4-й кв. 2002 г. (Оц.)	3-й кв. 2002 г.	Изменение	Конец финансового 2002 г. (Оц.)
	\$ млн	\$ млн	%	\$ млн
Выручка	77,5	46,3	67,3	199,4
ЕБИТДА	28,1	14,0	100,7	64,8
Чистая прибыль	11,9	7,8	52,6	28,7

Источник: оценка Альфа-Банка

**4-й кв. 2002 г. будет первым кварталом, отчитываясь за который Голден Телеком полностью включит показатели Совинтела в свою консолидированную отчетность**

4-й кв. 2002 г. будет первым полным кварталом, за который Голден Телеком включит показатели Совинтела в свою консолидированную отчетность. В итоге мы ожидаем квартальный рост выручки, ЕБИТДА и чистой прибыли на 67%, 100% и 53%. Т.о., Голден Телеком завершит финансовый 2002 год с выручкой почти в \$200 млн. и с рентабельностью ЕБИТДА в 32,5%.

С полной консолидацией Совинтела Голден Телеком становится, судя по распределению выручки, не столько провайдером услуг Интернет и передачи данных, сколько оператором голосовой связи. Мы ожидаем, что в 2003 г. этот сегмент обеспечит компании 60% выручки, по сравнению с нашей оценкой за 2002 г. 46% и за 2001 г. 32%.

Сегодня акции Голден Телеком торгуются с коэффициентами (от 2002 г.) EV/Продажи, EV/ЕБИТДА и P/E, равными 1,7 и 5,3 и 12,2, соответственно. Расчетные коэффициенты следующего года (1,0х, 3,0х и 6,8х) выглядят по отраслевым меркам весьма привлекательно и благодаря присутствию Совинтела в консолидированном отчете за год будут вполне достигнуты.

**Расчетная цена ГТИ повышается до \$26**

Мы повышаем расчетную цену Голден Телеком с \$24 до \$26, на фоне снижения безрисковой ставки с 7% до 6%.

\* Все мнения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном материале, представляют наше суждение на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения

## Операторы альтернативной связи Голден Телеком

### Илл. 68. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	140	199	343	384
EBITDA, млн. \$	24	65	113	134
Чистая прибыль, млн. \$	-39	29	51	64
P/E	N/3	11,1	6,2	4,9
EV/EBITDA	12,3	4,5	2,6	2,2
Капитализация, млн. \$	317			
EV, млн. \$	293			
Кол-во акций, млн.	24			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 69. 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

## МТС

### Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	893	1 488	1 908	2 311
EBITDA, млн. \$	424	765	916	1 040
Чистая прибыль, млн. \$	207	322	408	514
P/E	19,2	12,4	9,8	7,7
EV/EBITDA	10,2	5,6	4,7	4,2
Капитализация, млн. \$	3 987			
EV, млн. \$	4 317			
Число абонентов, '000	4 092			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 71. 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 УМС и Таиф Телкома
- Экспансия на новые рынки

#### Угрозы

- Неопределенность в отношении доли Deutsche Telekom

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 72. Основные события

Дата	Событие
7 февраля	<b>Антимонопольный Комитет Украины разрешил МТС покупку УМС.</b> Антимонопольный Комитет Украины разрешил приобретение МТС 57,7% УМС и запретил Укртелекому оказывать услуги мобильной связи в течение трех лет (пока он является акционером УМС). По информации Рейтера, Украинское правительство ожидает получить средства от продажи УМС до конца февраля.
13 февраля	<b>МТС запускает новые тарифные планы, нацеленные на различные группы абонентов:</b> МТС VIP, МТС Бизнес, МТС Оптима, а также тарифы для корпоративных клиентов. Группа тарифных планов МТС VIP нацелена на активных абонентов, чьи траты на мобильную связь превышают \$100 в месяц. Тариф МТС Бизнес также ориентирован на активных абонентов, а МТС Оптима предназначен для абонентов, чьи затраты на мобильную связь ниже \$40 в месяц.
20 февраля	<b>МТС, скорее всего, получит контроль в белорусском СП «Мобильные Телесистемы».</b> Беларусь рассматривает возможность продажи 2% капитала СП МТС, после чего у последней образуется мажоритарный пакет 51%. Белорусская сторона создала комиссию, которая проведёт оценку 2% СП, которое в данный момент обслуживает примерно 60000 абонентов на рынке Белоруссии (12,4% от рынка, проникновение 4,8%).

Источник: оценки Альфа-Банка

## ВымпелКом

### Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	423	824	1 139	1 303
EBITDA, млн. \$	148	353	497	577
Чистая прибыль, млн. \$	47	163	229	258
P/E	40,8	11,8	8,4	7,5
EV/EBITDA	14,1	5,9	4,2	3,6
Капитализация, млн. \$	1 931			
EV, млн. \$	2 097			
Число абонентов, '000	2 333			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 74. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Уверенное лидерство на московском рынке
- Приход Альфа Груп 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. 75. Основные события**

Дата	Событие
31 января	<b>ВымпелКом объявил о приобретении 90% акций компании СтавТелеСот</b> (обслуживающую 175 200 абонентов, 63% рынка мобильной связи Ставропольского Края, с дочерними компаниями в Карачаево-Черкессии и Кабардино-Балкарии, соответственно с 9 990 и 8 420 абонентов) примерно за \$38,4 млн. 49% было выкуплено у Telenor Mobile, а 41% — у местной компании СтавТелеком. В продолжение сделки ВымпелКом предоставит кредит СтавТелеСоту в размере \$9,2 млн. для погашения банковского кредита, ранее прогарантированного Telenor Mobile, и станет гарантом \$1,4 миллионного кредита Telenor Mobile.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Операторы традиционной связи МГТС

**Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	273	329	378	458
EBITDA, млн. \$	126	161	194	253
Чистая прибыль, млн. \$	13	34	64	100
P/E	50,5	18,9	8,3	5,3
EV/EBITDA	5,4	4,3	3,5	2,7
Капитализация, млн. \$	592			
EV, млн. \$	683			
Используется линий, '000	168			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 77. Краткий обзор компании****Сильные стороны**

- Относительно ликвидная региональная компания
- 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
- Введение поминутной тарификации

