



Февраль: Без резких колебаний

31 января 2003 года

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Дивиденды – фактор роста стоимости акций

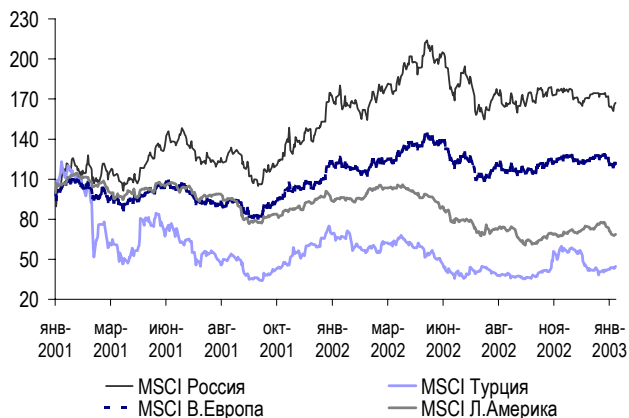
- Ориентированные на внутренний рынок акции продолжают прибавлять в цене на фоне растущего влияния рынка корпоративных долговых обязательств на котировки ценных бумаг. До сих пор наши рекомендации по «внутренней» теме в целом оправдывались. Мы полагаем, что динамика индекса РТС после преодоления неопределенности на мировой арене будет зависеть от нефтяной отрасли. В то же время рост котировок облигаций, особенно корпоративных, превысит средний показатель по рынку в краткосрочной перспективе.
- Индекс РТС будет расти в направлении отметки 440 на фоне стабилизации внешних факторов под влиянием долговых обязательств. Несмотря на краткосрочное усиление влияния внешних факторов, динамика котировок долговых обязательств свидетельствует о том, что индекс РТС будет расти, приближаясь к уровню 440, при стабилизации внешних факторов. Мы полагаем, что наиболее выгодными будут вложения в телекомы и Газпром.
- Из года в год выбор ценных бумаг в 1 кв. определяется стремлением инвесторов получать дивидендные выплаты. За исключением Сургутнефтегаза, наиболее высокие дивидендные выплаты и доходность будут у нефтяных компаний. Весьма привлекательна дивидендная доходность некоторых привилегированных акций, доходящая до 12-15%, однако ликвидность и спред по-прежнему являются поводом для беспокойства.
- В нашем отраслевом анализе представлены секторы, в которых такие возможности существуют, а также те, где их почти нет. Мы считаем, что холдинги обычно выделяют на дивидендные выплаты более значительную долю чистой прибыли по сравнению с дочерними компаниями. Металлургия занимает второе место по размеру предполагаемых выплат, тогда как пищевую промышленность, торговлю и машиностроение можно трудно назвать привлекательными.

Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV*	Расч. цена	Потенциал
	АДР	Лок.	MTD	YTD			
			\$	%	\$ млн.	\$	%
Газпром	1,4	0,702	-5	-9	2,2	1,2	71
Голден Телеком	13,2	Н/Д	4	4	0,2	24,0	82
Волга Телеком	Н/Д	1,203	-4	-5	0,057	1,66	38
Норильский Никель	23,9	23,6	13	17	1,3	28,9	22
Сбербанк	Н/Д	192	1	1	0,128	220	15
Уфанефтехим	Н/Д	0,19	2,7	2,7	0,006	0,49	158

Примечание: * средний объем торгов в день; н/т — нет торгов
Источники: РТС, Блумберг, оценки Альфа Банка

Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, РТС

Последние публикации

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.

Телеконференция по итогам работы Сбербанка: рекомендация – ПОКУПАТЬ

Наталья Орлова Январь 16, 2003 г.

В результате покупки Славнефти акции Сибнефти и ТНК становятся более ценными

Константин Резников, Анна Бутенко Декабрь 20, 2002

Отчет МТС за 3Кв02: рост всех показателей

Андрей Богданов, Елена Роговина Декабрь 19, 2002

Уралмаш-Ижора: рентабельность EBITDA за 9М02 без изменений

Максим Матвеев, Павел Соколов Декабрь 15, 2002

Победитель аукциона по Славнефти увеличит добычу на 18-52%

Константин Резников, Анна Бутенко Декабрь 15, 2002

Результаты Ростелекома за 9 мес. 2002 г.: норма EBITDA превысила 43%

Андрей Богданов, Елена Роговина Декабрь 15, 2002

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

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку.....	3
Какие факторы влияют на индекс РТС?.....	3
Уточненная структура рекомендуемого портфеля	7
Государственные долговые обязательства	7
Корпоративные долговые обязательства	8
Динамика котировок голубых фишек.....	8
Динамика мировых индексов и индексов развивающихся рынков	9
Дивиденды – фактор роста стоимости акций	10
Динамика и оценка акций.....	15
Графики	18
Календарь событий	20
Экономика и политика.....	21
Новости компаний и отраслей	23
Нефть и газ	23
Телекомы	28
Металлургия.....	30
Машиностроение	32
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	35
Банковский сектор	38
Рынок облигаций	40
Технический анализ	42
Индекс РТС: используйте преимущества краткосрочного отскока.....	42



Кристофер Уифер
(7095) 970-5081

Комментарии по рынку

Какие факторы влияют на индекс РТС?

За последние три года представление о рисках в России изменилось

Снижение рисков привело к изменению спектра инвесторов

В 2000 г. главным фактором был индекс NASDAQ,...

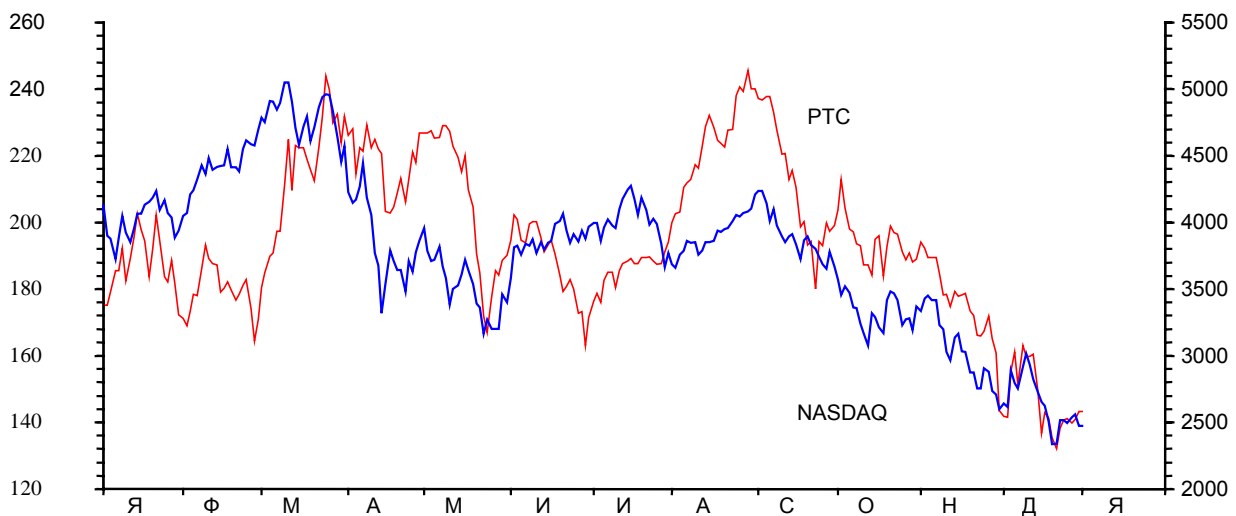
Представление о существующих в России рисках изменилось за последние три года благодаря существенному росту экономических показателей и высокому уровню политического единства и стабильности. Такого мнения придерживаются сами инвесторы.

Снижение рисков привело постепенному изменению спектра инвесторов. Если раньше основными участниками российского рынка капиталов были либо специализированные или венчурные фонды, как, например, «хеджевые» фонды, то к настоящему времени баланс между внутренними и иностранными игроками, а также между различными видами фондов значительно улучшился.

Одним из практических результатов перемен, произошедших в представлении о рисках и в спектре участников рынка, стало изменение факторов, влияющих на котировки российских ценных бумаг. Используя математические термины, можно сказать, что котировки российских бумаг никогда не отличались положительной корреляцией ни с одним из коэффициентов из-за высокого значения беты (более 2,0 в 2000 г. и все еще значительно выше среднего показателя развивающихся рынков, несмотря на текущее снижение). Однако нельзя не заметить, что сильная корреляция направления движения хотя бы с одним фактором существовала всегда.

В 2000 г., когда под руководством нового Президента РФ началось проведение реальных преобразований, инвесторы считали Россию страной с высоким уровнем риска. В то время значительная часть инвестиционного потока приходилась на долю иностранных инвесторов, которые в большинстве своем полагали, что риск вложений в российские бумаги не отличается от риска инвестиций в типичные акции, котирующиеся в системе NASDAQ. В тот год наиболее важным фактором корреляции направления движения индекса РТС был индекс NASDAQ, как это хорошо видно на представленном ниже графике.

Илл. 1. Индексы РТС и NASDAQ: 2000



Источник: Datastream



...в 2001 г. таким фактором стали цены на нефть

В конце 2000 г. инвесторы были настроены еще скептически, но постепенно стали менять свое мнение о российских рисках. Это происходило, главным образом, из-за того, что высокие цены на нефть сохранялись дольше, чем ожидалось и, что еще более важно, инвесторы начинали понимать, что благодаря высоким темпам роста добычи и экспортных поставок зависимость экономики России от цен на нефть как таковых значительно снизилась.

Тем не менее, несмотря на определенный прогресс в проведении экономических реформ (например, в области налогообложения) и подъем промышленного производства в 1999 и 2000 гг. (рост составил 11,0% и 11,9% соответственно), инвесторы по-прежнему увязывали российские риски с ценой на нефть (см. график).

Илл. 2. Индекс РТС и нефть Urals: 2000-2001



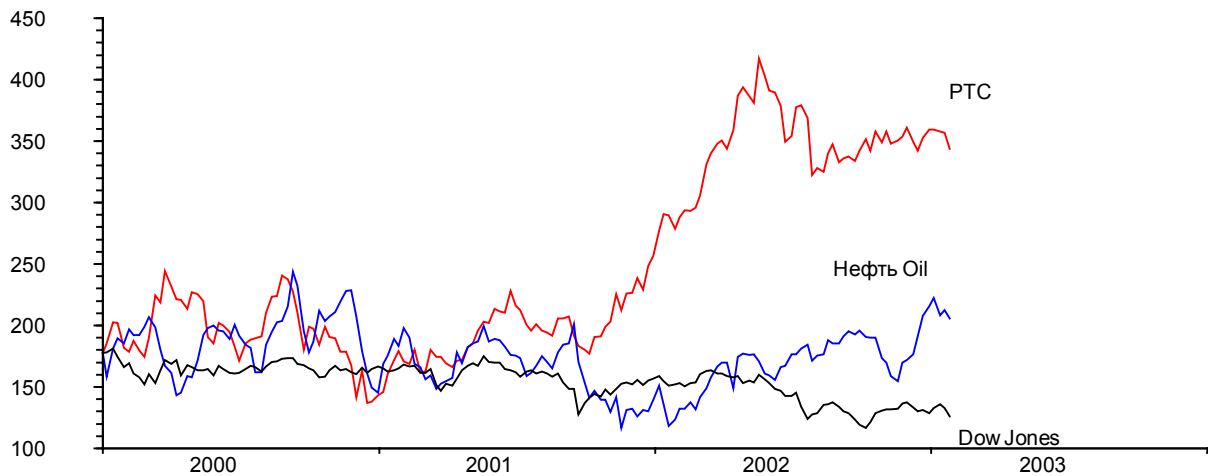
Источник: Datastream

Коренное изменение отношения к России в сентябре 2001 г.

В сентябре 2001 г. произошла еще одна знаменательная перемена в отношении инвесторов к России. Инвестиционный климат в стране менялся, преодолевая высокий уровень риска и нестабильности в 2000 г., и стал более благоприятным в 2001 г., несмотря на сохраняющуюся зависимость от экспорта нефти, поэтому инвесторы начали рассматривать возникшие в результате проведения реформ возможности увеличения доходов по сравнению с достигнутым тогда уровнем.



Илл. 3. Индекс РТС «оторвался» от нефти и NASDAQ в сентябре 2001 г., но восстановил «прямое влияние» после недолгого роста



Источник: Datastream

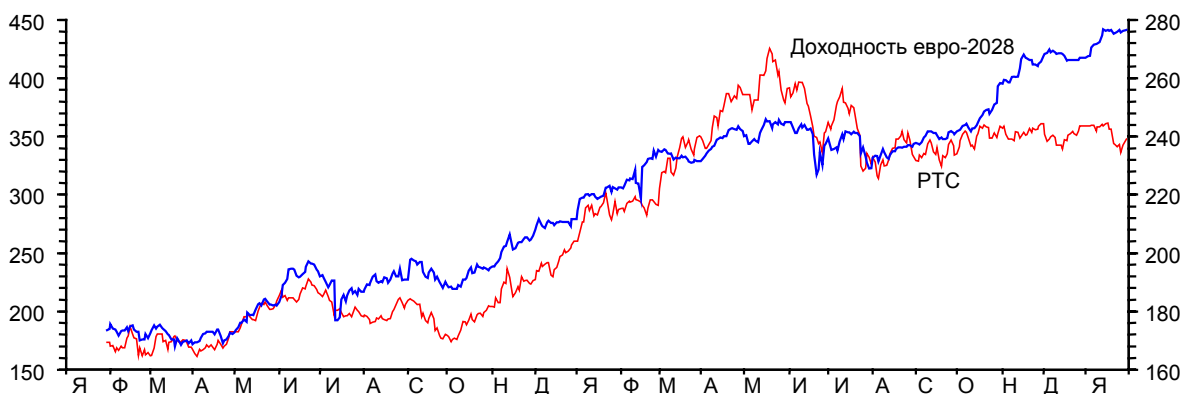
В то же время, благодаря существенному экономическому росту, продолжавшемуся в течение трех лет, и внезапному притоку денежных средств от экспорта нефти (и товаров) расширился круг внутренних инвесторов, играющих на фондовом рынке.

Внутренние факторы в центре внимания в течение 1,5 лет

Основное внимание инвесторов снова перемещалось на «внутренние» риски по мере того, как они осознавали, что экономика освободилась от влияния курсов иностранных акций и накопила достаточно сил для поддержания роста (включая рост доходов) вне зависимости от внешних факторов. Наиболее полно российские риски отражены на рынке внешних государственных долговых обязательств, особенно длинных выпусков. Этот рынок и стал в 2002 г. «основой» для оценки ценных бумаг.

На представленном ниже графике показана динамика индекса РТС и доходности (инверсивной) Евро-28 за последние два года. Мы можем видеть, что, начиная с 4 кв. 2001 г. тренд доходности выстраивался на основе оценки бумаг.

Илл. 4. Индекс РТС и доходности государственных облигаций: последние два года



Источник: Datastream



Однако краткосрочные внешние факторы снова стали источником обеспокоенности инвесторов

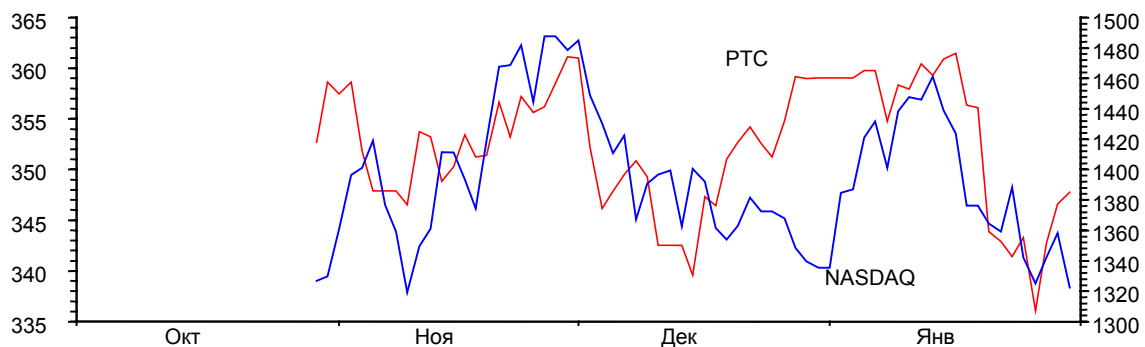
Оценивая российские риски, инвесторы понимают, что экономическое и политическое положение страны теперь стабильно, и что ей не грозит экономический кризис или дефолт при любом внутреннем или международном сценарии. Тем не менее, темпы экономического развития (и, как следствие, рост доходов) все еще зависят от резких колебаний цен на нефть и замедления темпов развития мировой экономики в 2003 г. по сравнению с предыдущими тремя годами.