**Угрозы**

- Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 78. Основные события**

Дата	Событие
4 февраля	<b>МГТС выпустит рублёвые облигации на сумму \$32 млн.</b> , никаких деталей об IPO или консолидации альтернативных операторов. Предварительная величина выручки компании за 2002 г. составила \$329 млн. (рост год-к-году на 25%), тогда как чистая прибыль достигла \$35 млн. против \$12 млн. в 2001 г. Капитальные инвестиции МГТС остались на уровне примерно \$70 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Ростелеком

**Илл. 79. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	837	871	881	900
EBITDA, млн. \$	319	382	378	374
Чистая прибыль, млн. \$	135	117	81	81
P/E	9,4	10,8	15,5	15,5
EV/EBITDA	3,3	2,8	2,8	2,9
Капитализация, млн. \$	1 173			
EV, млн. \$	1 065			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 80. 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

**Максим Матвеев CFA**  
(7 095) 795-3736

**На 12 марта назначена конференция трудового коллектива ГМК Норильский Никель...**

## Металлургия

12 марта состоится конференция трудового коллектива ГМК Норильский Никель, на которой будут обсуждаться актуальные трудовые вопросы, и приниматься решение относительно забастовки. Оба ведущие профсоюза дали свое согласие на эту акцию.



**...но трудовой конфликт ослаб...**

**...и мы полагаем, что забастовки не будет**

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. Текущая средняя зарплата на ГКМ Норильский Никель составляет 24500 руб (\$775) в месяц, но профсоюзы требуют ее увеличения на 14% - до 28000 руб (\$885). Трудовой конфликт углубился в феврале, когда профсоюзные лидеры начали голодовку (7 февраля). К настоящему моменту все они голодовку прекратили, и конфликт несколько ослаб.

Мы позитивно смотрим на проведение конференции и полагаем, что на ГКМ Норильский Никель проблемы разрешатся без забастовки. При построении модели DCF мы прогнозируем в 2003 г. рост средней зарплаты на 11,5%. Мы полагаем, что конфликт не окажет негативного влияния на операционные показатели ГКМ Норильский Никель.

**Норильский Никель**

**Илл. 81. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 378	3 378	4 125	4 348
EBITDA, млн. \$	1 320	1 041	1 454	1 602
Чистая прибыль, млн. \$	469	364	834	1 013
P/E	11,3	14,6	6,4	5,2
EV/EBITDA	4,3	5,4	3,9	3,5
Капитализация, млн. \$	5 305			
EV, млн. \$	5 640			
Кол-во акций, млн.	214			

*Источники: оценки Альфа-Банка*

**Илл. 82. Краткий обзор компании**

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

*Источники: оценки Альфа-Банка*

**Илл. 83. Основные события**

Дата	Событие
10 февраля	<b>Норильский Никель подписал кредитный договор на сумму \$250 млн.; соотношение долга к собственным средствам остается без изменений – 13%.</b> ГКМ Норильский никель объявил о подписании кредитного договора с группой западных банков на сумму \$250 млн. в форме предэкспортного финансирования. Кредит синдицирован Citibank, ING Bank, Societe Generale и рядом других крупных западных банков. \$100 млн. будет предоставлено в форме кредитной линии, и \$150 млн. – в форме единовременного кредита на три года под ставки соответственно Libor +3% (4.5%) и Libor+3.25% (4.75%).
18 февраля	<b>Кольское отделение Норильского Никеля получило квоту на МПГ на год; никакого эффекта на рынок МПГ.</b> Председатель правительства М. Касьянов подписал постановление об экспортных квотах на металлы платиновой группы (МПГ) на 2003 г. Шесть банков (включая ЦБР), Корякгеолдобыча, артель Амур и Кольское отделение ГКМ Норильский Никель получили годовые квоты на экспорт МПГ на 2003 г. Объем квот сохранился неизменным с прошлого года. Кольское отделение впервые появилось в этом списке, но его квота незначительна по сравнению с суммарными квотами Норильского Никеля, и мы не ожидаем изменений в объемах экспорта последнего в результате появления дополнительных квот.
25 февраля	<b>Норильский Никель (Покупать, \$29) планирует дивиденды за 2002 в размере 23 руб. (\$0,73) на акцию, но мы ожидаем \$0,29.</b> ГКМ Норильский Никель планирует выплатить дивиденды по итогам 2002 на уровне прошлого года в размере 23 руб. на акцию (\$0,73). Если компания выплатит дивиденды на этом уровне, дивидендная доходность составит 2,9% в то время как дивидендные выплаты – \$156 млн. В соответствии с долгосрочной дивидендной политикой ГКМ Норильский Никель, одобренной в июне 2002 года, компания будет направлять на дивиденды 20-25% от чистой прибыли по IAS начиная с этого года.

*Источник: оценки Альфа-Банка*

## Северсталь

### Илл. 84. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 789	1 897	2 033	1 857
ЕБИТДА, млн. \$	284	415	492	332
Чистая прибыль, млн. \$	-467	124	179	52
P/E	N/3	10,8	7,4	25,7
EV/ЕБИТДА	5,0	3,4	2,9	4,2
Капитализация, млн. \$	1335			
EV, млн. \$	1410			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 85. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

- Проект "Альянс-1420" по производству труб большого диаметра
- \$180 млн. СП с Arcelor по производству оцинкованной стали

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Максим Матвеев CFA**  
(7 095) 795-3736

**АвтоВАЗ планирует финансировать новые модели за счет заемных средств**

**Компания Renault будет участвовать в производстве автомобилей в России**

## Машиностроение

К конце февраля АвтоВАЗ эмитировал рублевые облигации на 1 млрд. руб. (\$31,7 млн.), для финансирования запуска в производство новых моделей. В данное время компания изучает рынок и разрабатывает оптимальные процедуры. При этом планируется дальнейшее привлечение средств: на текущий год намечена эмиссия CLN на сумму до \$100 млн; обсуждается выпуск еврооблигаций. Впрочем, 25 февраля на встрече с аналитиками и журналистами Альберт Гавриков, представитель миноритарных акционеров в Совете Директоров, заявил, что компания направит привлеченные средства на покрытие капитальных затрат, а рост оборотного капитала будет профинансирован за счет экономии на издержках. Консалтинговое агентство AT Kearney, сотрудничающее с АвтоВАЗом, оценивает будущий объем сэкономленных средств в \$150-200 млн. в год.

На прошлой неделе Renault объявила о возобновлении своего участия в производстве автомобилей в России. В частности, компания намерена (вложив \$250 млн.) вернуть в строй свое сборочное предприятие в Москве. В текущем году темп производства удвоится (до 20 автомобилей в сутки), а к 2005 г. компания планирует выйти на производительность 60.000 машин в год.

### Илл. 86. События в автомобильной отрасли

Компания	Дата	Событие
	29 января	Северсталь-Авто, РусПромАвто, АвтоВАЗ и КамАЗ создали Союз российских автомобилестроителей
УАЗ	6 декабря	Соглашение о кооперации с КамАЗ'ом
	28 февраля	На внеочередном общем собрании акционеров будет принято решение о новой эмиссии акций (2.5 млрд.) и о передаче завода в управление Северсталь-Авто
	2004 г.	Сертификация качества в соответствии со стандартом ISO 9001:2000
АвтоВАЗ	1-й кв.2004 г.	Запуск в производство УАЗ-315195 (модернизация)
	21 февраля	Выпуск рублевых облигаций в объеме 1 млрд. руб.
	2003 г.	Ожидается, что эмиссия CLN соберет до \$100 млн.
	2004 г.	Вероятный выпуск еврооблигаций
	2005 г.	Запуск в производство модели «Калина»
	2008 г.	Запуск в производство новой «Классики»
КамАЗ	06 декабря	Соглашение о кооперации с УАЗ'ом
	1-13 января	Приостановка производства на две недели
ГАЗ	31 января	Соглашение с компанией IVECO о поставках дизельных двигателей к «Газелям»; создание СП с целью производства этих двигателей (\$100 млн.)
	Весна 2003 г.	Начало производства модернизированной модели ГАЗ-3110
	1-й кв.2003 г.	Возможен выпуск акций (в количестве до 25% от числа обыкновенных акций)
ЗМЗ	10 февраля	Передача завода в управление Северсталь-Авто
	2004 г.	Сертификация качества в соответствии со стандартом ISO 9001:2000

Источник: оценка Альфа-Банка



**ОМЗ отложил листинг на Лондонской фондовой бирже до 3-го кв. 2003 г.**

ОМЗ отложил свой листинг на Лондонской фондовой бирже до 3-го кв. 2003 г. из-за задержки с публикацией консолидированной финансовой отчетности по GAAP. Листинг возможен в течение трех месяцев после опубликования отчета. Новость не повлияет на котировку акций, поскольку вся доступная информация уже заложена в их цену. Тем не менее, динамика роста ценных бумаг в результате этого замедлится.

**Илл. 87. Корпоративные события на ОМЗ**

Дата	Событие
Март 2003 г.	Корпоративные приобретения и новая политика «слияний и поглощений» компании ОМЗ Обзор долговой позиции ОМЗ Новые данные по интеграции в ОМЗ недавно приобретенных компаний и по выполнению программы общего сокращения издержек Календарь корпоративных событий на 2003 г. Итоги заседания совета директоров ОМЗ в марте 2003 г.
Май 2003 г.	Финансовый отчет за 2002 г. по US GAAP
3-й кв. 2003 г.	Листинг на Лондонской фондовой бирже

Источник: отчеты компаний

**Группа «Силловые машины» консолидирует предприятия ЗТЛ, Электросила и ЛМЗ**

В феврале от группы Энергомашэкспорт-Силловые машины акционерам трех компаний: Завод турбинных лопастей (ЗТЛ), Электросила и Ленинградский металлический завод (ЛМЗ) поступило предложение продать их акции фирме Силловые машины. Холдинг Энергомашэкспорт-Силловые машины уже консолидировал 52% акций завода Электросила, 58% акций ЛМЗ и 50% акций ЗТЛ.

Компания предложила за акции цену, какую давала главным держателям бумаг Электросилы и ЛМЗ – компаниям Siemens и Ленэнерго. Эти условия предложены тем акционерам, которые не заинтересованы в конвертации своих бумаг в акции «Силловых машин». Холдинг предложил по 252 руб. (\$7,82) за акцию ЗТЛ, 45 руб. (\$1,41) за акцию ЛМЗ и 70 руб. (\$2,20) за акцию Электросилы. Предложенные цены учитывают оценку ЛМЗ и Электросилы на основе расчетных (за 2002 г.) коэффициентов EV/EBITDA (соответственно, 1,0 и 3,1), что предполагает дисконты в 80% и 35% к средним значениям для сопоставимых зарубежных компаний, соответственно. Учитывая, что акции ЛМЗ и Электросилы торгуются по более высоким ценам (цены покупки и продажи, соответственно, \$2,75/\$3,25 и \$2,4/\$3,0), мы не ожидаем от миноритарных акционеров Электросилы и ЛМЗ заинтересованности в продаже своих акций холдингу Энергомашэкспорт-Силловые машины по предложенным ценам.

**Объединённые Машиностроительные Заводы**

**Илл. 88. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	352	373	402	399
EBITDA, млн. \$	61	62	69	71
Чистая прибыль, млн. \$	21	14	27	30
P/E	9,0	13,3	6,9	6,4
EV/EBITDA	3,1	3,1	2,8	2,7
Капитализация, млн. \$	189			
EV, млн. \$	189			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 89. 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**

- Рост объема производства ограничен вследствие перебоев в процессе производства
- Недостаток квалифицированной рабочей силы

**Возможности**

- Развитие основного бизнеса в результате реструктуризации, инвестиции в 2001-2005 гг. – 230 млн.долл.
- Выход на новый сегмент рынка (плавающие буровые платформы)

**Угрозы**

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-Банка



**Максим Матвеев CFA**  
(7 095) 795-3736

**Пищевая промышленность и розничная торговля**

**Правительство снизило, наконец, импортную пошлину на алюминиевую баночную тару,...**

В феврале правительство уступила пивоваренному лобби и снизило импортную пошлину на алюминиевую тару, введенную в январе 2002 г. Однако, акцизный сбор повышен на 25%, что увеличивает розничную цену в среднем на 6-10%. Снижение импортной пошлины поможет пивоваренным компаниям снизить издержки, однако повышение розничных цен, по нашему мнению, окажется сдерживающим фактором в отношении дальнейшего роста пивоваренной отрасли.