Американские акции и цены на нефть влияли на настроение инвесторов в течение последних трех месяцев

Осознание риска снижения доходов отражается в том, что по мере того, как мировое сообщество инвесторов усиливает внимание к двум этим факторам, нефть и состояние американского фондового рынка вновь стали оказывать влияние на направление движения индекса РТС.

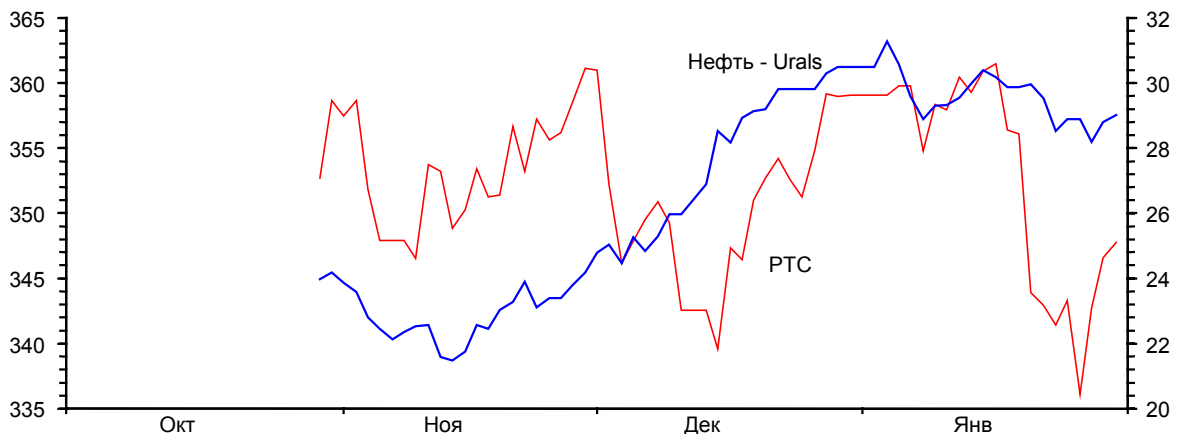
Ниже представлены два графика, которые ясно показывают, как индекс NASDAQ (в частности) и цены на нефть вели за собой индекс РТС после резкого усиления неопределенности на международной арене в течение последних трех месяцев.

Илл. 5. Индексы РТС и NASDAQ: последние три месяца



Источник: Datastream

Илл. 6. Индексы РТС и нефть: последние три месяца



Источник: Datastream

Заключение

После урегулирования международных проблем индекс РТС начнет расти в направлении 440

События последнего времени показывают, что как только внешняя конъюнктура (нефть и американский фондовый рынок) стабилизируется, индекс РТС может возобновить рост и последует за линией тренда доходности еврооблигаций, если предположить, вслед за нашими аналитиками, что в результате дальнейшего развития внешних факторов инвесторы не потеряют интереса к России.

В данный момент тренд доходности еврооблигаций соответствует индексу РТС на уровне 440. Совершенно случайно, это примерно столько же, сколько индекс может набрать в том случае, если подтвердятся расчетные цены отдельных бумаг.

Уточненная структура рекомендуемого портфеля

Илл. 7. Рекомендуемый портфель

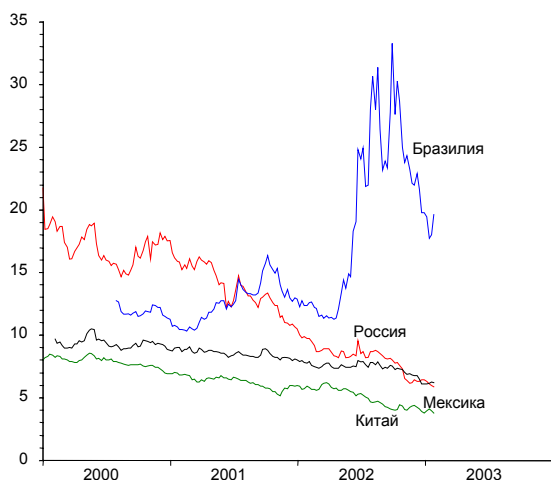
	В среднесрочном плане	В долгосрочном плане
Государственные долговые обязательства	Евро-28	Евро-28
Корпоративные еврооблигации	ВымпелКом 2005 Газпром 2009 Новый выпуск МТС	Альфа-Банк 2005 Сибнефть 2009, Газпром 2009 Новый выпуск МТС
Крупнейшие нефтяные и газовые компании	Газпром	Газпром, ЛУКОЙЛ, ЮКОС
Внутренняя тема	Голден Телеком	Голден Телеком, МТС, ВымпелКом
Бумаги 2 эшелона	Волга Телеком Уфанефтехим, Челябинский Трубный	Волга Телеком, Сибирь Телеком, МГТС Уфанефтехим, Удмурднефть Челябинский Трубный, Красный Октябрь
Специфика	Сбербанк ГМК Норильский Никель	Сбербанк ГМК Норильский Никель

Примечания: Среднесрочные рекомендации рассчитаны на 3 месяца, долгосрочные – на 1 год.
Источник: оценки Альфа-Банка

Государственные долговые обязательства

В нашем ежемесячном обзоре за ноябрь прошлого года мы рекомендовали инвесторам переключиться на государственные и корпоративные долговые обязательства, а также внутренние ценные бумаги, представленные в теме номера. За прошедшее после этого время цены на российском долговом рынке существенно выросли. Сейчас у рынка мало возможностей для сокращения разрыва в доходности коротких государственных бумаг (см. ниже слева). Тем не менее, мы уверены в том, что у длинных выпусков (см. ниже справа) разрыв сократится еще на 100-150 п.п. по сравнению с результатами этого года при условии, что макроэкономическая конъюнктура будет благоприятной и сохранится надежда на получение инвестиционного рейтинга в начале 2004 г.

Илл. 8. Доходность российских облигаций: и другие развивающиеся рынки



Прим.: на основе средних сроков погашения
Источник: Datastream

Илл. 9. Доходность облигаций в долгосрочном периоде



Прим.: совсем немного инвесторов интересуются долгосрочными облигациями развивающихся рынков
Источник: Datastream



Корпоративные долговые обязательства

Выпуски корпоративных долговых бумаг отличаются привлекательным спреedom к доходности государственных облигаций, несмотря на рост котировок долговых обязательств компаний, не относящихся к нефтяной отрасли, в течение последних нескольких месяцев.

Сейчас риски по выпускам облигаций этих компаний меньше, и такое положение сохранится до окончания войны и возобновления более стабильного цикла колебаний цен на нефть. Тем не менее, в какой-то момент в ближайшие недели или месяцы инвесторы должны пересмотреть свой портфель в пользу высокодоходных корпоративных облигаций из числа тех, что представлены в нижеследующей таблице.

Очень привлекательны облигации Газпрома (в ближайшем будущем, в частности, их риски могут понизиться до уровня государственных бумаг в связи с увеличением принадлежащего государству пакета до 51%), а также самый последний выпуск облигаций МТС.

Илл. 10. Корпоративные облигации

Выпуск	Текущая доходность к погашению	01/01/03	01/10/02
ВымпелКом-05	7,9%	9,0%	11,5%
Альфа-Банк-05	10,1%	10,9%	10,8% (купон)*
ТНК-07	9,4%	10,2%	11,0% (купон)
Евро-05	4,5%	5,0%	6,4%
Евро-07	5,9%	6,2%	7,9%
Сибнефть-09	9,4%	10,6%	10,8% (купон)*
Газпром-09	9,4%	9,9%	10,5% (купон)*
Евро-10	6,4%	6,6%	8,3%

Источник: оценки Альфа-Банка

Динамика котировок голубых фишек

Илл. 11. Изменение цен «голубых фишек»

	Доходность погашению	3-мес.	12-мес.	3-года
Газпром	-6,4%	-3,5%	17,7%	166,0%
Голден Телеком	4,4%	-12,0%	1,0%	-37,1%
ЛУКОЙЛ	-6,3%	-10,0%	3,2%	22,9%
Мосэнерго	2,5%	2,2%	-24,2%	-32,9%
МТС – АDR	0,1%	11,4%	6,0%	Н/д
ГМК Нор. Никель	16,0%	22,7%	51,6%	201,0%
Ростелеком	-5,0%	2,7%	10,4%	-51,5%
Сбербанк	-0,3%	8,2%	134,2%	317,4%
Сибнефть	-11,4%	-0,5%	129,4%	379,9%
Сургутнефтегаз	-5,3%	-14,5%	6,1%	8,2%
Татнефть	-4,6%	-7,8%	49,9%	23,7%
РАО "ЕЭС России"	-11,8%	7,1%	-28,8%	-22,2%
Вымпелком – АDR	-0,7%	14,2%	7,1%	14,2%
Вимм-Биль-Данн	0,0%	-11,1%	Н/д	Н/д
ЮКОС	-1,1%	2,1%	52,3%	2190,0%
Индекс РТС	-3,5%	-1,7%	22,2%	83,9%
Нефть марки Urals	-5,5%	18,8%	65,1%	10,0%

Источник: Bloomberg



Динамика мировых индексов и индексов развивающихся рынков

Илл. 12. Динамика мировых индексов и индексов развивающихся рынков

	Доходность погашению	- 3 мес.	-12 мес.	- 3 года	-5 лет
PTC	-3,5%	-1,7%	22,2%	83,9%	30,3%
MSCI Россия	-4,8%	-5,0%	1,0%	15,5%	-32,6%
World total	-2,8%	-2,5%	-19,8%	-43,3%	-17,8%
Dow Jones	-2,8%	-3,8%	-16,9%	-26,5%	1,7%
NASDAQ	1,7%	2,4%	-29,0%	-66,40%	-16,1%
Global Emerging Markets	-1,1%	3,5%	-10,5%	-42,5%	-30,0%
EMEA	-2,1%	7,8%	1,4%	-28,3%	-27,6%
EM Asia	1,0%	2,3%	-8,9%	-46,2%	-16,7%
EM Latin America	-6,1%	1,0%	-27,5%	-44,4%	-46,9%
Бразилия	-7,9%	4,9%	-32,6%	-58,9%	-63,0%
Мексика	-6,4%	-5,3%	-24,5%	-23,4%	-15,4%
Китай	4,5%	3,2%	-3,8%	-54,2%	-72,9%
Малайзия	3,8%	2,4%	-2,4%	-27,1%	22,5%
Израиль	-0,9%	0,0%	-25,2%	-45,6%	-16,9%
Южная Африка	-2,5%	14,8%	17,5%	-23,9%	-17,1%
Турция	4,6%	7,2%	-33,4%	-79,5%	-62,1%
Индия	-4,9%	13,2%	-0,1%	-45,4%	-12,5%

Прим.: все цены рассчитаны в US \$ и основаны на MSCI кроме PTC, DJIA и NASDAQ

Источник: Bloomberg

**Дивиденды – фактор роста стоимости акций**

Сергей Глазер CFA
(44 20) 7382-4165

Является ли получение больших дивидендов одной из целей при покупке российских акций? Этот вопрос, прежде носивший отвлеченный характер, приобретает большое значение. В 2000-2002 гг. ведущие российские компании-экспортеры вновь стали рентабельными, что позволило им обеспечить высокий коэффициент дивидендных выплат. В результате поиск интересных с точки зрения дивидендов объектов инвестиций становится одним из критериев отбора акций в 1-м кв. каждого года.

Дивидендные платежи в 2003 г. будут отражать тенденции прошлого года

Дивидендные платежи в 2003 г., вероятно, будут отражать тенденции, начало которым было положено в прошлом году. Как и год назад, российские нефтяные компании, на счетах которых скопились значительные денежные суммы, по-видимому, предложат своим акционерам самые крупные дивиденды и самую высокую дивидендную доходность (совокупные дивидендные выплаты в нефтегазовой отрасли составляют \$1,9 млрд.). Это обстоятельство стало сильным фактором поддержки биржевых котировок компаний. Привилегированные акции ряда компаний обеспечивают исключительно высокую дивидендную доходность (до 12-15%), однако из-за относительно низкой ликвидности и соответственно больших спрэдов они могут быть не столь привлекательными.

Холдинги обычно направляют на дивиденды более значительную часть прибыли, чем дочерние предприятия

Холдинги обычно направляют на дивиденды более значительную часть прибыли, чем дочерние предприятия (по причине несовершенства законодательства о дивидендах и, соответственно, «перекачки» прибылей в головные компании). То же самое можно сказать о компаниях, контролируемых негосударственными акционерами – дивиденды у них опять будут выше, хотя на этот раз Сибнефть уже вряд ли сможет направить на выплату дивидендов всю чистую прибыль (после приобретения Славнефти денежные потоки компании используются интенсивней). С другой стороны, нежелание руководства Сургутнефтегаза поделиться с акционерами частью денег, скопившихся у него в огромном количестве, и стремление сохранить низкий объем дивидендных выплат уже не вызывают удивления и уже привели к снижению цен акций.

Металлургия занимает второе место по размеру дивидендных выплат после нефтегазовой отрасли

Еще одна ориентированная на экспорт отрасль – металлургия – занимает второе место по общему размеру дивидендных выплат (\$86,7 млн.). Несомненно, это результат проводимой руководством ГК «Норильский никель» политики, направленной на совершенствование корпоративного управления. Высокие дивиденды, ожидающиеся в региональных компаниях связи (\$51,8 млн.), несомненно, повысят привлекательность акций компаний этого до сих малоликвидного сектора в глазах инвесторов, ищущих дешевые недооцененные бумаги.

Компании пищевой промышленности, розничной торговли и машиностроения непривлекательны в отношении дивидендов

Компании пищевой промышленности и розничной торговли выплачивают дивиденды на общую сумму \$39 млн., что условно можно рассматривать как свидетельство того, что предприятиям этих отраслей, ориентированных на массового потребителя, удается получить выигрыш от экспортозамещения и поддерживать рентабельность. В то же время практическое отсутствие дивидендных выплат по акциям машиностроительных компаний (\$3,1 млн.) подтверждает, что эта отрасль по-прежнему старается обрести под ногами почву и заложить основу для роста в будущем.

Константин Резников
(7 095) 795-3612

Нефть и газ

При расчете уровня дивидендных выплат за 2002 г. мы исходили из соответствующих положений Уставов и официальной дивидендной политики нефтяных компаний, с учётом уровня дивидендных выплат за предыдущие годы. Самой высокой ожидаемая дивидендная доходность оказалась у дочерних компаний СИДАНКО, башкирских НПЗ, Сахалинморнефтегаза, Ритека, Транснефти и Татнефти. Значительные дивидендные выплаты ожидаются и по обыкновенным акциям ЛУКОЙла и НПЗ «Новойл».

Илл. 13. Расчет дивидендов по акциям нефтегазовых компаний за 2002 г.