**...но рынок растет медленно, и ведущие пивовары делают ставку на недорогие сорта пива  
В этом году молочное производство начало расти (впервые с 1992 г.); наш прогноз роста: 4% в год до 2010 года**

Балтика и ее ближайший конкурент, Сан Интербрю, ввели в ассортимент своей продукции сорта пива дешевого сегмента. Сегодня обе компании продают такое пиво только в Санкт-Петербурге (хотя у САН Интербрю уже есть брэнд «Волжанин» в этом сегменте с более значительной покрытой территорией), однако мы полагаем, что эта продукция найдет путь на более широкий рынок. В данное время сегмент недорогих сортов пива составляет лишь 1,5% пивного рынка Санкт-Петербурга.

**Рынок соков в 2002 году вырос на 25%, наш прогноз роста на 2003: 20%**

В молочной промышленности, впервые с 1992 г. наблюдается изменение тенденции к снижению его объемов. С 1992 г. производство молока в России сократилось на 29,7% (с 47 до 33 млн. т). Мы прогнозируем на период 2003-2010 гг. увеличение молочного производства, в среднем, на 4%.

В 2002 г. российский рынок соков вырос на 25% (немного выше нашего прогноза в 23,5%), что сделало данную сегмент одним из самых динамичных в пищевой промышленности. В текущем году мы прогнозируем рост рынка еще на 20%. Его лидером является Вимм-Билль-Данн (чья доля, в среднем, составляет 29,4%), а ближайший его соперник – компания Мултон – контролирует, согласно *Бизнес-Аналитике*, 24% российского рынка соков.

**ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ  
Вимм-Билль-Данн**

**Илл. 90. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	674,6	816,2	963,2	1108,0
EBITDA, млн. \$	73,7	90,1	110,2	115,6
Чистая прибыль, млн. \$	31,7	43,4	50,4	54,8
P/E	26,33	19,28	16,59	15,26
EV/EBITDA	12,67	10,37	8,48	8,08
Капитализация, млн. \$	836			
EV, млн. \$	934			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 91. Краткий обзор компании**

**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

- Успешная стратегия по приобретению компаний позволит расширить рынки сбыта
- Сотрудничество с молочными фермами обеспечит стабильные поставки молока

**Угрозы**

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## Балтика

### Илл. 92. 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	11,17	10,56	8,77	8,11
EV/EBITDA	7,13	6,34	5,42	5,03
Капитализация, млн. \$	1 441			
EV, млн. \$	1 450			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 93. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 94. Основные события

Дата	Событие
24 февраля	<b>Балтика уменьшает число дистрибьюторов для оптимизации дистрибьюторской сети.</b> Балтика, крупнейшая российская пивоваренная компания, оптимизирует сеть дистрибьюторов. По информации ведомостей, компания снижает число дистрибьюторов в Санкт-Петербурге с 10 до 4, и планирует продолжить эту стратегию в регионах. Данный шаг позитивен для Балтики, так как меньшее число дистрибьюторов сделают дистрибьюцию и потребление более прозрачными, а также снизит конкуренцию между дистрибьюторами. SUN Interbrew, ближайший конкурент Балтики, снизил число дистрибьюторов в прошлом году, с краткосрочным негативным эффектом вследствие сбоя в поставках пива. Долгосрочные последствия этого шага мы еще увидим в течение года.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сан Интербрю

### Илл. 95. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	351,5	404,4	458,9	521,2
EBITDA, млн. \$	85,3	70,4	146,1	159,2
Чистая прибыль, млн. \$	20,1	17,2	69,7	82,6
P/E	5,45	6,37	1,57	1,33
EV/EBITDA	2,15	2,61	1,26	1,15
Капитализация, млн. \$	110			
EV, млн. \$	184			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 96. 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. 97. Основные события

Дата	Событие
31 января	<b>SUN Interbrew выпустит новые акции по цене на 25% выше рынка; капитал возрастет на 10%.</b> SUN Interbrew, вторая по величине пивоваренная компания в России, предлагает к размещению 7,7 млн. акций класса А (неголосующих) по цене 5,01 Евро за акцию, что на 25,3% выше текущей цены в 4,00 Евро. По заявлению компании, акции будут предложены текущим акционерам с сохранением пропорций (на настоящий момент 77,3% акций класса А принадлежит Interbrew, и 11,7% – SUN Trade). Последний срок для подачи заявления на участие в подписке – 27 февраля, 17:00 (GMT).

Источник: оценка Альфа-Банка

## РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

### Илл. 98. 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. 99. 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

**На заседании совета директоров Сбербанка объявлены результаты 2002 г. по РСБУ**

**Сокращение доли энергетического сектора в объеме кредитования обнадеживает,...**

**...однако добиться снижения издержек пока не удастся**

**Мы подтверждаем расчетную цену в \$265 за обыкновенную акцию**

## Банковский сектор

25 февраля состоялось заседание совета директоров Сбербанка, где обсуждалась его финансовая отчетность по РСБУ за 2002 г. Судя по отчету, положение Сбербанка в банковском секторе в 2002 г. существенно не изменилось. Сбербанк по-прежнему контролирует 30% всех межбанковских заимствований, 68% розничных депозитов и 43% розничных кредитов. Монопольное положение на рынке депозитов побудило банк активно расширять кредитный портфель, на конец 2002 г. достигший \$18,9 млрд.

Мы весьма удовлетворены кредитной динамикой Сбербанка. Во-первых, он расширил объем розничных кредитов до \$1,7 млрд., что соответствует прогнозу и способствует диверсификации кредитования. Во-вторых, резервы на покрытие безнадежных долгов равны 5,2% всех кредитов, т.е. остались на уровне 1-го полугодия 2002 г. В-третьих, «плохие кредиты» составили 1,8% от суммарного кредитного портфеля (против 1,7% в 2001 г.). Ободряет тот факт, что доля энергетике в суммарном объеме кредитования промышленности снизилась (с 7,6% в 2001 г. до 4,0% в 2002 г.). Десять крупнейших заемщиков банка получают 32% всех кредитов, что кажется вполне контролируемым уровнем риска.

Между тем мы пока не видим усилий Сбербанка по увеличению рентабельности путем сокращения расходов. Численность персонала выросла с 197.100 в 2001 г. до 205.500 в 2002 г., тогда как число отделений за тот же период увеличилось с 20.064 до 20.142. Хотя руководство утверждает, что большинство региональных отделений (63% общего числа) обслуживает лишь 8,7% депозитов банка, ликвидация столь неэффективной сети оказалась проблематичной по социальным причинам.