	Дата закрытия реестра	Дивиденд, руб./акция		Дивиденд, \$/акция		Див. доходность		Див. выплаты		Комментарий
		Обык.	Прив.	Обык.	Прив.	Обык.	Прив.	Всего, млн \$	% от чистой прибыли 2002П	
ЛУКОЙл	6-10 мая	20,37	-	0,64	-	4,1%		536,4	23,3% *	
Юкос	6-10 мая	7,74	-	0,24	-	2,6%		541,4	16,6% *	Промежуточные дивиденды \$400 млн
Сургутнефтегаз	?	0,03	0,10	0,00	0,00	0,3%	1,3%	57,6	3,4% *	10% от чистой прибыли
Сибнефть	8-15 мая	1,06		0,03	-	1,5%		157,6	14,8% *	15% от чистой прибыли
Татнефть	конец апреля	0,10	1,00	0,003	0,03	0,4%	6,9%	11,4	2,0% *	>=100% от номинала
ТНК	конец мая	0,14		0,004	-	0,3%		14,2	1,0% *	
ОНАКО		-		-	-			-	0,0%	
Оренбургнефть		-	-	-	-	0,0%	0,0%	-	Отриц.	
Славнефть	середина мая	0,17		0,01	-	0,9%		25,3	6,9% *	
Мегионнефтегаз	середина мая	-	-	-	-	0,0%	0,0%	-	Отриц.	1% от чистой прибыли по «префам»
СИДАНКО		-	-	-	-	0,0%		-	0,0%	
Варьеганнефтегаз	конец апреля	-	30,53	-	0,95	0,0%	15,4%	5,6	9,8%	10% от чистой прибыли по «префам»
Удмуртнефть	середина апреля	-	234,77	-	7,34	0,0%	8,4%	6,5	9,8%	10% от чистой прибыли по «префам»
Саратовнефтегаз	конец апреля	-	92,93	-	2,90	0,0%	12,1%	2,4	8,9%	
Башнефть	начало марта	-	1,00	-	0,03	0,0%	2,3%	1,1	0,5%	
НПЗ «Новойл»	начало марта	0,15	0,15	0,005	0,005	5,9%	7,8%	4,1	8,9%	>=10% от номинала
Уфимский НПЗ	начало марта	0,10	0,10	0,003	0,003	3,5%	7,8%	1,9	6,9%	>=10% от номинала
Уфанефтехим	начало марта	0,15	0,15	0,005	0,005	2,3%	6,7%	1,6	4,6%	>=10% от номинала
Уфаоргсинтез	начало марта	0,15	0,15	0,005	0,005	2,0%	6,0%	0,5	6,4%	>=10% от номинала
Пурнефтегаз	середина апреля	-	1,49	-	0,05	0,0%	1,8%	1,3	9,8%	10% от чистой прибыли по «префам»
Сахалинморнефтегаз	начало апреля	1,00	5,78	0,03	0,18	1,4%	12,4%	5,6	15,0%	10% от чистой прибыли по «префам»
Ритек	конец апреля	0,70	0,70	0,02	0,02	2,0%	8,8%	2,2	7,7%	>=50% от номинала
Газпром	середина мая	0,57		0,02	-	2,5%		423,8	8,9% *	
Транснефть	начало мая	300,1	900,4	9,38	28,14	Н/Д	8,2%	87,5	19,7%	10% от чистой прибыли (по РСБУ)

Примечание: * – по US GAAP / МСФО; дивидендная доходность по ликвидным акциям рассчитана по рыночной цене, по малоликвидным – по цене предложения

Источник: оценка Альфа-Банка



Андрей Богданов
(7 095) 795-3613

Телекомы

По оценкам, региональные телефонные компании направят на выплату дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям соответственно 7% и 10% своей чистой прибыли. Это означает, что дивидендная доходность, особенно по привилегированным акциям, будет довольно высокой. У Южтелекома и ВолгаТелекома она может достичь 9-11%.

Существенных дивидендных выплат по акциям операторов мобильной связи и Голден Телекома не ожидается.

Илл. 14. Расчет дивидендов по акциям компаний связи за 2002 г.

Компания	Дата закрытия реестра	Дивиденд, руб/акция		Дивиденд, \$/акция		Див. доходность		Див. выплаты		Комментарий
		Обык.	Прив.	Обык.	Прив.	Обык.	Прив.	Всего, млн \$	% от чистой прибыли 2002П	
ЦТК	середина апреля	0,059	0,252	0,002	0,008	0,80%	5,07%	7,26	17%	7% от чистой прибыли по обыкновенным, 10% по «префам»
ДКЭ	начало апреля	0,292	1,238	0,009	0,040	1,31%	8,23%	2,12	17%	7% от чистой прибыли по обыкновенным, 10% по «префам»
МГТС	конец апреля	0,829	5,924	0,027	0,191	0,42%	5,62%	5,19	17%	7% от чистой прибыли по обыкновенным, 10% по «префам»
Сев.-Зап. Телеком	начало мая	0,068	0,353	0,002	0,011	0,61%	5,40%	3,91	17%	7% от чистой прибыли по обыкновенным, 10% по «префам»
Сибирь-телеком	середина апреля	0,006	0,028	0,000	0,001	0,89%	5,65%	4,70	17%	7% от чистой прибыли по обыкновенным, 10% по «префам»
Южтелеком	начало мая	0,041	0,180	0,001	0,006	1,94%	10,48%	9,56	17%	7% от чистой прибыли по обыкновенным, 10% по «префам»
Уралсвязьинформ	середина апреля	0,003	0,019	0,000	0,001	0,76%	6,91%	8,11	17%	7% от чистой прибыли по обыкновенным, 10% по «префам»
Волга Телеком	начало мая	0,569	2,437	0,018	0,079	1,49%	9,25%	10,96	17%	7% от чистой прибыли по обыкновенным, 10% по «префам»
Вымпелком	-	0,000	0,000	0,000	0,000	0,00%	0,00%	0,00	0%	
МТС	-	0,000	0,000	0,000	0,000	0,00%	0,00%	0,00	0%	
Голден Телеком	-	0,000	0,000	0,000	0,000	0,00%	0,00%	0,00	0%	

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Металлургия

Мы полагаем, что металлургические и горнодобывающие компании продолжают прежнюю политику дивидендных выплат. В частности, следуя одобренной в июне прошлого года долгосрочной политике, ГКМ Норильский Никель намеревается выплачивать в качестве дивидендов 20-25% чистой прибыли по МСФО, начиная с текущего года. Согласно нашему прогнозу, коэффициент выплат в этом году может достичь 20%, что сопоставимо с выплатами крупнейших нефтедобывающих компаний, таких как ЛУКОЙЛ (23%) и Юкос (16%). В связи с тем, что ведущие металлургические компании вынуждены ликвидировать технологическое отставание уровень их дивидендных выплат все еще ниже коэффициента выплат международных компаний, составляющего в среднем 40-60%.



Илл. 15. Расчет дивидендов по акциям металлургических компаний за 2002 г.

	Дата закрытия реестра	Дивиденд, руб./акция		Дивиденд, \$/акция		Див. доходность		Див. выплаты		Комментарий
		Обык.	Прив.	Обык.	Прив.	Обык.	Прив.	Всего, млн \$	% от чистой прибыли 2002П	
Норильский Никель	начало мая	10,88	-	0,34	-	1,47%	-	72,7	20%	-
ВСМПО	начало апреля	-	-	-	-	-	-	-	-	-
СУАЛ	конец апреля	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Северсталь	начало мая	8,99	-	0,28	-	0,54%	-	6,2	5%	-
ММК	начало мая	0,01	0,01	0,0003	0,0003	1,22%	-	3,1	2%	10% ЧП по привилег.
НЛМК	начало мая	22,9	-	0,72	-	2,18%	-	4,3	1%	Впервые после 1994 г.
ЗСМК	конец апреля	-	-	-	-	-	-	-	-	-
НТМК	конец апреля	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Мечел	начало марта	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ОЭМК	начало апреля	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Северский трубный 3-д	начало апреля	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Синарский трубный 3-д	начало мая	0,28	-	0,009	-	0,17%	-	0,05	5%	-
Таганрогский металлург. 3-д	начало мая	0,02	-	0,001	-	0,5%	-	0,38	8%	-
Волжский трубный 3-д	начало мая	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Выксунский металлург. 3-д	начало мая	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Челябинский новотрубный 3-д	конец февраля	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Первоуральский новотрубный 3-д	начало апреля	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Источник: оценка Альфа-Банка

В настоящее время Совет директоров Северстали рассматривает вопрос о дивидендных выплатах за 2002 г. Мы полагаем, что в 2002 г. компания получила примерно \$124 млн. чистой прибыли, и если она выплатит в качестве дивидендов 5% чистой прибыли, то дивидендная доходность составит 0,54%. Мы хотели бы особо отметить НЛМК. Благодаря высоким финансовым показателям (выручка в рублевом выражении выросла на 45%), Совет директоров НЛМК рассматривает вопрос о дивидендных выплатах за 2002 г. (в последний раз компания выплачивала дивиденды в 1995 г.).

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Пищевая промышленность и розничная торговля

По нашим оценкам, дивидендные выплаты по акциям Балтики за 2002 г. останутся на уровне прошлого года (27,8% чистой прибыли). Исходя из размера ожидающейся чистой прибыли за 2002 г. (\$136,4 млн), общий объем дивидендных выплат должен составить \$37,9 млн (+5% по сравнению с дивидендами за 2001 г.). Что касается ГУМа и ЦУМа, то они выплачивают дивиденды в виде процента от номинальной стоимости акций, и поэтому в этом году каких-либо изменений в объеме дивидендов не ожидается. Вимм-Билль-Данн не будет выплачивать дивиденды за 2002 г., поскольку всю чистую прибыль планируется реинвестировать. Сан Интербрю, по-видимому, тоже в этом году не будет выплачивать дивиденды.

**Илл. 16. Расчет дивидендов по акциям предприятий пищевой промышленности и розничной торговли за 2002 г.**

	Дата закрытия реестра	Дивиденд, руб./акция		Дивиденд, \$/акция		Див. доходность		Див. выплаты		Комментарий
		Обык.	Прив.	Обык.	Прив.	Обык.	Прив.	Всего, млн \$	% от чистой прибыли 2002П	
Вимм-Билль-Данн	--	--	н/д	--	н/д	--	н/д	0	0%	На 2002 г. дивидендные выплаты не запланированы
Балтика	март	8.5	11.0	0.27	0.35	2%	3%	36	28%	Промежуточные дивидендные выплаты в размере \$10,4 млн
Сан Интербрю	--	--	--	--	--	--	--	0	0%	--
ГУМ	март	1.5	н/д	0.05	н/д	3%	н/д	3	36%	--
ЦУМ	--	--	н/д	--	н/д	--	н/д	0	0%	--

Источник: оценка Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA (7 095) 795-3736

Машиностроение и автомобильная промышленность

Машиностроительные и автомобильные компании вряд ли будут выплачивать дивиденды, т.к. объем их чистой прибыли не отличается стабильностью и им крайне необходимы инвестиции. Руководство ОМЗ недвусмысленно дало понять, что выплат дивидендов по обыкновенным акциям не будет вплоть до 2005 г., когда эта политика может быть пересмотрена.

Илл. 17. Расчет дивидендов по акциям предприятий машиностроения и автозаводов за 2002 г.

	Дата закрытия реестра	Дивиденд, руб./акция		Дивиденд, \$/акция		Див. доходность		Див. выплаты		Комментарий
		Обык.	Прив.	Обык.	Прив.	Обык.	Прив.	Всего, млн \$	% от чистой прибыли 2002П	
АвтоВАЗ	начало апреля	-	-	-	-	-	-	-	-	
ГАЗ	конец апреля	-	6,66	-	0,21	-	2%	0,30	10,0	10% ЧП по привилег.
КаМАЗ	начало мая	-	н/д	-	н/д	-	н/д	-	-	
ПАЗ	конец марта	-	н/д	-	н/д	-	н/д	-	-	
УАЗ	начало марта	-	-	-	-	-	-	-	-	
Электро-сила	середина апреля	-	н/д	-	н/д	-	н/д	-	-	
Кировский завод	конец марта	0,61	н/д	0,02	н/д	1%	н/д	0,21	0,9	
«Красный котельщик»	конец марта	0,01	0,10	0,00	0,00	0%	7%	0,27	11,9	10% ЧП по привилег.
ЛМЗ	конец апреля	-	н/д	-	н/д	-	н/д	-	-	
ОМЗ	начало мая	-	0,01	-	-	-	-	-	-	
МПО	середина февраля	-	н/д	-	н/д	-	н/д	-	н/д	
«Энергия»	февраля	-	-	-	-	-	-	-	-	
КТЗ	начало мая	-	-	-	-	-	-	-	-	
ЗТЛ	середина апреля	-	н/д	-	н/д	-	н/д	-	-	
ЗМЗ	начало апреля	-	1,95	-	0,06	-	41%	2,29	10,0	10% ЧП по привилег.

Примечание: н/д – нет данных

Источник: оценка Альфа-Банка



Динамика и оценка акций

Илл. 18. Динамика АДР, с начала месяца, на 29 января 2003 г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
Нефть и Газ									
Газпром	114A, REG S	10 в 1	1,4	10,4	-11,9	-11,9	20,6	10,0	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	57,6	-4,4	-4,4	73,3	48,0	
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	19,6	-8,2	-8,2	25,8	8,8	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	15,0	-5,7	-5,7	23,8	14,3	
Татнефть	2	20 в 1	25,0	14,9	-1,4	-1,4	17,3	9,8	
Юкос	1	15 в 1	20,0	139,4	0,3	0,3	172,5	91,5	
Энергетика									
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	4,3	1,8	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	20,0	-11,9	-11,9	55,5	20,0	
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	3,1	1,6	1,6	4,7	2,2	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	11,1	-8,6	-8,6	17,8	7,5	
Телекоммуникации									
ВымпелКом	3	3 в 4	Н/Д	31,8	-0,7	-0,7	38,0	20,6	
Голден Телеком	3	1 в 1	Н/Д	13,2	4,3	4,3	20,5	10,1	
МТС	3	20 в 1	17,0	37,2	0,2	0,2	41,5	23,8	
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	6,5	9,1	9,1	8,4	5,0	
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	8,5	2,5	-4,1	-4,1	3,2	1,3	
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	6,9	-3,2	-3,2	9,9	5,7	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	2,5	-0,9	-0,9	3,6	1,4	
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	3,8	16,7	16,7	8,0	2,4	
Прочие сектора									
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	23,9	18,2	18,2	25,3	15,4	
ОМЗ	144A, REG S	1 в 1	21,0	5,2	-8,5	-8,5	7,1	3,8	
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,2	-3,2	-3,2	5,1	2,0	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	0	18,0	1,0	1,0	25,4	16,0	
Сан Интербрю В	144A, REG S	1 в 1	32,0	3,8	-16,7	-16,7	8,9	3,0	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 19. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 29 января 2003 г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD	YTD	Макс.	Мин.			2001	2002П	2001	2002П			
		%	%	\$	\$ млн.									
Нефть и Газ														
Газпром	0,702	-5	-9	1,132	0,639	2,2	17 783	5,3	4,8	5,9	4,6	1,200	71	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	14,45	-6	-7	18,23	12,1	1,9	12 291	5,8	5,1	3,7	3,4	22,9	58	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	1,95	-13	-13	2,235	0,85	0,6	9 246	7,1	8,5	6,2	5,6	2,84	46	ПОКУПАТЬ
Сургутнефтегаз	0,303	-4	-5	0,470	0,29	1,2	7 264	3,9	4,2	2,8	2,5	0,58	91	НАКАПЛИВАТЬ
Татнефть	0,7495	-5	-2	0,853	0,496	0,2	1 697	2,4	2,8	2,7	2,1	1,1	47	ПОКУПАТЬ
Юкос	9,35	-1	1	11,38	6,14	1,0	19 870	6,3	6,0	5,1	4,5	13,2	41	ПОКУПАТЬ
Petrobras	13,7	-6	-6	26,9	9,7	3,7	14 229	5,5	4,2	2,4	2,3			
MOL	23,0	-3	-3	24,9	17,3	6,5	2 198	Н/З	7,4	23,5	5,1			
PetroChina	0,2	6	6	0,2	0,2	14,9	36 970	6,4	6,8	3,5	3,3			
Среднее								6,0	6,1	9,8	3,6			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,087	13	9	0,09	0,058	0,0	415	Н/З	Н/Д	Н/З	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Ленэнерго	0,265	-7	-5	0,505	0,247	0,0	203	5,9	Н/Д	2,7	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Мосэнерго	0,033	3	0	0,045	0,024	0,1	919	102,1	Н/Д	3,2	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
РАО ЕЭС	0,114	-13	-13	0,172	0,076	3,2	4 662	3,4	Н/Д	3,1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
CEZ	3,1	-4	-4	3,4	2,4	1,6	1 574	5,0	3,5	3,5	3,9			
Sopel	2,0	-12	-12	4,9	1,7	0,2	1 209	9,1	8,8	3,9	3,3			
Eletrobras	5,5	-16	-16	12,3	4,0	1,0	5 004	5,5	3,2	4,4	6,0			
Среднее								6,5	5,2	3,9	4,4			
Телекомы														
МГТС	6,4	3	0	7,5	6,0	0,0	577	48,7	20,1	5,3	3,8	7,0	9	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	8,5	-9	-9	10,6	7,7	3,5	3 880	10,8	6,8	2,6	2,3			
Tele Norte Leste	5,3	-2	-2	9,0	4,1	3,6	2 560	40,0	15,2	1,4	2,3			
Среднее								25,4	11,0	2,0	2,3			
Ростелеком	1,150	-4	-7	1,660	0,978	0,4	1 030	8,3	9,5	3,0	2,5	1,60	39	НАКАПЛИВАТЬ
Indosat	0,84	-20	-20	1,59	0,71	4,4	866	8,5	7,1	4,3	2,5			
Embratel	1,09	-2	-2	3,18	0,52	0,7	344	Н/Д	Н/Д	3,0	1,8			
Среднее								8,5	7,1	3,7	2,1			
Вымпелком	31,8	-1	-1	38,0	20,6	8,2	1 710	36,2	12,4	12,6	5,9	31,0	35,2	ПОКУПАТЬ
МТС	37,2	0	0	41,5	23,8	5,8	3 708	17,9	11,3	9,5	5,2	44,0	18	НАКАПЛИВАТЬ
Turkcell	7,360	12	3	7,930	4,250	0,2	622	15,5	12,7	5,8	Н/Д			
Mobinil	9,0	14	15	9,4	6,3	0,0	899	8,1	7,4	5,2	4,8			
Среднее								8,1	10,0	5,5	4,8			
Голден Телеком	13,2	4	4	20,5	10,1	0,2	318	Н/З	Н/З	Н/З	4,8	24,0	82	ПОКУПАТЬ
Netia	0,8	-1	-1	1,4	0,4	0,1	26	Н/З	Н/З	Н/З	16,6			
Металлургия														
Норильский Никель	23,6	13	17	25,0	15,5	1,3	5 048	10,8	13,9	4,1	5,2	28,9	22	ПОКУПАТЬ
Ampplats	38,3	4	4	64,0	33,8	0,3	8 239	10,4	9,9	6,5	6,1			
Eramet	23,3	2	2	43,2	15,1	0,0	585	9,6	6,5	3,6	3,7			
WMC	66,6	5	5	84,1	49,1	0,2	4 433	9,3	8,1	7,7	5,5			
Среднее								9,7	8,1	5,1	4,9			
Северсталь	51,0	3	3	84,0	47,0	0,0	1 126	-2,4	9,1	4,2	2,9	75,0	47	НАКАПЛИВАТЬ
China Steel	0,7	21	21	0,7	0,4	111,1	6 286	29,3	25,7	11,4	10,8			
POSCO	102,9	2	2	138,9	85,6	0,3	9 343	14,1	10,9	6,0	5,7			
Среднее								21,7	18,3	8,7	8,3			
Продукты														
Балтика	13,0	0	0	15,3	11,3	0,0	1 523	11,8	11,2	7,5	6,7	18,0	38	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	3,8	-17	-17	8,9	3,0	0,0	105	5,2	6,1	2,1	2,5	6,5	72	НАКАПЛИВАТЬ
Вимм Билл Данн	18,0	1,0	1,0	25,4	16,0	0,0	789,8	24,9	18,2	12,0	9,9	23,5	30,9	
Okosit	3,6	5	31	4,3	2,5	0,0	76	14,6	11,5	21,3	4,1			
Grupo Modelo-C	2,5	0	25	2,7	2,0	3,5	1 643	23,5	19,2	1,8	1,6			
Среднее								19,1	15,4	11,6	2,8			
Торговля														
ГУМ	2,10	0	47	2,10	1,20	0,0	126	16,1	13,7	8,2	8,5	2,10	0	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	3,2	5	27	3,3	2,5	0,0	274	17,5	15,7	13,3	11,3			
Matahari Putra Prima	0,1	-8	11	0,1	0,0	0,5	142	5,1	7,4	2,0	2,3			
Среднее								11,3	11,5	7,7	6,8			
Машиностроение														
ОМЗ	5,4	-9	-7	6,4	4,1	0,0	189	9,0	13,3	3,1	3,1	8,4	56	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	15,9	-3	-3	32,3	13,5	0,3	1 206	9,0	3,4	4,9	4,4			
Atlas Copco	18,9	-6	-6	31,0	16,2	1,1	3 865	10,5	10,9	4,8	4,9			
Среднее								9,7	7,2	4,8	4,6			