Мы по-прежнему считаем, что главным катализатором роста котировок является ожидаемая после принятия поправок к закону «О банках и банковской деятельности» либерализация рынка банковских акций. Мы полагаем, что публикация финансовой отчетности по МСФО будет важным фактором поддержки котировок акций Сбербанка. Теперь ключевой вопрос – в том, будут ли данные по МСФО выше или ниже показателя чистой прибыли по РСБУ (\$1 млрд.). Мы подтверждаем расчетную цену в \$265 за обыкновенную акцию, предполагая потенциал роста в 24% от текущего уровня.

## Сбербанк

### Илл. 100. 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	3,7	3,4	3,3
Капитализация, млн. \$	4 182			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 101. 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 подрвать монополию на вклады пенсионеров
- Страхование депозитов увеличит стоимость их обслуживания на 10%

Источники: оценки Альфа-Банка

**Валентина Крылова**

(7 095) 795-3742

**Екатерина Леонова**

(7 095) 785-9678

**Рынок облигаций**

Несмотря на очень высокий уровень цен, российские облигации продолжали демонстрировать мощный рост котировок. В феврале ОВВЗ поднялись на 1,8-5,4%, а корпоративные бумаги выросли, в среднем, на 2,5-6,0%. Долгосрочные суверенные долги котировались на 2,0-6,6% выше прежнего уровня, а их доходность упала с 4,4-9,0% до 4,0-8,2%. Биржевая активность была высока и свидетельствовала о притоке на российский рынок значительных средств. Наибольший рост произошел с 10 февраля и был вызван следующими событиями:

**На волне новостей о сделке ВР-ТНК и о размещении еврооблигаций Газпрома российские долговые бумаги достигли новых исторических максимумов**

1. "Альфа-групп", Access-Renova и ВР решили создать совместную компанию, в которой ВР получила 50% акций. Сделка на сумму \$6,75 млрд была воспринята как неформальное подтверждение инвестиционного рейтинга России. Новость вызвала мощный рост цен на российском долговом рынке, в результате чего котировки новых исторических максимумов. Больше всего на этой новости выросли котировки корпоративных еврооблигаций. В частности, евробонды Альфа-Банка подскочили на 4%, а бумаги ТНК только в период 10-12 февраля прибавили 7,4%.

2. Другим важным событием стало размещение Газпром 10-летних еврооблигаций на сумму \$1,75 млрд. Из-за превышения спроса (\$6 млрд) объем размещения был увеличен (с \$1 млрд до \$1,75 млрд). Доходность к погашению составила 9,625%, что для компании является хорошим результатом. Столь успешное размещение указывает на большой интерес инвесторов к российским активам. Финансовые средства, не задействованные в аукционе, вывели котировки российских долговых бумаг на новые исторические максимумы.

**Рынок начал котировать облигации Евро-28 как евробонды со сроком погашения в 25 лет**

Лидером роста стали еврооблигации Евро-28, взлетевшие в феврале на 8,5%. Основной причиной такого скачка цен, помимо вышеперечисленных факторов, стало решение рынка котировать этот выпуск как 25-летние еврооблигации. Ранее среди инвесторов не было единого мнения на этот счет из-за встроенного опциона "пут" с исполнением в 2008 г. В феврале рынок определился и начал оценивать этот выпуск как еврооблигации с погашением в 2028 г, а не в 2008 г. В результате, доходность Евро-28 приблизилась к Евро-30 в 8,2%, что вызвало мощный рост котировок. В настоящий момент Евро-28 торгуется существенно выше номинала (147% от номинала) и маловероятно, что инвесторы предпочтут погасить этот выпуск в 2008 г по номиналу. Таким образом, выплата основной суммы долга по этому выпуску произойдет, скорее всего, в 2028 г, что снизит долговое бремя РФ в 2008 г.

**В марте цены российских долгов стабилизируются, внимание инвесторов будет приковано к Ираку и к заседанию FOMC**

Важным событием следующего месяца станет заседание Комитета по операциям на открытом рынке (FOMC), назначенное на 18 марта с. г. Хотя лишь немногие экономисты ожидают сокращения процентной ставки США, нельзя исключить возможность ее снижения на 25 б.п. из-за слабых макроэкономических показателей США и опасений войны в Ираке. В этом случае произойдет рост цен, который затронет все развивающиеся рынки, включая российский. В то же время инвесторы продолжают внимательно следить за ситуацией вокруг Ирака.

В настоящий момент мы не видим причин для существенного снижения цен российских облигаций. В течение марта российские долговые бумаги, вероятно, останутся на текущих уровнях. Впрочем, в конце месяца некоторые из инвесторов, возможно, активизируют покупку еврооблигаций в ожидании купонных выплат по Евро-10 и Евро-30 (31 марта общим объемом \$0,56 млрд). В целом же, на наш взгляд, изменение цен еврооблигаций в марте не превысит 1,5%.

**Илл. 102. Основные события**

Дата	Событие
3 февраля	<b>В феврале Россия уплатит \$1,99 млрд по внешнему долгу</b>
3 февраля	<b>Агентство S&amp;P повысило долгосрочный рейтинг Иркутскэнерго с CCC+ до B-, при «стабильном» прогнозе</b>
5 февраля	<b>Венесуэла установила фиксированный обменный курс на уровне 1,6 боливар/\$ (последняя рыночная котировка равнялась 1,9 боливар/\$). Кроме того, страна вводит ограничения на валютные сделки. Покупать валюту разрешено только в целях 1) обслуживания внешнегo долга и 2) импорта продовольствия и медикаментов. Хотя контроль за валютными операциями оказал краткосрочное положительное воздействие на рынок долговых бумаг, инвесторы считают это решение, в долгосрочной перспективе, шагом назад от либерализации рынка.</b>
11 февраля	<b>"Альфа-групп", Access-Renova и ВР создают совместную компанию, в которой ВР получит 50% акций, сумма сделки – \$6,75 млрд.</b> Инвесторы восприняли сделку как неформальное подтверждение деловым миром инвестиционного рейтинга России. Новость вызвала мощный рост цен на российском долговом рынке, в результате чего котировки достигли новых исторических максимумов.
11 февраля	<b>Агентство S&amp;P понизило рейтинговый прогноз ОАО "Роснефть" с позитивного до негативного (ее сегодняшний рейтинг: B)</b>
19 февраля	<b>ЦБ Бразилии повысил ключевую процентную ставку (Selic) с 26,5% до 25,5%. Инвесторы, ожидавшие повышения на 50 базисных пунктов (0,5%), оценили этот шаг как положительный</b>
19 февраля	<b>ММК уплатил €10 млн за размещение еврооблигаций на сумму €100 млн.</b>
21 февраля	<b>Газпром разместил 10-летние еврооблигации с доходностью к погашению 9,625% на сумму \$1,75 млрд.</b> Из-за огромного спроса (\$6 млрд) объем размещения был увеличен с \$1 млрд до \$1,75 млрд. Финансовые средства, не задействованные в аукционе, довели котировки российских долгов до новых исторических максимумов. Бурный рост цен произошел во всех секторах долгового рынка.
24 февраля	<b>США могут оказать Турции финансовую помощь на \$26 млрд.</b> Правительство Турции одобрило предложение допустить войска США на территорию страны в случае возможной войны с Ираком и представило это предложение парламенту. Новость вызвала мощное ралли турецких ценных бумаг и оказала позитивное воздействие на остальные развивающиеся рынки.