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



Илл. 20. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 29 января 2003 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2001	2002П	2001	2002П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	8,78	1	1	10,45	4,5	7,6	999	9,6	9,5	4,4	4,8	11,2	28	ДЕРЖАТЬ
Пурнефтегаз	5	0	0	5,05	2	9,2	507	23,6	14,2	8,8	6,7	2,4	-52	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	2,35	-2	-2	3	1,93	0,9	173	4,0	4,5	5,1	4,2	4,5	91	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	81	0	195	100	67	0,3	287	3,4	3,8	2,0	1,6	140	73	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,143	9	6	0,183	0,105	27,6	149	2,9	Н/Д	1,8	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	2,45	0	0	3,1	2,1	10,9	44	10,1	Н/Д	2,1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Кузбассэнерго	0,2229	17	14	0,223	0,125	60,1	135	Н/М	Н/Д	3,4	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Новосибирскэнерго	3,8	0	0	4	1,95	0,0	51	Н/М	Н/Д	11,7	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Пермэнерго	4,25	102	98	4,25	1,42	17,8	154	12,1	Н/Д	3,2	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Ростовэнерго	0,028	34	34	0,028	0,011	16,9	86	21,4	Н/Д	6,5	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Самараэнерго	0,033	0	0	0,042	0,026	19,7	114	9,8	Н/Д	3,6	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Свердловэнерго	0,215	0	0	0,215	0,119	24,1	112	22,1	Н/Д	1,7	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Челябэнерго	0,023	109	109	0,023	0,005	0,7	107	49,5	Н/Д	3,6	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Телекомы														
Башинформсвязь	0,0462	0	0	0,0875	0,042	7,9	45	4,2	1,2	2,2	1,0	0,07	52	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	1,203	-4	-5	1,38	0,81	67,3	130	14,7	6,1	6,1	2,7	1,66	38	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,356	-8	-6	0,528	0,345	25,2	193	16,7	14,5	4,4	3,8	0,42	18	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,02	-9	-10	0,03	0,02	40,67	77	9,7	10,4	5,2	3,1	0,04	59	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,014	5	2	0,778	0,009	58,3	119	95,5	11,4	11,0	2,8	0,027	99	ПОКУПАТЬ
ЦентрТелеком	0,2356	-14	-12	0,352	0,191	84,3	134	35,7	11,6	13,7	3,6	0,38	61	НАКАПЛИВАТЬ
ЮжТелеком	0,0685	-4	-6	0,0975	0,05	70,3	100	9,4	3,7	6,1	2,4	0,13	90	НАКАПЛИВАТЬ
Другие сектора														
Аэрофлот	0,335	-3	-4	0,404	0,275	51,1	372	7,0	5,1	3,5	3,2	0,349	4	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	19,15	-9	-12	38,9	19,1	163,9	584	0,9	7,2	1,9	2,5	28,0	46	СПЕК.
ГАЗ	17	9	9	39	14	37,3	90	49,8	24,9	4,2	3,2	17	0	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	192	1	1	201,5	80,5	233,5	3 763	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	220	15	СПЕК.
Челябинский трубный з-д	0,1	-3	11	0,165	0,09	6,2	47	3,3	4,8	1,5	1,7	0,2	100	ПОКУПКА

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 21. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 29 января 2003 г.

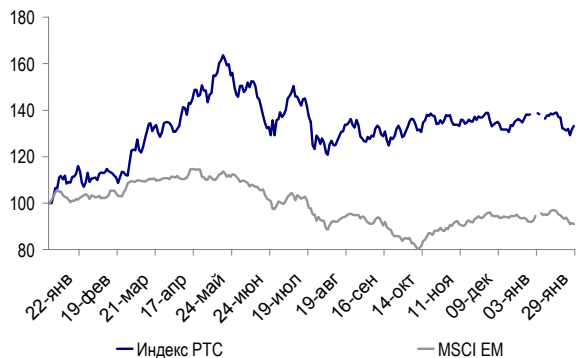
Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2002П \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Сургутнефтегаз прив.	0,220	-2	-13	0,259	0,188	243,0	27	0,0090	4	0,35	58	НАКАПЛИВАТЬ
Татнефть прив.	0,438	-3	-3	0,615	0,370	11,1	42	0,0280	6	0,66	51	ПОКУПАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,091	-16	-13	0,135	0,066	41,7	20	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	0,792	4	0	0,850	0,525	35,7	31	0,0267	3	0,94	19	НАКАПЛИВАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



Графики

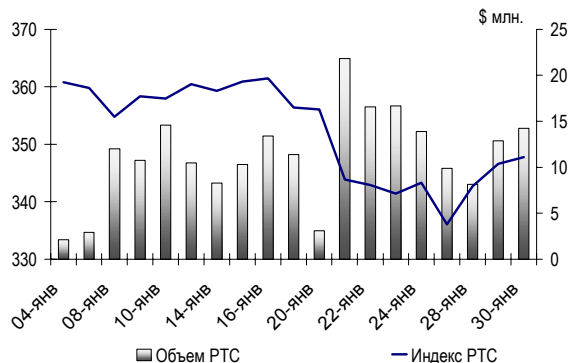
Илл. 22. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2002 года



Источники: РТС, Рейтер

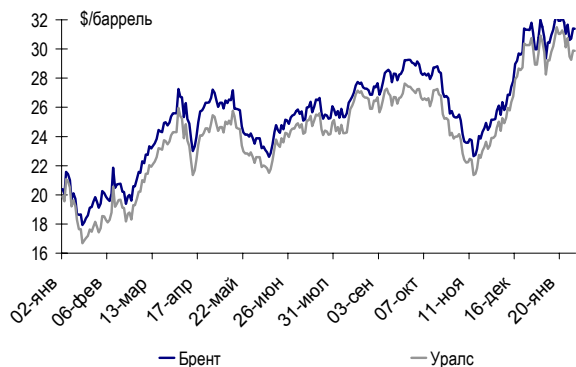
- Индекс РТС снизился в январе на 3,6% со средненежным объёмом \$11 млн.

Илл. 23. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

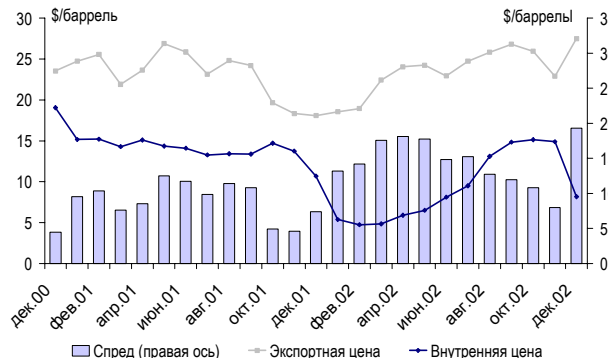
Илл. 24. Динамика цен на нефть, с начала 2002 г.



Источник: Блумберг

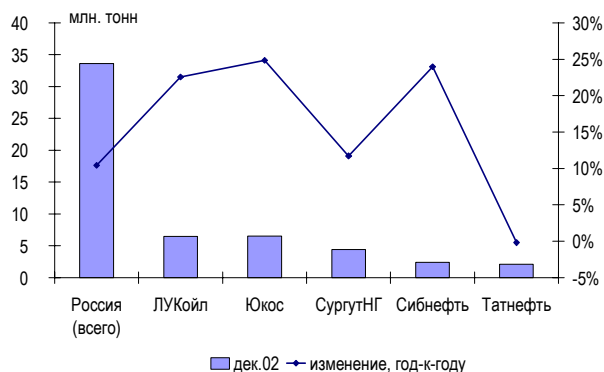
- В январе цены-спот на нефть были высоки, хотя рынок ожидал резкого падения
- Внутренние цены на нефть снова снизились до прошлогоднего уровня \$6/барр.

Илл. 25. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2002



Источник: Министерство энергетики

Илл. 26. Добыча нефти компаниями, декабрь 2002г

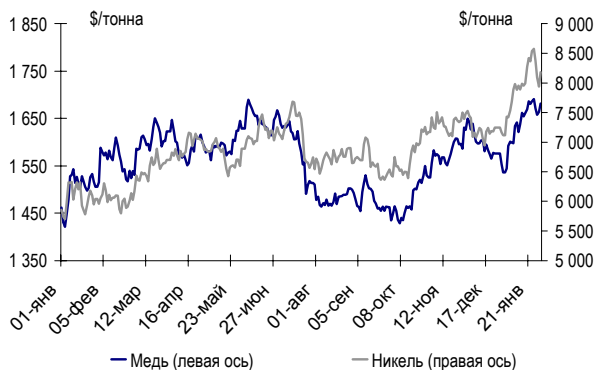


Прим.: Объёмы добычи ЛУКОЙла за 2001 г. не включают некоторые из СП, которые включаются в цифры производства за 2002 г.

Источник: Министерство энергетики

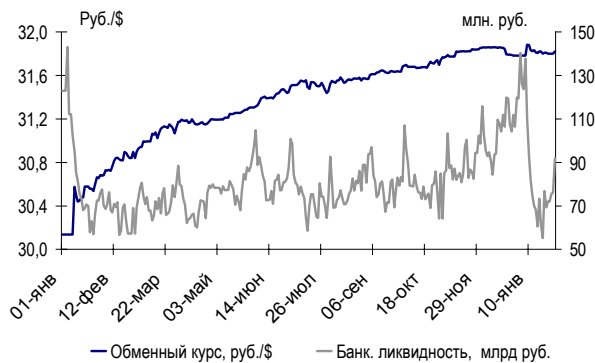
- В январе добыча нефти Юкоса приблизилась к объёму добычи ЛУКОЙла
- Цены никеля и меди в январе увеличились на 11,5% и 8,0%, соответственно

Илл. 27. Цены на медь и никель, с начала 2002 г.



Источник: Блумберг

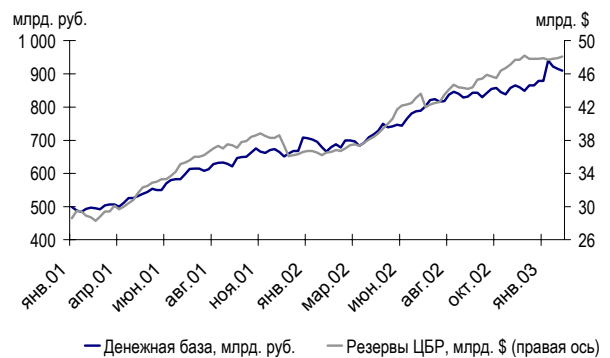
Илл. 28. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала 2002 года



Источник: ЦБР

- Аукцион по продаже Славнефти сократил рублёвую ликвидность, что помогло сохранить стабильный обменный курс в течение января
- Резервы ЦБР достигли \$47,7 млрд. к концу 2002 г., мы ожидаем уровень \$62 млрд. к 2004 г.

Илл. 29. Денежная база и резервы ЦБР, с начала 2002 года



Источник: ЦБР

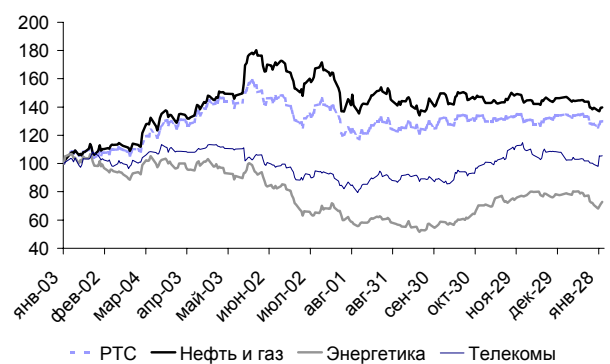
Илл. 30. Динамика промышленного производства, 2001-2002 гг.