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 103. Динамика валютных облигаций на 26 февраля**

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность	Текущая	М Дюрация
				к погашению	доходность	
			%	%	%	кол-во лет
<b>Облигации Минфина</b>						
Минфин 4	14.05.03	99,88	0,25	3,5	3,00	0,21
Минфин 5	14.05.08	85,75	3,94	6,3	3,50	4,47
Минфин 6	14.05.06	93,38	1,63	5,3	3,21	2,88
Минфин 7	14.05.11	78,25	5,74	6,5	3,83	6,64
Минфин 8	14.11.07	90,38	3,29	5,4	3,32	4,26
<b>Еврооблигации</b>						
Евро-03	10.06.03	102,38	-0,49	3,4	11,48	0,28
Евро-05	24.07.05	111,00	0,79	3,9	7,88	2,18
Евро-07	26.06.07	118,25	1,94	5,2	8,46	3,55
Евро-10	31.03.10	110,38	2,32	5,8	7,47	0,08
Евро-18	24.07.18	131,13	6,50	7,5	8,39	8,31
Евро-28	24.06.28	148,00	8,23	8,2	8,61	9,78
Евро-30	31.03.30	85,75	4,73	8,2	5,83	0,05
<b>Муниципальные облигации</b>						
Москва-04, €	25.10.04	107,50	1,03	5,4	9,53	1,49
Москва-06, €	28.04.06	113,50	5,75	6,1	9,65	2,51
Ниж. Новгород	10.03.02	94,00	2,50	15,1	9,31	0,07
<b>Корпоративные облигации</b>						
ММК, €	18.02.05	102,64	3,88	8,5	9,74	1,74
Газпромбанк-03	22.12.03	102,25	0,18	6,7	9,54	0,77
Газпромбанк-05	04.10.05	104,46	1,51	6,4	8,02	2,24
Альфа-Банк	19.11.05	106,59	4,56	8,0	10,09	2,30
МДМ-Банк	16.12.05	105,97	4,35	8,3	10,14	2,36
Роснефть	20.11.06	116,88	3,30	7,5	10,91	2,94
Сибнефть-07	13.02.07	112,96	3,87	7,6	10,18	3,20
Сибнефть-09	15.01.09	110,38	4,13	8,5	9,74	4,35
ТНК	06.11.07	115,70	9,00	7,0	9,51	3,63
МТС-04	21.12.04	107,08	0,65	6,7	10,23	1,62
Газпром-07	25.04.07	105,47	2,80	7,6	8,65	3,35
Газпром-09	21.10.09	112,28	6,32	8,1	9,35	4,71
Вымпелком	26.04.05	106,73	1,35	7,0	9,79	1,87

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка



**Владимир Кравчук**  
(7 095) 795-3743

**Технический анализ**

**Индекс РТС: ожидается консолидация в диапазоне 362-400**

**Илл. 104. Индекс РТС – Основные технические индикаторы**

Инд	Рекомендация		Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 01-28 января			
			Краткосрочный	Долгосрочный								
РТС	ДЕРЖАТЬ	365	Бычий	Бычий	C4	426,91	Максимум 2002 года	P1	366,38	Минимум 11.02.03	Откр.	346,56
	ПОКУПАТЬ	362-366			C3	403,22	Основной	P2	362,11	Максимум 10.02.03	Макс.	383,23
	НА ОТКАТЕ				C2	391,17	Максимум 10.07.02	P3	356,59	6-месячная МА	Мин.	344,92
	ЦЕЛЬ	400-425			C1	380,55	61,8%-ная корр. Фибо	P4	335,53	Минимум 27.01.02	Закр.	383,23

Источник: оценка Альфа Банка

- Мы ожидаем, что индекс РТС консолидируется внутри диапазона 362-400 в марте
- Мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ пока индекс остается выше 362
- Мы также советуем ПОКУПАТЬ НА ОТКАТЕ по 362-366 с технической целью 400-425

**Илл. 105. Индекс РТС – Месячные технические индикаторы по состоянию на 28 февраля 2003 г.**



Fri Feb 28 2003 20:38:39

С.О.Г © 2003

Источник: CQG, оценка Альфа Банка

**Классический технический анализ**

**Индексу РТС не удалось заполнить пробел «на разрыв», что свидетельствует об устойчивом спросе**

С позиции классического технического анализа индексу РТС пока не удалось заполнить пробел «на разрыв» между максимумом 10 февраля и минимумом 11 февраля (см. Илл. 106). Индекс не смог даже вернуться к верхней границе пробела (366,38), но, на наш взгляд, он может вновь попытаться заполнить пробел «на отрыв», хотя бы частично, в марте. Однако маловероятно, что упомянутый выше ценовой пробел будет перекрыт полностью, так как в случае бычьего прорыва (с которым мы имеем

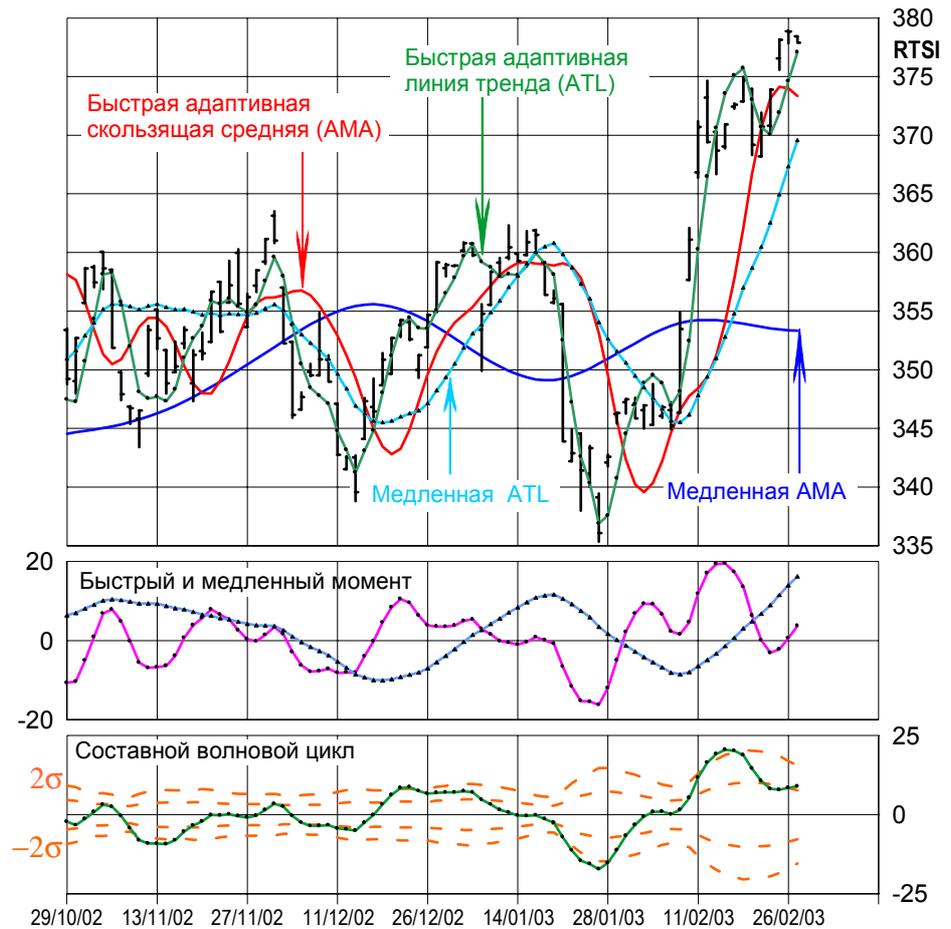


дело) восходящие пробелы обычно служат областями сильной поддержки при промежуточных спадах.

С другой стороны, уже несколько месяцев подряд индекс РТС колеблется ниже долгосрочной нисходящей линии тренда, текущее значение которой равно 403. Поэтому, на наш взгляд, только пробой (закрытие месяца) выше уровня 403 может открыть путь для последующего роста к новым максимумам.

### Краткосрочный тренд и циклы

**Илл. 106. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 27 февраля 2003 г.**



Источник: оценка Альфа Банка

#### **Краткосрочный тренд на РТС остается восходящим**

Краткосрочный тренд на РТС остается восходящим. На это прямо указывает медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 106, которая в настоящее время направлена вверх, находясь выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Быстрая адаптивная линия тренда (результат наложения составного волнового цикла на медленную АТЛ) недавно прошла свою локальную «впадину» и вновь продолжила рост, демонстрируя медвежью дивергенцию как по отношению к быстрому моменту, так и к составному волновому циклу.

Линия быстрого момента показала локальный минимум вблизи нулевой отметки и возобновила свой рост в положительной территории, что указывает на сохраняющийся потенциал роста благодаря устойчивому спросу со стороны покупателей. Медленный момент в средней части Илл. 106 остается положительным по знаку и продолжает увеличиваться



по значению, что говорит об устойчивой восходящей краткосрочной тенденции на РТС.

**Краткосрочная составная волна пока вызывает дивергенцию с быстрой адаптивной линией тренда (ATL)**

Краткосрочный составной волновой цикл сформировал свой «гребень» несколько дней назад. Затем, после краткосрочного понижения, он стал двигаться вбок, вдоль «плюс-сигма» линии. Более того, краткосрочная составная волна обнаруживает медвежью дивергенцию по отношению к быстрой адаптивной линии тренда (ATL), и этот факт можно интерпретировать как опережающий медвежий индикатор. Безусловно, медвежья дивергенция пока не представляет особой опасности для «быков», так как требует подтверждения в виде какого-либо трендового индикатора, например, момента. Волатильность краткосрочного составного цикла (уровень «сигма») остается на среднем уровне и начала медленно понижаться.

### **Долгосрочный тренд и циклы**

**Долгосрочный тренд на РТС стал бычьим**

В настоящее время, классифицируем долгосрочную тенденцию на РТС как восходящую, но «сила» этой тенденции пока невелика. Почему мы стали считать долгосрочный тренд бычьим? Во-первых, медленная адаптивная линия тренда (ATL) в настоящее повышается (см. Илл. 107). Во-вторых, линия медленного момента в средней части Илл. 107 находится на положительной территории и расположена горизонтально, но ее абсолютное значение относительно мало. Положительность и горизонтальное направление этого индикатора – это признаки восходящего тренда, а его малое значение – признак относительной слабости рынка в долгосрочном плане (не надо путать с краткосрочной силой рынка).

**Долгосрочные индикаторы указывают на вероятность ускорения роста на РТС**

Другим положительным для игроков на повышение фактором является то, что текущее значение индекса наряду с последними точками на быстрой адаптивной линии тренда (ATL) находятся выше медленной адаптивной скользящей средней (AMA), что сохраняет возможность ускорения роста на РТС в среднесрочном плане. В свою очередь, две-три недели ускорения могут радикально изменить картину на Илл. 107 и окончательно развернуть рынок в сторону долгосрочного роста. Еще одним положительным моментом, является тот факт, что быстрая адаптивная скользящая средняя (AMA) находится выше медленной AMA. Вспомним про торговые системы на базе скользящих средних. С этой точки зрения момент долгосрочной покупки наступил уже давно при пересечении (снизу вверх) быстрой AMA медленной AMA (см. Илл. 107). К тому же, обе скользящие средние явно загибаются наверх, демонстрируя движение в тандеме.