Источник: Минфин

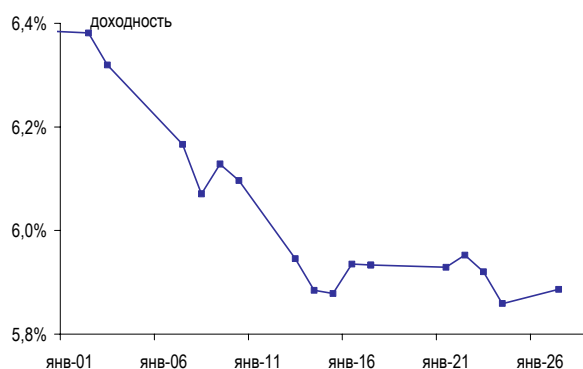
- Темп роста промышленного производства сократился в 2002 г. до 3,7%, ведомый ростом машиностроения
- Год-к-году, нефть и газ обгоняли индекс РТС, энергетика отставала

Илл. 31. Сравнительная динамика основных секторов, с начала 2002



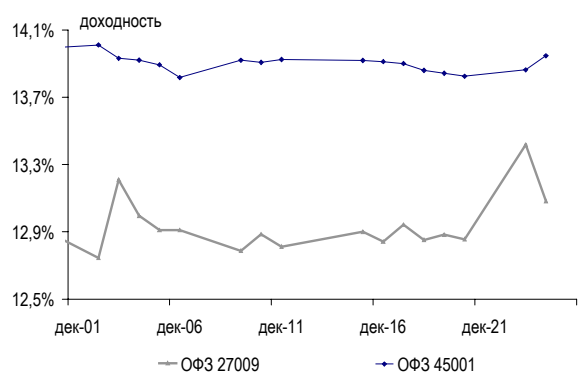
Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 32. Динамика Евро-07, с начала месяца



Источник: Рейтер

Илл. 33. Динамика ОФЗ 27005- 27018, с начала года



Источник: Рейтер

- Достаточная рублёвая ликвидность и резкое падение доходности еврооблигаций ещё дальше опустили цены ОФЗ

**Календарь событий****Илл. 34. Календарь корпоративных событий**

Дата	Компания / Сектор	Событие
Февраль		
В начале месяца	Юкос	Отчётность за 3Кв02 по U.S. GAAP
В начале месяца	ЛУКОЙЛ	Отчётность за 3Кв02 по U.S. GAAP
4	Газпром	Собрание совета директоров
10	ЗМЗ	Собрание акционеров обсудит передачу управления компанией в Северсталь-Авто
28	УАЗ	Собрание акционеров обсудит передачу управления компанией в Северсталь-Авто
В течение месяца	ОМЗ	Предварительные результаты за 2002 г.
В течение месяца	ОМЗ	Политика приобретений и поглощений

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Рост ВВП на 4,1% был вполне предсказуемым, объем инвестиций вырос всего на 2,6%

В январе политических новостей было немного, но зато появились данные о результатах за 2002 г. Основные экономические показатели соответствовали ожиданиям. Это относится, в частности, к росту ВВП на 4,1% и увеличению объема промышленного производства на 3,7% (по данным Госкомстата). Нас радует разрыв между этими двумя показателями, т.к. он свидетельствует о возросшей доле услуг в структуре ВВП. В то же время мы считаем весьма неутешительными данные о росте инвестиций на 2,6%, что намного меньше 8,7% в прошлом году и нашего скромного прогноза на текущий год в размере 3%. Мы полагаем, что медленный рост инвестиций объясняется повышением курса рубля в реальном выражении, что значительно снижает шансы сохранения нынешнего бума кредитования.

Внимание рынка будет сосредоточено на цене нефти, т.к. на долю топлива приходится 52% экспортной выручки

Мы полагаем, что в феврале частные инвесторы будут с особым вниманием следить за событиями в Ираке и ходом реформ. Высокие цены на нефть по-прежнему являются важным фактором для российского фондового рынка, т.к. поступления от экспорта нефти имеют жизненное значение для всей экономики. Несмотря на проведенные реформы, зависимость России от нефти возросла: если в 1997 г. доля экспорта топлива составила 38%, то в 2002 г. она достигла 52%. Если говорить о реформах, то мы сомневаемся в том, что можно ожидать существенного продвижения вперед в год проведения парламентских выборов.

Илл. 35. Основные события

Дата	Событие
5 января	Резервы ЦБР на конец 2002 г. составили \$47,7 млрд. при курсе 31,78 руб./\$, но торговый излишек составил только \$45 млрд. Несмотря на то, что резервы на начало декабря составили \$48,2 млрд., ЦБР потратил около \$0,5 млрд. на прошлой неделе для поддержания стабильности на рынке валюты.
10 января	Профицит федерального бюджета в 2002 г 1,4% ВВП – Минфин. Наиболее позитивным фактором явилась способность правительства в 2002 г избежать существенного увеличения доходов бюджета (на 10-15%) в конце года в результате авансовых платежей крупных компаний. Вследствие этого, можно ожидать, что в январе не будет аналогичного сокращения налоговых поступлений.
13 января	ОПЕК повысил квоты на 1,5 млн. б/с с 1 февраля; цена Brent остаётся высокой на уровне \$30,4/баррель. Недавнего повышения квот ОПЕК на 1,3 млн. б/с оказалось недостаточно для покрытия дефицита на рынке нефти, вызванного длительной забастовкой в Венесуэле. Цена нефти марки Brent остаётся выше \$30 за баррель непрерывно в течение трёх недель. Мы ожидаем, что цены на нефть останутся на таком высоком уровне, по крайней мере, до конца марта, когда ОПЕК и независимые производители смогут компенсировать сокращение мировых запасов добытой нефти, а добыча в Венесуэле вернётся к нормальному уровню.
14 января	Объем внешних заимствований российских компаний в 2002 г составил \$7,5 млрд., отток капитала снизился по итогам года на 19% – ЦБР. В соответствии с предварительными данными ЦБ, отток капитала по итогам прошлого года составил \$13,8 млрд по сравнению с \$17 млрд в 2001 г. В то же время, объем привлечения средств российскими компаниями на международных рынках капитала вырос более, чем в 9 раз – до \$7,5 млрд с \$0,8 млрд в 2001 г.
15 января	Агентство S&P считает, что получение РФ инвестиционного рейтинга «займет время». В сообщении агентства отмечается, что, несмотря на прогресс, достигнутый РФ в проведении налоговой реформы, получение страной инвестиционного уровня рейтинга может занять некоторое время. В настоящее время рейтинг РФ по методологии агентства находится на уровне «ВВ» – на две ступени ниже инвестиционного уровня. На наш взгляд, причиной, затрудняющей получение РФ инвестиционного рейтинга в текущем году являются предстоящие в декабре парламентские выборы и президентские – в марте 2004 г. В то же время, в случае, если экономическая ситуация в РФ не изменится в худшую сторону после выборов, достижение страной инвестиционного уровня возможно уже в 2004 г.
21 января	Рост промышленного производства в РФ в 2002 г составил 3,7% – Госкомстат. Ранее Минэкономразвития оценивало промышленный рост по итогам года на уровне 3,9%. С точки зрения разбивки по секторам, максимальный рост был зарегистрирован в топливной промышленности (+7%). В то же время темп роста в машиностроении резко снизился – до 2% в 2002 г по сравнению с 7,2% в 2001 г. Такое изменение структуры ВВП делает экономику менее зависимой от наблюдающегося укрепления реального курса. Именно последний фактор (по нашей оценке, укрепление реального курса рубля составило в 2002 г 7%) способствовал серьезному сокращению темпов роста в машиностроении.
27 января	Доллар сейчас стоит \$1.09/€; мы сохраняем прогнозы роста в 2003 г. ВВП на уровне 3,8% и инвестиций на 2,5%. На ожиданиях войны в Ираке доллар ослаб и достиг уровня \$1.09/€. Хотя сильный евро выгоден некоторым российским производителям, которые конкурируют с импортом из Европы, слабый доллар снизит прибыльность экспортно-ориентированных отраслей. Привлекательность российского экспорта, 52% которого в 2002 г. составляло топливо, фактически нейтральна к волатильности валюты. Сильный евро серьезно не повлияет на российский бюджет, так как увеличение доходов от экспортных пошлин на нефть (выраженных в евро) скомпенсирует отрицательный эффект увеличения стоимости долга.
27 января	Инфляция в РФ в 2002 г составила 15,1%, в январе превысит 2% – министр финансов РФ Алексей Кудрин. По итогам 2002 г рост потребительских цен превысил показатель, заложенный в бюджет (14%) и составил 15,1%. По нашей оценке инфляция в январе, хотя и будет ниже 3,1%, зафиксированной в январе прошлого года, останется типично высокой для начала года и составит 2-2,6%. Причиной сохранения высокой инфляции является увеличение ряда ставок налогообложения (на газ и другие продукты нефтяной отрасли). Основное отличие факторов инфляционного давления в текущем году станет более умеренный рост тарифов естественных монополий (на 20% – на газ и на 14% – на электроэнергию). Поэтому мы считаем, что рост потребительских цен в 2003 г снизится до уровня 12%.

Источник: оценки Альфа-Банка



Илл. 36. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П	2003П
На январь							
Инфляция	2,3	1,5	8,5	2,3	2,8	3,1	2
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,6	6,03	22,8	28,55	28,37	30,69	31,82
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	14	15,4	11,6	12,9	29,6	36,4	48,9

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

Илл. 37. Макроэкономические индикаторы

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

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



Новости компаний и отраслей

Константин Резников
(7 095) 795-3612

Анна Бутенко
(7 095) 795-3745

При цене на нефть \$24/баррель, выручка компаний вырастет на 7% в 2003 г.

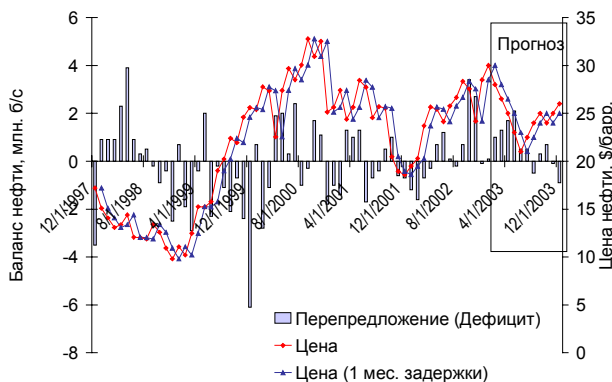
Мы повысили прогноз по средней цене Brent в 2003 г. до \$24/баррель и в 2004 г. до \$21/баррель

Нефть и газ

При корректировке прогноза цен на нефть на 2003-2004 гг. с учетом ситуации вокруг Ирака мы использовали расчетную цену из нашего «мягкого сценария войны» (подробнее см. аналитическую записку от 17 января «Цены на нефть в 2003-2004 гг. останутся высокими»). Вместе с тем мы учли возросшую вероятность ряда факторов, обуславливающих более жесткие сценарии, а также недавние события, в частности, заявление руководителя группы инспекторов ООН по вооружениям о том, что крайний срок предоставления отчета Совбезу (27 января) не должен рассматриваться как водораздел между мирным решением и войной. Мы полагаем, что период неопределенности, связанный с возможностью начала войны, может вполне затянуться до конца февраля.

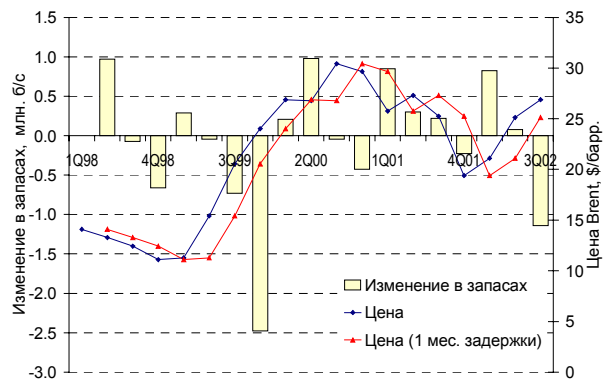
При составлении прогноза соотношения спроса и предложения на мировом рынке нефти и оценке нынешнего уровня запасов нефти в странах ОЭСР мы повысили прогноз по средней цене Brent на 2003 г. до \$24/баррель и на 2004 г. до \$21/баррель. По нашим оценкам, впоследствии, к 2005 г., цена нефти восстановится до среднего многолетнего уровня (\$20/баррель).

Илл. 38. Соотношение спроса и предложения и цена Brent



Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Илл. 39. Поквартальное изменение размера запасов нефти в странах ОЭСР и цена Brent



Источники: Bloomberg

Кроме того, мы хотели бы указать на ряд возможных событий, которые могут заставить нас пересмотреть прогноз как по цене нефти, так и по направлению ее изменения. К ним можно отнести:

- быстрое и эффективное смещение режима Саддама Хусейна – снижение цены
- продолжение периода неопределенности, связанной с возможностью начала войны, до сентября – небольшое повышение
- более жесткие сценарии войны – значительный рост

Положительный эффект от скачков нефтяных цен для акций будет нивелирован негативным настроением рынка

Хотя в любой другой ситуации такие события можно было бы рассматривать как признаки «бычьего» настроения рынка, скачки нефтяных цен вверх до их среднего уровня вряд ли приведут к существенному росту цен акций ведущих российских нефтяных компаний. Исключительно высокие нефтяные цены будут сочетаться с падением уровня потребления и соответственно со снижением цен акций на мировых рынках. И, как это обычно бывает во время тотального разочарования на фондовых рын-



ках, негативный настрой, вероятно, окажется сильнее повышательной тенденции, создаваемой высокими ценами на нефть.

Сопоставление средней цены Brent за 2002 г. и прогноз цены на текущий год показывает, что в 2003 г. следует ожидать лишь незначительного снижения (на \$1/баррель по сравнению с 2002 г., или -4%), которое с лихвой будет компенсировано ожидающимся ростом добычи у российских нефтяных компаний (+7,7%).

Повышение прогноза по цене нефти привело к увеличению расчетной выручки и EBITDA за 2003 г. на 14% и 19%

Исходя из нашего нового прогноза по экспортной цене нефти (+21,6% относительно прежних оценок), мы повысили прогноз по выручке пяти ведущих компаний за 2003 г. в среднем на 13,7%. Больше всего выручка вырастет у Сургутнефтегаза и Юкоса: доля экспортируемой нефти в общем объеме добычи у них больше. По нашим оценкам, в 2003 г. выручка у пяти компаний увеличится по сравнению с прошлым годом на 6,5%, а EBITDA – на 13,4%. Несмотря на то, что новый прогноз EBITDA на 2003 г. больше всего отличается от старого у Татнефти (+27,6%, т.к. показатели компании очень сильно зависят от экспортных цен), мы по-прежнему считаем, что в годовом исчислении лидером по темпам роста EBITDA будет Юкос (+20,9%). У ЛУКОЙла EBITDA и чистая прибыль вырастут в 2003 г. соответственно на 14,3% и 21,1% (самый высокий показатель в данной группе) в результате разовой сделки по продаже доли участия в проекте Азери-Чираг-Гюнешли.

Илл. 40. Изменение расчетных показателей в результате повышения прогноза по цене сорта Brent на 2003-2004 гг.

	ЛУКОЙл	Юкос	Сургутнефтегаз	Сибнефть	Татнефть	Средний показатель
Выручка						
2002 (оц.)	13 101	10 885	7 107	4 259	3 923	
2003 (старый прогноз)	11 486	11 153	6 445	4 362	3 212	
2003 (новый прогноз)	13 091	12 814	7 469	4 838	3 631	
Изменение, новый / старый прогноз, %	14,0%	14,9%	15,9%	10,9%	13,0%	13,7%
2004E (старый прогноз)						
2004E (старый прогноз)	11 932	11 593	7 262	4 841	3 416	
2004E (новый прогноз)	12 343	12 023	7 536	4 973	3 534	
Изменение, новый / старый прогноз, %	3,4%	3,7%	3,8%	2,7%	3,5%	3,4%
EBITDA						
2002 (оц.)	4 159	4 405	2 958	1 876	1 089	
2003 (старый прогноз)	3 857	4 792	2 570	1 944	853	
2003 (новый прогноз)	4 756	5 328	3 066	2 184	1 089	
Изменение, новый / старый прогноз, %	23,3%	11,2%	19,3%	12,4%	27,6%	18,8%
2004E (старый прогноз)						
2004E (старый прогноз)	3 484	5 022	3 065	2 239	957	
2004E (новый прогноз)	3 732	5 171	3 214	2 312	1 023	
Изменение, новый / старый прогноз, %	7,1%	3,0%	4,9%	3,3%	6,9%	5,0%
Чистая прибыль						
2002 (оц.)	2 372	3 334	1 743	1 093	614	
2003 (старый прогноз)	2 199	3 552	1 387	953	410	
2003 (новый прогноз)	2 873	3 958	1 764	1 145	587	
Изменение, новый / старый прогноз, %	30,6%	11,4%	27,1%	20,2%	43,1%	26,5%
2004E (старый прогноз)						
2004E (старый прогноз)	1 950	3 678	1 702	1 066	504	
2004E (новый прогноз)	2 135	3 790	1 816	1 121	553	
Изменение, новый / старый прогноз, %	9,5%	3,0%	6,7%	5,2%	9,9%	6,9%

Источник: оценка Альфа-Банка

Газпром

Илл. 41. 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	5,3	4,8	5,9	5,5
EV/ЕБИТДА	5,9	4,6	5,1	4,9
Капитализация, млн. \$	17 783			
EV, млн. \$	29 683			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	184			
Количество акций, млн.	23 674			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 42. 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

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 43. Основные события

Дата	Событие
21 января	Совет директоров Газпрома одобрил выпуск еврооблигаций, и в феврале обсудит программу капитальных вложений. Совет директоров Газпрома одобрил выпуск еврооблигаций на сумму до \$1 млрд. со сроком обращения до 10 лет, которые будут размещены преимущественно в США. Принимая во внимание то, что российские инструменты с фиксированным доходом сейчас достаточно сильны, скорее всего, эмитент хорошо разместит их, и доходность по ним может опуститься ниже уровня в 9,5%. В этом случае. Они бы были прекрасной заменой более дорогим краткосрочным долгам, номинированных в рублях.
23 января	Газпром назначил дату проведения общего собрания на 27 июня. Менеджмент Газпрома предложил совету директоров провести общее собрание акционеров 27 июня. Как ожидается, совет директоров одобрит эту дату на встрече 4 февраля. Регистрация для участия в общем собрании будет закрыта 11 мая.
28 января	Казахстан торопит ЛУКОЙЛ и Газпром разрабатывать месторождение на шельфе Каспия, с запасами в 3,1 млрд. бнэ. Казахстан не удовлетворён прогрессом разработки нефтегазового месторождения Центральное на Каспийском шельфе. Согласно двустороннему соглашению между Россией и Казахстаном, на шельфе Каспийского моря должны совместно разрабатываться три месторождения. Казахойл (доля 50%), ЛУКОЙЛ (25%) и Газпром (25%) разрабатывают месторождение Центральное, в котором, по оценкам, находится 3,1 млрд. бнэ запасов нефти и газа. Примерно 75% от этой цифры — запасы газа. Казахстан торопит российские компании начать разведку этого месторождения, что будет стоить несколько сот миллионов долларов. Однако этот проект не является приоритетным для ЛУКОЙЛа или Газпрома. Более того, низкие внутренние цены на газ подрывают экономическую целесообразность разработки шельфовых газовых месторождений.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 44. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	13 562	13 180	13 091	12 343
ЕБИТДА, млн. \$	3 834	4 195	4 756	3 732
Чистая прибыль, млн. \$	2 109	2 394	2 873	2 135
P/E	5,8	5,1	4,3	5,8
EV/ЕБИТДА	3,7	3,4	3,0	3,8
Капитализация, млн. \$	12 291			
EV, млн. \$	14 332			
Добыча, млн. бнэ	572			
Запасы, млн. бнэ	16 652			
Количество акций, млн.	851			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 45. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Развитие активов в странах Восточной Европы (30% перерабатывающих мощностей)
- Приобретение 23% Hellenic Petroleum (Греция)

Угрозы

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

Источник: оценки Альфа-банка



Илл. 46. Основные события

Дата	Событие
8 января	BP Finance погасит конвертируемые облигации на АДА ЛУКОЙЛА 10 февраля. BP Finance p.l.c (как эмитент) разослал держателям уведомление о досрочном погашении конвертируемых облигаций на АДА ЛУКОЙЛА. Компания намерена полностью погасить облигации 10 февраля 2003 г. Если держатель акции не обменяет облигации на АДА ЛУКОЙЛА до этой даты, BP Finance p.l.c выкупит все облигации в обращении по номинальной стоимости \$1000.
13 января	ЛУКОЙЛ намерен в 2003 г. повысить добычу нефти на 2,4%, а газа — на 12%. Совет Директоров ЛУКОЙЛА заявил, что в 2002 г. компания добыла 78,2 млн. т нефти, что на 2,2% больше объёма 2001 г., скорректированного на состав группы. В 2002 г. запасы увеличились на 196 млн. т, и т.о. коэффициент восполнения запасов составил 250%. Добыча газа выросла на 5% до 5,1 млрд. куб. м. Компания увеличила экспорт сырой нефти до 34,2 млн. т, или что составило 45% объёма добычи нефти ЛУКОЙЛА в России. В результате приобретения НОРСИ переработка нефти на российских заводах выросла на 14,8%. Однако из-за остановки производства на румынском НПЗ Petrotel суммарные объёмы переработки в прошлом году увеличились только на 9,2%. По словам представителей компании, капитальные расходы сократились в прошлом году на 23% до \$2,4 млрд., что имело положительный эффект на чистый денежный поток. Менеджмент ожидает, что инвестиции сохранятся в 2003 г. на уровне около \$2,4 млрд.
17 января	ЛУКОЙЛ надеется вернуть 69% в \$4 миллиардном иракском проекте Западная Курна. Представители Лукойла объявили, что в ходе переговоров с Ираком достигнута договоренность о возврате 69% в гигантском нефтяном проекте Западная Курна. В конце прошлого года Ирак разорвал \$4 млрд. контракт с Лукойлом, обвиняя компанию в проведении переговоров с США. Лукойл хотел получить гарантии от администрации США относительно того, что возможные изменения режима в Ираке не коснутся позиций Лукойла в стране. Резервы месторождения оцениваются в 7.3 млрд. баррелей, и представляет особую важность для Лукойла, так как разработка месторождения могла бы ускорить рост производства и его эффективность в случае отмены санкций ООН против Ирака. Однако Ирак отрицает позитивные результаты переговоров с Лукойлом относительно возврата доли компании в проекте.
17 января	ЛУКОЙЛ планирует построить 110 бензозаправочных станций в Санкт-Петербурге в 2003. Лукойл объявил о планах в этом году построить 110 новых бензозаправочных станций в Санкт-Петербурге, однако, компания пытается начать розничную экспансию во втором по величине российском городе уже несколько лет. На настоящий момент Лукойл располагает около 10 станциями в городе. Местные компании играют доминирующую роль на розничном рынке топлива в Санкт-Петербурге, и нефтяные компании пока не смогли занять серьезную долю рынка. Сургутнефтегаз, Славнефть и Юкос также объявляли об интересе к данному рынку. По информации Ведомостей, Лукойл в этом году может спонсировать 300-летие Санкт-Петербурга в размере \$3 млн., и, соответственно, заручиться поддержкой местной администрации в вопросе получения выхода на данный рынок.
21 января	ЛУКОЙЛ ожидает, что до 2010 г. средний темп роста добычи нефти составит 4%, а добыча газа увеличится в 15 раз. ЛУКОЙЛ подтвердил свои планы по увеличению добычи нефти к 2010 г. до 105-110 млн. т (2,1–2,2 млн. б/с), что соответствует ежегодному росту на 3,8–4,4%. В то же время ЛУКОЙЛ повысил плановый уровень добычи газа в 2010 г. до 78 млрд. куб. м, тем самым подразумевая его увеличение с 5,1 млрд. куб. м в 2002 г. на 40,6% ежегодно. В этом году ЛУКОЙЛ намерен нарастить объём добычи нефти на 2,4% до более чем 80 млн. т (1,6 млн. б/с), тогда как добыча газа запланирована на уровне 5,7 млрд. куб. м, на 12% больше год-к-году. Компания настроена более агрессивно в отношении добычи газа и ожидает утроения её объёмов до 15 млрд. куб. м к 2005 г. Однако мы считаем, что добыча газа сильно зависит от внутренних цен, так как у российских нефтяных компаний нет доступа к экспортным рынкам. Так как внутренний рынок газа вряд ли будет либерализован в среднесрочном периоде, в ДДП-модели ЛУКОЙЛА мы использовали более консервативный прогноз роста добычи газа на 20% в 2004-2010 гг.
28 января	Казахстан торопит ЛУКОЙЛ и Газпром разрабатывать месторождение на шельфе Каспия, с запасами в 3,1 млрд. бнэ. Казахстан не удовлетворён прогрессом разработки нефтегазового месторождения Центральное на Каспийском шельфе. Согласно двустороннему соглашению между Россией и Казахстаном, на шельфе Каспийского моря должны совместно разрабатываться три месторождения. Казахойл (доля 50%), ЛУКОЙЛ (25%) и Газпром (25%) разрабатывают месторождение Центральное, в котором, по оценкам, находится 3,1 млрд. бнэ запасов нефти и газа. Примерно 75% от этой цифры — запасы газа. Казахстан торопит российские компании начать разведку этого месторождения, что будет стоить несколько сот миллионов долларов. Однако этот проект не является приоритетным для ЛУКОЙЛА или Газпрома. Более того, низкие внутренние цены на газ подрывают экономическую целесообразность разработки шельфовых газовых месторождений.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 47. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 576	4 259	4 838	4 973
EBITDA, млн. \$	1 719	1 876	2 184	2 312
Чистая прибыль, млн. \$	1 305	1 093	1 145	1 121
P/E	7,1	8,5	8,1	8,2
EV/EBITDA	6,2	5,6	4,8	4,6
Капитализация, млн. \$	9 246			
EV, млн. \$	10 584			
Добыча, млн. бнэ	151			
Запасы, млн. бнэ	4 646			
Количество акций, млн.	4 741			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 48. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Высокий профессиональный уровень руководства компании Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 13% Омский НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (87%)

Источник: оценки Альфа-банка

**Илл. 49. Основные события****Дата Событие**

- 13 января **Сибнефть будет перерабатывать газ посредством 49% в Ноябрьском ГПП Сибура.** Сибнефть и Сибур учредят СП для совместного управления Ноябрьским газоперерабатывающим предприятием (ГПП). Доля Сибура в СП составит 51%, у Сибнефти – 49%, и нефтяная компания будет поставлять попутный газ на ГПП. Пока размер вложений. Этот альянс является закономерным для партнеров, так как основная добыча Сибнефти расположена в Ноябрьске. Сибнефть производит более 1 млрд. куб. м. попутного газа в год, и компания искала возможности использовать этот газ. СП планирует инвестировать средства в газотурбинные электростанции и переработку произведенного газа. Сибур, который планировал инвестировать до \$200 млн. в энергетику, мог бы реализовать эти планы посредством альянса с Сибнефтью. В то же время Сибнефть получит через Сибур доступ к газовым трубопроводам Газпрома.
- 21 января **Сибнефть и ТНК заплатили правительству \$1,86 млрд. за 75% Славнефти.** По заявлению обеих компаний, 18 января они заплатили \$1,86 млрд. за пакет из 74,95% акций Славнефти, а 21 января правительство перевело акции в Invest Oil, которая представляет покупателей. Т.о. мы ожидаем, что на запланированном внеочередном собрании акционеров Славнефти 25 января акционеры проголосуют за отмену обязательства Invest Oil выкупить акции миноритариев Славнефти.
- 26 января **Акционеры Славнефти освободили Сибнефть и ТНК от выкупа миноритарных пакетов.** На внеочередном собрании акционеры Славнефти приняли решение освободить Сибнефть и ТНК от обязательства выкупить 1% акций Славнефти принадлежащих миноритарным акционерам. При текущей цене акции этот пакет оценивается в \$25 млн., и новые владельцы Славнефти решили отложить платежи за миноритарные пакеты Славнефти и её дочерних компаний. На этом этапе Сибнефть и ТНК ведут переговоры о судьбе Славнефти – либо разделение на две части, либо слияние с одной из компаний. Метод и сроки консолидации миноритарных пакетов в Славнефти и ее дочерних компаниях зависят от исхода этих переговоров.
- 27 января **Сибнефть планирует увеличить производство на 25% до 660 тыс.б.д. в 2003.** Сибнефть увеличила производство нефти на 27,4% в 2002 до 26,3 млн. тонн (527 тыс.б.с.). Благодаря поставкам нефти на Московский НПЗ, компания переработала на 19,3% сырой нефти больше (15,8 млн. тонн), чем в прошлом году. В рамках расширения розничной сети, Сибнефть прибавила 300 АЗС, и к концу года их число составило 1100. Более важным является то, что Сибнефть увеличила экспорт нефти на 48,4% до 10,9 млн. тонн (217 тыс.б.с.) в прошлом году, доведя долю экспорта до 41,2% от добычи. Кроме того, Сибнефть дополнительно экспортировала 3,6 млн. тонн нефтепродуктов, что на 53,7% превысило уровень прошлого года.

*Источник: оценки Альфа-Банка***Сургутнефтегаз****Илл. 50. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	5 612	7 103	7 469	7 536
ЕБИТДА, млн. \$	2 602	2 954	3 066	3 214
Чистая прибыль, млн. \$	1 840	1 740	1 764	1 816
P/E	5,9	6,2	6,1	6,0
EV/ЕБИТДА	2,8	2,5	2,4	2,3
Капитализация, млн. \$	7 264			
EV, млн. \$	7 264			
Добыча, млн. бнэ	321			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	43 428			

*Источник: оценки Альфа-банка***Илл. 51. 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

*Источник: оценки Альфа-банка***Татнефть****Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 482	3 923	3 631	3 534
ЕБИТДА, млн. \$	831	1 089	1 089	1 023
Чистая прибыль, млн. \$	702	614	587	553
P/E	2,3	2,7	2,8	3,0
EV/ЕБИТДА	2,7	2,1	2,1	2,2
Капитализация, млн. \$	1 697			
EV, млн. \$	2 283			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 455			
Количество акций, млн.	2 326			

*Источник: оценки Альфа-банка***Илл. 53. 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)

Источник: оценки Альфа-банка

Юкос

Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	8 985	10 885	12 814	12 023
ЕБИТДА, млн. \$	3 904	4 405	5 328	5 171
Чистая прибыль, млн. \$	3 156	3 334	3 958	3 790
P/E	6,6	6,3	5,3	5,5
EV/ЕБИТДА	5,1	4,5	3,7	3,8
Капитализация, млн. \$	19 870			
EV, млн. \$	19 870			
Добыча, млн. бнэ	424			
Запасы, млн. бнэ	13 375			
Количество акций, млн.	2 237			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 55. 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 АЗС и НПЗ к 2005

Угрозы

- Компания находится под полным контролем ее руководства

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 56. Основные события

Дата	Событие
15 февраля	Акционеры Юкоса утвердили промежуточные дивиденды за 9М02 в размере \$0,18 на акцию; новость уже учтена в цене. Внеочередное собрание акционеров Юкоса 31 декабря 2002 г. утвердило выплату промежуточных дивидендов за 9М02 общей суммой 12,75 млрд. руб. (около \$400 млн.) или 5,70 руб. (\$0,179) на обыкновенную акцию. Дата составления списка была установлена на 15 ноября 2002 г., выплата должна завершиться к 1 марта 2003 г. Однако эта положительная новость уже учтена в ценах акций Юкоса. В целом, мы ожидаем, что Юкос может выплатить \$550 млн. дивидендов за 2002 г., и т.о. дополнительные дивиденды за оставшийся период финансового года ожидаются на уровне \$0,066 на акцию, что даст 0,7% дивидендного дохода.

Источник: оценки Альфа-Банка

Андрей Богданов

(7 095) 795-3613

Елена Роговина

(7 095) 795-3742

Телекомы

Операторы альтернативной связи

Голден Телеком

Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	140	201	345	395
ЕБИТДА, млн. \$	24	61	121	146
Чистая прибыль, млн. \$	-39	28	48	62
P/E	N/3	11,3	6,6	5,2
EV/ЕБИТДА	12,3	4,8	2,4	2,0
Капитализация, млн. \$	318			
EV, млн. \$	294			
Кол-во акций, млн.	24			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 58. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Очень низкая ликвидность

Возможности

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

Угрозы

- Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 59. Основные события

Дата	Событие
29 января	ЕБИТДА Голден Телекома в 2003 г. составит \$100-120 млн., на 97% выше год-к-году. Голден Телеком подтвердил свой прогноз ЕБИТДА на 2003 г. на уровне \$100-120 млн., что близко к нашему прогнозу \$120 млн. Исходя из того, что прогнозный уровень ЕБИТДА в 2002П г. составит \$61 млн., она увеличится в 2003 г. на 97% год-к-году. Отдельной новостью. ГТ объявил, что две его дочерние компании, Совинтел и ТелкРос, объединятся под именем первой. Однако услуги эта объединенная компания будет предоставлять под брендом Голден Телеком.