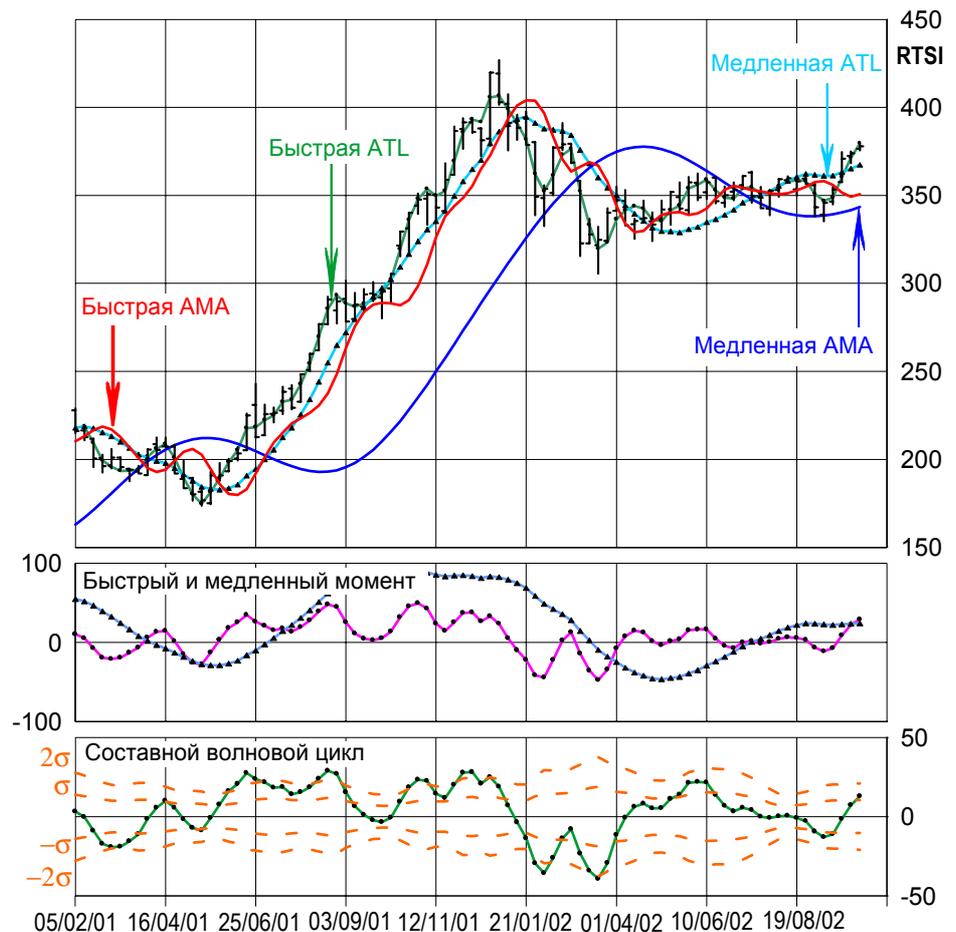
Быстрый момент вновь вернулся на положительную территорию после того, как он сформировал локальный минимум в области отрицательных значений, и продолжает расти. Это увеличивает вероятность ускорения роста на РТС в среднесрочном плане.

**Долгосрочная составная волна растет в тандеме с медленной адаптивной линией тренда (ATL)**

Долгосрочная составная волна растет в тандеме с медленной адаптивной линией тренда (ATL), находясь в умеренно перекупленной области вблизи «плюс сигма» уровня. Волатильность долгосрочной составной волны остается маленькой. На наш взгляд, потенциал роста индекса вследствие роста долгосрочной составной волны далеко не исчерпан. По теории, при восходящей тенденции нахождение осцилляторов даже в сильно перекупленной области говорит лишь о возрастающем спросе со стороны покупателей и увеличении их рыночной активности. Наш же долгосрочный составной цикл в нижней части Илл. 107, который, естественно, тоже относится к классу осцилляторов, пока преодолел лишь отметку «плюс сигма».



Илл. 107. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 27 февраля 2003 г.



Источник: оценка Альфа Банка

### Уровни поддержек и сопротивлений

**Основной уровень сопротивления на РТС – 403 пункта**

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений РТС показаны на Илл. 104 и Илл. 105. Основное сопротивление определяется текущим значением долгосрочной нисходящей линии тренда (403) на Илл. 105. Другим значительным уровнем сопротивления является уровень 61,8%-ная коррекции Фибоначчи на отметке 380. Основным уровнем поддержки остается значение 305. Другая сильная область поддержки ограничена зоной пробела «на отрыв» между 362 и 366. Эту область можно считать основной областью поддержки в краткосрочном плане. У этой области есть шанс превратиться в долгосрочную поддержку.

### Потенциал роста

**Мы ожидаем продолжения консолидации индекса РТС между 362 и 403 в марте**

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

1. Мы ожидаем, что индекс РТС продолжит консолидироваться внутри диапазона 362-403 в марте. В то же время, на наш взгляд, только пробой выше отметки 403 может открыть дверь для начала роста к новым максимумам, лежащим значительно выше максимума прошлого года 426,91. Однако говорить о новых ценовых ориентирах пока преждевременно. Они будут даны позже.
2. Мы полагаем, что индекс РТС должен, по крайней мере, протестировать уровень 403, но мы не исключаем возможности, что индекс РТС может вновь попытаться, хотя бы частично, заполнить пробел «на отрыв».



рыв» (362-366) в марте. Однако маловероятно, что упомянутый выше ценовой пробел будет перекрыт полностью, так как в случаях бычьих прорывов (с которым мы имеем дело) восходящие пробелы обычно служат как областями сильной поддержки при промежуточных спадах. Вопрос о том, что случится раньше: тестирование и возможный пробой уровня 403 или откат и попытка заполнить пробел остается открытым, но вероятность первого сценария мы оцениваем выше.

3. Мы рекомендуем инвесторам **ДЕРЖАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ**, до тех пор, пока индекс РТС остается выше 362.
4. Мы видим хорошие возможности для покупок во время происходящей на РТС консолидации и поддерживаем нашу рекомендацию **ПОКУПАТЬ НА ОТКАТЕ** в диапазоне значений индекса 362-366 с технической целью 400-425.

Наиболее оптимистический сценарий включает в себя весеннее ралли на РТС выше 426 с марта по май 2003. Мы считаем, что вероятность такого оптимистического сценария достаточно высока.

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.

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

Ринат Гайнуллин

### 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, 30<sup>th</sup> 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.