Источник: оценки Альфа-Банка

МТС

Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	893	1 497	1 929	2 424
ЕБИТДА, млн. \$	424	769	965	1 151
Чистая прибыль, млн. \$	207	327	447	603
P/E	17,9	11,3	8,3	6,1
EV/ЕБИТДА	9,5	5,2	4,2	3,5
Капитализация, млн. \$	3 708			
EV, млн. \$	4 038			
Число абонентов, '000	3 828			
Кол-во акций, млн.	100			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 61. 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

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 62. Основные события

Дата	Событие
20 января	МТС замораживает покупку УМС из-за судебного процесса со стороны акционеров Укртелекома. МТС заморозила покупку УМС из-за судебного процесса со стороны акционеров Укртелекома, которые хотят предотвратить продажу доли компании. В частности, истец хочет добиться отмены решения украинского Кабинета Министров о продаже пакета Укртелекома в УМС. Укртелекому на настоящий момент принадлежит 51% в УМС, и МТС планировала выкупить соответственно 25% у Укртелекома и 32,8% у KPN и Deutsche Telekom. Компания также имеет ряд опционных соглашений, в частности, с Укртелекомом опцион на покупку оставшихся 26% с датой исполнения начиная с 5 февраля 2003 до 5 ноября 2005, с ценой исполнения \$87,6 млн. По информации МТС, компания не намерена покупать какие-либо доли в УМС до окончания судебного процесса. Ожидалось, что покупка УМС будет объявлена в самое ближайшее время, и МТС анонсировала выпуск еврооблигаций объемом \$400 млн. для финансирования сделки.
21 января	Выпуск еврооблигаций МТС на сумму \$400 млн. может быть задержан до разрешения ситуации с УМС. МТС выпустила пресс-релиз, касающийся планов выпуска еврооблигаций. Хотя МТС сообщила примерный размер предложения, временные рамки и окончательные условия сделки будут зависеть от рыночных условий, МТС дала понять, что не ожидает, что размер предложения превысит \$400 млн. Тем не менее, мы полагаем, что сроки размещения больше зависят от разрешения ситуации вокруг приобретения УМС, чем от чего бы то ни было ещё. Хотя, с нашей точки зрения, у акционеров, подавших в суд против приобретения, нет никаких шансов на победу (они стали акционерами даже уже после того, как украинское правительство приказало Укртелекому выйти из УМС), это может вызвать задержку в процессе поглощения, что, в свою очередь, может затормозить размещение еврооблигаций.
26 января	ОАО МТС разместила 5-летние еврооблигации объемом \$400 млн под доходность 9,75% годовых. Дата погашения выпуска – 30 января 2008 г. Ставка купона – 9,75% годовых. Выпуску присвоены рейтинги «В+» агентством S&P (на две ступени ниже суверенного) и «Ва3» – агентством Moody's (на одну ступень ниже суверенного). Спрэд выпуска к синтетической кривой суверенных еврооблигаций составляет около 375 б.п.
26 января	МТС может купить УМС в конце февраля. Хозяйственный суд Киева отклонил иск от украинской компании «Элмакс», оспаривающий продажу УМС компании МТС. Однако, по словам руководителя отдела по связи с инвесторами МТС Андрея Брагинского, сделка остается отложенной до февраля.

Источник: оценка Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	423	842	1 196	1 421
ЕБИТДА, млн. \$	148	320	483	583
Чистая прибыль, млн. \$	47	138	221	264
P/E	36,2	12,4	7,7	6,5
EV/ЕБИТДА	12,6	5,9	3,9	3,2
Капитализация, млн. \$	1 710			
EV, млн. \$	1 877			
Число абонентов, '000	2 088			
Кол-во акций, млн.	54			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 64. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Уверенное лидерство на московском рынке
- Приход Альфа Групп в качестве стратегического инвестора

Слабые стороны

- Низкий ARPU новых абонентов

Возможности

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

Угрозы

- Дорогой выход на рынок Санкт Петербурга

Источник: оценки Альфа-банка



Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 65. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	273	329	398	410
EBITDA, млн. \$	126	161	214	222
Чистая прибыль, млн. \$	13	31	76	80
P/E	48,7	20,1	6,8	6,4
EV/EBITDA	5,3	4,1	3,1	3,0
Капитализация, млн. \$	577			
EV, млн. \$	664			
Используется линий, '000	164			
Кол-во акций, млн.	96			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 66. 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 в 2003 г.

Угрозы

- Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах

Источник: оценки Альфа-банка

Ростелеком

Илл. 67. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	837	871	881	900
EBITDA, млн. \$	319	382	384	386
Чистая прибыль, млн. \$	135	117	87	91
P/E	8,3	9,5	12,9	12,2
EV/EBITDA	3,0	2,5	2,5	2,5
Капитализация, млн. \$	1 030			
EV, млн. \$	955			
Кол-во акций, млн.	972			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 68. 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
- Значительная девальвация рубля

Источник: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Металлургия

ГМК «Норильский никель» опубликовал данные об объеме выпуска продукции и ее реализации. Как мы и ожидали, производство базовых металлов сократилось на 2-4%. Единственное изменение в структуре экспорта – падение доли экспорта меди с 89% в 2001 г. до 81% в 2002 г. Мы полагаем, что данная тенденция сохранится и в 2003 г. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ при расчетной цене \$29 за акцию.

Россия увеличила производство стального проката на 3,9% по сравнению с прошлым годом

По данным Госкомстата, в 2002 г. российские металлургические предприятия произвели 48,7 млн. т стального проката, что на 3,9% больше, чем в 2001 г. Первые места по объему производства этого вида продукции занимают крупнейшие меткомбинаты. Северсталь, ММК и НЛМК увеличили выпуск стального проката соответственно на 5,6%, 7,5% и 9% (это близко к нашим оценкам). НЛМК объявил о предполагаемых дивидендах за 2002 г. (в последний раз компания выплачивала их за 1994 г.).

Илл. 69. Выпуск продукции металлургическими предприятиями

	Стальной прокат, млн т			Прогноз Альфа-Банка, млн т	Расхождение с фактич. показат.
	2002	2001	Изменение, %	2002	%
Северсталь	8,5	8,1	5,6	8,5	-0,1
ММК	9,7	9,0	7,5	9,9	2,1
НЛМК	8,0	7,3	9,0	8,1	1,2
ЗСМК	5,0	4,9	2,3	4,9	-2,0
НТМК	4,7	4,5	4,5	4,8	2,1
Мечел	3,0	2,9	2,0	2,9	-2,4
НОСТА	2,1	1,9	10,6	2,1	-1,3

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Как того и ожидали аналитики, в 2002 г. российские предприятия трубной промышленности сократили выпуск труб на 5,4% (до 5,115 млн. т). ЧНТЗ сократил выпуск труб на 13,6% – с 686 тыс. т до 591 тыс. т, что соответствует нашему прогнозу (610 тыс. т). Мы соответственно сохраняем нашу рекомендацию СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА при расчетной цене \$0,2 за акцию.

В 2002 г. чистая прибыль ВМЗ выросла по сравнению с 2001 г. на 15%

Особо следует отметить показатели крупнейшего предприятия российской трубной промышленности – Выксунского металлургического завода, опубликовавшего в январе ряд важных данных о своей деятельности. Несмотря на 10%-ное сокращение производства, чистая прибыль ВМЗ выросла по сравнению с 2001 г. на 15% (до \$20 млн) при одновременном увеличении чистой рентабельности на 0,7 п.п. После выхода полного годового отчета мы скорректируем свою модель, а пока сохраняем рекомендацию СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА. Публикация плана развития на следующие 5 лет, ожидающаяся в 1-м квартале текущего года, по-прежнему является основным фактором роста акций компании в краткосрочной перспективе.

Норильский Никель

Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 378	3 378	4 125	4 348
ЕБИТДА, млн. \$	1 320	1 041	1 454	1 602
Чистая прибыль, млн. \$	469	364	834	1 013
P/E	10,8	13,9	6,1	5,0
EV/ЕБИТДА	4,1	5,2	3,7	3,4
Капитализация, млн. \$	5 048			
EV, млн. \$	5 383			
Кол-во акций, млн.	214			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 71. Краткий обзор компании

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

Источник: оценки Альфа-банка



Илл. 72. Основные события

Дата	Событие
20 января	Норильский Никель приобрёл блокирующий пакет Красноярскэнерго по \$69/кВт. Норильский Никель (НН) объявил о приобретении 19,7% уставного капитала Красноярскэнерго за \$37,9 млн., тем самым увеличив своё участие в компании с 3,7% до 23,5%. Т.о. Норильский Никель фактически приобрёл блокирующий пакет Красноярскэнерго, так как НН теперь контролирует 30% обыкновенных акций компании. Пакет был куплен примерно по \$0,25 на акцию (\$69/кВт) и EV/EBITDA 4,2. Зависимость НН от поставок энергии с Красноярскэнерго в данный момент сравнительно невелика. Мы ожидаем, что компания будет использовать этот пакет для увеличения контроля над поставками энергии на основные производственные предприятия на полуострове Таймыр в ходе реструктуризации энергетики России. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям Норильского Никеля.
23 января	Производство Норильским Никелем базовых металлов снизилось на 2-4% из-за ремонтных работ в 2002. ГКМ Норильский Никель опубликовала данные по производству и продаже базовых металлов за 2002. Компания произвела 218000 тонн никеля и 454000 тонн меди, что соответственно на 1% и 3% ниже, чем мы ожидали. Разница в основном обусловлена ремонтными работами в Заполярном филиале (в частности, на металлургическом заводе Надежда и Таймырском руднике).
24 января	Новый катализатор для ГКМ Норильский Никель: раскрытие данных по МПГ. Правительство может рассекретить информацию о запасах, объеме производства и экспорта МПГ. Кудрин заверил, что раскрытие соответствующей информации произойдет в текущем году, и что правительство постарается сделать это в 1П03. Кроме того, правительство до конца года подготовит концепцию либерализации рынка металлов платиновой группы. Эти шаги повысят прозрачность ГКМ Норильский Никель, и мы полагаем, что наряду с другими, раскрытие данной информации станет важным катализатором для акций компании в краткосрочной перспективе.
29 января	Норильский Никель увеличит экспорт никеля на 10.5% в 2003 до 230000 тонн. По словам заместителя генерального директора ГКМ Норильский Никель Максима Финского, компания планирует увеличить производство меди на 1%, и сохранить неизменным уровень производства никеля. Это соответствует нашему прогнозу роста производства в 2003 году на уровне 1,5% как по никелю, так и по меди.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 789	1 897	2 033	1 857
EBITDA, млн. \$	284	415	492	332
Чистая прибыль, млн. \$	-467	124	179	52
P/E	-2,4	9,1	6,3	21,7
EV/EBITDA	4,2	2,9	2,4	3,6
Капитализация, млн. \$	1126			
EV, млн. \$	1201			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 74. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма EBITDA (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

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 75. Основные события

Дата	Событие
20 января	Программа капитальных вложений Северстали в 2003 составит \$216 млн. Северсталь объявила о том, что запланированные капитальные вложения в 2003 составят 7 млрд. руб. (~\$216 млн.), что является значительным ростом по сравнению с оцениваемым нами уровнем 2002 года в \$110 млн. (+ 95% год-к-году). Рост связан как с запланированным ростом выпуска продукции, так и с усложнением сортамента. Как показано в иллюстрации 2, по нашим оценкам запланированный уровень инвестиций Северстали на тонну проката на 22% выше по сравнению с компаниями черной металлургии, объявившими свои планы развития на 2003 год. Одновременно Северсталь планирует увеличить выпуск проката на 2,4% с 8,5 млн. тонн в 2002 до 8,7 млн. тонн в 2003, что соответствует нашим ожиданиям. Мы полагаем, что данный высокий уровень инвестиций позволит компании расти быстрее рынка в 2003 году, и сохраняем рекомендацию Накопивать акции компании.

Источник: оценка Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Мы понижаем рекомендацию по акциям АвтоВАЗа до «СПЕКУЛЯТИВНОЙ ПОКУПКИ» при расчетной цене \$28

Машиностроение

В начале января АвтоВАЗ представил производственные показатели за 2002 финансовый год. Количество реализованных автомобилей упало на 8% до 702,966 тыс. с 767,307 тыс. в прошлом году из-за низкого спроса, который объясняется резким повышением импортных пошлин и перенасыщением рынка подержанными иномарками.

Мы изменили основу нашей модели анализа работы АвтоВАЗа по DCF и перешли с РСБУ на финансовые коэффициенты МСФО. По этой причине мы снизили расчетную цену акций АвтоВАЗа до \$28 с \$51 и нашу



рекомендацию с «ПОКУПАТЬ» до «СПЕКУЛЯТИВНОЙ ПОКУПКИ». Мы полагаем, что ключевым фактором, влияющим на котировки акций компании, станет рассматриваемое в настоящее время ГД РФ решение об ужесточении порядка импорта автомобилей, установленного для частных лиц. Предполагается, что упрощенный льготный порядок импорта для физических лиц будет отменен, т.е. может быть установлен единый порядок как для физических, так и для юридических лиц. Если эта поправка пройдет, окончательная цена автомобиля для частных покупателей, по нашему мнению, может вырасти на 30%, что, в свою очередь, повлияет на объем продаж АвтоВАЗа. Другим фактором, способным повлиять на цены акций компании, может стать ожидаемая рынком публикация промежуточной консолидированной финансовой отчетности по МСФО за девять месяцев 2002 г.

Илл. 76. Прогноз прибыли АвтоВАЗа, МСФО, \$ млн

	2001	2002 (оц.)	2003 (оц.)	2004 (оц.)	2005 (оц.)	2006 (оц.)	2007 (оц.)	2008 (оц.)	2009 (оц.)	2010 (оц.)
Выручка	3,870	3,573	3,888	4,026	4,435	4,885	5,437	5,862	6,211	6,870
Валовая прибыль	730	575	714	639	700	671	938	979	891	979
ЕБИТДА	423	318	421	327	339	263	479	479	361	394
Операционная прибыль	246	151	256	164	180	105	322	325	205	229
Прибыль до налогообложения	625	147	179	105	149	73	288	288	166	188
Чистый доход	568	72	136	80	114	55	219	219	126	143
Рентабельность										
Валовая рентабельность	19%	16%	18%	16%	16%	14%	17%	17%	14%	14%
Норма ЕБИТДА	11%	9%	11%	8%	8%	5%	9%	8%	6%	6%
Операционная рентабельность	6%	4%	7%	4%	4%	2%	6%	6%	3%	3%
Рентабельность до налогообложения	16%	4%	5%	3%	3%	1%	5%	5%	3%	3%
Чистая рентабельность	15%	2%	4%	2%	3%	1%	4%	4%	2%	2%

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 77. Сравнительная оценка АвтоВАЗа

	Рыночная капитализация		P/E		EV/S		EV/ЕБИТДА	
	\$ млн	2002 (оц.)	2003 (оц.)	2002 (оц.)	2003 (оц.)	2002 (оц.)	2003 (оц.)	
Volkswagen	13 458	5,4	5,3	0,54	0,53	4,5	4,3	
Peugeot	10 333	5,4	5,1	0,48	0,46	5,2	4,9	
Fiat	4 926	н/з	н/з	0,51	0,50	10,6	7,8	
Renault	13 617	7,1	5,8	0,90	0,85	11,5	9,4	
DaimlerChrysler	29 180	7,6	6,8	0,69	0,67	7,4	6,6	
Ford Automotive	18 369	19,0	10,0	1,15	1,19	29,5	33,6	
GM Automotive	21 741	8,1	6,5	1,19	1,22	18,5	19,0	
Среднее по развитым рынкам		8,8	6,6	0,78	0,78	12,5	12,2	
China Motors	2 495	18,7	15,6	1,64	1,52	13,3	11,3	
Hyundai Motor	4 782	4,2	3,9	0,75	0,70	6,4	6,0	
Tofas	349	12,7	11,7	0,49	0,59	4,6	5,3	
Proton	1 243	4,6	4,2	0,15	0,14	1,1	1,0	
Otosan	738	н/з	9,4	1,43	0,47	10,1	8,9	
Otokar Otobus	44	9,3	н/д	1,25	н/д	5,6	н/д	
Среднее по развивающимся рынкам		9,9	9,0	0,95	0,68	6,9	6,5	
АвтоВАЗ	600	6,8	3,51	0,24	0,22	2,23	1,30	
Дисконт к развитым рынкам		22,1	46,6	69,0	71,4	82,1	89,4	
Дисконт к развивающимся рынкам		31,2	60,8	74,6	67,6	67,5	80,1	

Примечания: н/д – те данных; н/з – не значимо

Источник: оценка Альфа-Банка



Акции АвтоВАЗа торгуются с дисконтом 30-80% к акциям аналогичных иностранных компаний

Сравнительная оценка показывает, что с учетом рассчитанного на 2002 г. коэффициента P/E акции АвтоВАЗа торгуются с дисконтом 22% к средней цене акций автомобильных компаний развитых стран и с дисконтом 31% к акциям автомобильных компаний стран с развивающимся рынком. По рассчитанному на 2002 г. коэффициенту EV/S дисконт к акциям развитых и развивающихся рынков составляет 69% и 75% соответственно. Дисконты по рассчитанному на 2002 г. коэффициенту EV/EBITDA еще больше: 82% к акциям развитых и 68% к акциям развивающихся рынков.

План публикаций ОМЗ

ОМЗ опубликовал календарь корпоративных мероприятий на два ближайших месяца. На Илл. 78 представлен список публикаций, которые могут повлиять на динамику цен акций компании.

Илл. 78. Корпоративные мероприятия ОМЗ

Дата	Событие
Февраль 2003 г.	Публикация финансовой отчетности ОМЗ (только консолидированные, не прошедшие аудит, общие данные о прибылях и заказах) Приобретения ОМЗ и его новая политика слияний и приобретений
Март 2003 г.	Последние данные о размере долга ОМЗ Последние данные об интеграции недавно приобретенных компаний и общем снижении расходов Календарь корпоративных мероприятий на 2003 финансовый год Результаты намеченного на март заседания Совета директоров

Источник: отчеты компании

По предварительным данным, ОМЗ в 2002 г. увеличили выручку по РСБУ на 12% год-к-году до \$394 млн.

ОМЗ опубликовали предварительные результаты деятельности в 2002 г. по РСБУ. Выручка компании увеличилась на 12% год-к-году до уровня \$394 млн. против \$351 млн. в 2001 г. Эта цифра на 6% превышает наш прогноз \$373 млн. Дивизионы судостроения и нефтегазового оборудования стали основными факторами роста общей выручки: их выручка увеличилась на 72% и 50% до \$32 млн. и \$113 млн. соответственно. Быстрый рост в судостроении был достигнут интенсивными приобретениями в прошлом году (6 предприятий). По информации ОМЗ, репозиционирование нефтегазового оборудования на рынке позволило увеличить его продажи.

Сегменты нефтегазового и атомного оборудования сохранили наибольшие доли в суммарной выручке группы, 29% и 18% от общей цифры. В 2001 г. их доли были равны 21% и 21%, соответственно.

Окончательная отчетность группы ожидается в феврале.

Илл. 79. Структура выручки ОМЗ, 2001-02 гг.

	Горнорудное оборудование	Металлургическое оборудование	Нефтегазовое оборудование	Оборудование для АЭС	Спецстали	Судостроение	Прочие	Всего
Выручка, \$ млн., 2001	36,7	46,6	75,1	72,5	58,4	18,6	43,1	351,0
Выручка, \$ млн., 2002	39,0	47,5	113,0	72,5	49,0	32,0	41,0	394,0
Рост, 2001-02	6%	2%	50%	0%	-16%	72%	-5%	12%
Доля сегмента в выручке, 2001	10%	13%	21%	21%	17%	5%	12%	100%
Доля сегмента в выручке, 2002	10%	12%	29%	18%	12%	8%	10%	100%

Источники: отчеты компании, оценки Альфа-Банка



Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 80. 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			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 81. 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

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 82. Основные события

Дата	Событие
27 января	По предварительным данным, ОМЗ в 2002 г. увеличили выручку по РСБУ на 12% год-к-году до \$394 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Пищевая промышленность и розничная торговля

Важным событием января стало неудачное размещение акций «Аптечные сети»,...

...означающее, что теперь инвесторы более консервативно подходят к оценке бумаг, предлагаемых в ходе IPO

ВБД приобрел склад в Новосибирске и продолжает формировать собственную сбытовую сеть

В январе на рынке ощущался некоторый ажиотаж, вызванный неудачным размещением акций ОАО «Аптечные сети 36,6» на ММВБ. В день, на который было назначено размещение, компания отказалась продать акции, сославшись на «плохую рыночную конъюнктуру» на РТС (с начала года индекс потерял около 6%). На фоне конкурентов компания смотрится неплохо, но мы все же полагаем, что цена предложения была завышенной (подробнее см. нашу аналитическую записку «Аптеки 36,6»: цена и риски высоки).

Второе размещение акций по открытой подписке на российской бирже (первым было IPO Росбизнесконсалтинга) представляло интерес с точки зрения уровня оценки акций. В прошлом году в ходе IPO Росбизнесконсалтинга цена предложения была \$0,83 и на тот момент также считалась завышенной. В результате, за период после первичного размещения она снизилась на 28% (до \$0,6). Решение ОАО «Аптечные сети 36,6» отложить продажу акций означает, что инвесторы не хотят повторять свою ошибку с Росбизнесконсалтингом, и теперь, несмотря на наличие интереса к размещаемой бумаге, более консервативно подходят к оценке ее стоимости.

Согласно информации, опубликованной в газете *Ведомости* за 30 января, ОАО «Аптечные сети 36,6» продало инвесторам 20% своих акций по цене \$9 за штуку, что соответствует нашей оценке компании. Эта информация также подтверждается пресс-релизом компании.

Вимм-Билль-Данн (наш выбор №1 среди акций компаний пищевой отрасли) сделал очередное приобретение. На этот раз компания купила складское хозяйство и холодильный комплекс в Новосибирске, примыкающие к территории ОАО «Сибирское молоко» – основного производственного предприятия группы в Сибири. Мы положительно расцениваем стратегию Вимм-Билль-Данна, ориентированную на создание собственной сбыто-



вой сети, поскольку она позволит снизить расходы на сбыт продукции, снизить риски, связанные со сторонними дистрибьюторами, совершенствовать цепочку поставок и диверсифицировать бизнес. Это, в свою очередь, будет способствовать снижению рисков компании. Мы полагаем, что создание эффективной и экономичной сбытовой сети является одним из основных факторов роста стоимости компании.

Рост рынка пива замедляется – наш прогноз роста в 2003 г. – +8,2%, до 76,2 млн гл

В декабре потребление на рынке пива снова сократилось. Хотя официальных данных на этот счет пока нет, очевидно, что рынок становится менее динамичным и что наш прогноз по темпам его роста по итогам текущего года (8,2%) не является пессимистичным. Мы полагаем, что для удержания лидерства и увеличения прибыли пивоваренным компаниям придется сосредоточить усилия на сокращении издержек. И Балтика, и Сан Интербрю уже объявили о планах по снижению издержек, которые, в случае их успешной реализации, позволят увеличить операционную рентабельность и стоимость компании.

Балтика пустила в эксплуатацию новый завод в Самарской области мощностью 1,5 млн. гл, с помощью которого надеется оптимизировать снабжение и усилить позиции в Центральном регионе. По данным, приведенным в одном из маркетинговых исследований, в настоящее время компания контролирует 25,9% российского рынка пива.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 83. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	674,6	816,2	963,2	1108,0
ЕБИТДА, млн. \$	73,7	90,1	110,2	115,6
Чистая прибыль, млн. \$	31,7	43,4	50,4	54,8
P/E	24,88	18,21	15,67	14,42
EV/ЕБИТДА	12,05	9,86	8,06	7,68
Капитализация, млн. \$	790			
EV, млн. \$	888			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 84. 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

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 85. Основные события

Дата	Событие
23 января	Вимм-Билль-Данн покупает центр дистрибуции в Сибири за 2,6 млн. долл. Вимм-Билль-Данн (ВБД), крупнейший производитель соков и молочных продуктов в России, купил 100% акций компании «Сибирский сыр» за 2,6 млн. долл. Новая компания состоит из 7,3 тыс. кв. м. складов и охладительных установок, а также офисных помещений. Склады находятся рядом с основным заводом ВБД в Сибири – Сибирским молоком, который снабжает продуктами весь регион. ВБД продолжает развитие собственной дистрибуторской сети. На данный момент, около 25% продукции распространяется через собственную сеть.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 86. 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	11,80	11,17	9,27	8,57
EV/EBITDA	7,53	6,70	5,73	5,31
Капитализация, млн. \$	1 523			
EV, млн. \$	1 532			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 87. 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

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 88. Основные события

Дата	Событие
20 января	Балтика открыла новый завод в Самаре, вложив \$36,67 за гл мощности. Балтика, крупнейший производитель пива в России, открыла новый завод в Самарской области, стоимостью \$55 млн. и мощностью 1,5 млн. гл., что добавит ещё 10% к суммарной мощности компании. Общая доля рынка трёх пивзаводов компании в прошлом году составила 25,9%. Надо отметить, что инвестиции в завод (\$36,67 за гл) оказались гораздо ниже, чем средняя стоимость покупки подобного завода (около \$112,5 за гл). Отдельно, компания объявила, что объём производства в 2002 г. составил 16 млн. гл., что на 1,3% ниже нашего прогноза в 16,2 млн. гл.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю

Илл. 89. 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	5,23	6,10	1,51	1,27
EV/EBITDA	2,10	2,54	1,23	1,12
Капитализация, млн. \$	105			
EV, млн. \$	179			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 90. 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

Источник: оценки Альфа-банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 91. Ключевые финансовые индикаторы

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

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 92. 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

Источник: оценки Альфа-банка



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Член совета директоров Сбербанка обеспокоен ростом расходов на содержание персонала

Либерализация по-прежнему является фактором роста

Результаты за 2002 г. могут оказаться лучше ожиданий рынка; наш прогноз по чистой прибыли – \$1,2 млрд

Банковский сектор

14 января состоялась организованная Альфа-Банком телеконференция с членом совета директоров Сбербанка Вадимом Клейнером, посвященная результатам декабрьского заседания совета директоров. В частности, совет директоров:

1. обязал правление Сбербанка представить предварительные результаты за 9 мес. 2002 г. (ранее совет рассматривал только итоги за год);
2. назначил дату проведения очередного заседания совета директоров, чего он раньше также не делал.

Клейнер выразил озабоченность в связи с большими расходами на персонал и тем, что руководство банка не использует возможности для увеличения прибыли. По оценкам Клейнера, прибыль можно было бы увеличить на \$1,2 млрд.

Мы полагаем, что в феврале в центре внимания Думы будет реформа банковской системы. Либерализация рынка банковских акций предусмотрена в поправках к закону «О банках и банковской деятельности», которые теперь будут обсуждаться в парламенте. Ожидается, что принятие этих поправок положительно скажется на цене акций Сбербанка.

Мы считаем, что Сбербанк останется перспективной бумагой, даже если принятие поправок к законам будет отложено: мы ожидаем, что предварительные финансовые результаты будут объявлены в марте. В последних своих заявлениях руководители Сбербанка отмечали, что чистая прибыль по МСФО может превысить \$1 млрд, и это дает основания оставить без изменения наш прогноз по этому показателю (\$1,2 млрд. по итогам 2002 г.). Вместе с тем рынок, по всей видимости, ожидал более скромного результата (на уровне \$700-900 млн.), и поэтому более высокий показатель может стать для него хорошей новостью.

Сбербанк

Илл. 93. 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	4,0	3,3	3,0	3,0
Капитализация, млн. \$	3 763			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источник: оценки Альфа-банка

Илл. 94. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источник: оценки Альфа-банка

**Илл. 95. Основные события**

Дата	Событие
14 января	Капитальные вложения Сбербанка на сумму \$900 млн. будут обсуждены в феврале; выпуск АДР маловероятен. Альфа-Банк провёл телеконференцию с участием Вадима Клейнера, члена Совета Директоров Сбербанка. Клейнер представил результаты собрания Совета Директоров, которое прошло в декабре. По словам Клейнера, собрание Совета Директоров показало два достижения. Во-первых, по запросу представителя миноритарных акционеров Совет Директоров обсудил результаты банка за 9M02, тогда как ранее, он утверждал только результаты за год. Однако, менеджменту не удалось представить убедительное объяснение снижения резервов по кредитам в 9M02 до уровня 5,2%. Клейнер также выразил обеспокоенность размером затрат на персонал, которые равны 91% чистой прибыли. В этом отношении, низкая чистая прибыль Сбербанка на одного работника, равная \$3608, — в основном результат неэффективной затратной политики.
20 января	Менеджмент Сбербанка ожидает, что прибыль за 2002 по IAS превысит \$1 млрд.; мы сохраняем наш прогноз на уровне \$1,2 млрд., и рекомендацию Покупать акции компании. Представители менеджмента Сбербанка заявили, что чистая прибыль согласно IAS за 2002 скорее всего, превысит прибыль по РСБУ, и составит более \$1 млрд. Мы полагаем, что предварительные финансовые результаты будут объявлены в феврале-марте, в то время как полные результаты по IAS будут готовы к общему собранию, которое обычно проводится в июне. Мы повторяем прогноз чистой прибыли на уровне \$1,2 млрд., и прогноз балансовой прибыли в размере \$1,5 по МСБУ. Основываясь на прогнозируемых результатах за 2003, Сбербанк торгуется на уровне 0,8 P/BV и 3,0 P/E, с постоянным дисконтом к аналогичным банкам в 40-60%. Мы повторяем рекомендацию Покупать акции компании с целевой ценой в \$265 за обыкновенную акцию.

Источник: оценки Альфа-Банка



Валентина Крылова

(7 095) 795-3742

Екатерина Леонова

(7 095) 785-9678

Рынок облигаций

Котировки российских облигаций резко выросли в результате пересмотра инвестиционных портфелей на 2003 г.

В феврале цены российских долговых обязательств будут стабильными, несмотря на напряженность на мировой арене

Как мы и предполагали, в январе российские долговые обязательства продемонстрировали впечатляющий рост. В частности, по итогам месяца котировки еврооблигаций повысились на 1,5-3,5%, а рост в секторе ОВВЗ достигал 2,9-5,1% на фоне высокой активности. Основные покупки происходили в первой половине января и были обусловлены пересмотром инвестиционных портфелей на 2003 г. Благоприятная макроэкономическая ситуация в России обусловила снижение рисков инвестирования в российские долговые инструменты и, соответственно, рост спроса на них. После незначительной технической коррекции 15-22 января рост цен на российском долговом рынке возобновился. Купонные выплаты по Евро-05 и Евро-18 общим объемом \$320,6 млн поддерживали восходящий ценовой тренд. Несмотря на напряженность на многих развивающихся рынках, среди российских облигаций в течение месяца преобладал рост котировок. Чувствительность российского рынка к внешним новостям остается достаточно низкой.

Мы полагаем, что цены российских облигаций достигли своего справедливого уровня и их существенный рост в ближайшее время маловероятен. В то же время пока нет серьезных причин для сильного падения котировок, поэтому, на наш взгляд, изменение котировок в феврале не превысит $\pm 1,5\%$. Несмотря на снижение зависимости российского долгового рынка от внешних новостей, волатильность цен в феврале возрастет вследствие роста общей нестабильности. Угроза войны в Ираке и переживаемые некоторыми развивающимися рынками трудности способны вызвать резкие колебания на финансовых рынках.

Илл. 96. Основные события

Дата	Событие
8 января	Агентство Fitch понизило суверенный рейтинг Уругвая до уровня «В-» с «В», прогноз отрицательный.
7-9 января	Некоторые страны с развивающимися рынками воспользовались высоким спросом на свои активы для размещения еврооблигаций. Чили, Турция, Мексика и Филиппины разместили еврооблигации общим объемом \$4,25 млрд со сроком обращения 10 лет.
9 января	В январе выплаты России в счет погашения долгов составят \$1,087 млрд.
10 января	Агентство Fitch понизило рейтинг Венесуэлы на два пункта до уровня «ССС+». Непрерывающиеся забастовки парализовали экономику страны, и инвесторы стали опасаться объявления дефолта.
15 января	МТС объявила о планах размещения еврооблигаций объемом до \$400 млн со сроком обращения 5 лет. Это сообщение привело к снижению цен на находящиеся в обращении еврооблигации компании на 0,7%. Агентство Moody's присвоило запланированному выпуску долгосрочный рейтинг на уровне «Ва3». Долгосрочный рейтинг по шкале агентства S&P установлен на уровне «В+».
15 января	Агентство Moody's присвоило компании Юкос рейтинг «Ва2», прогноз стабильный.
21 января	ОАО Газпром планирует выпуск еврооблигаций объемом \$0,75-1 млрд со сроком обращения 10 лет в 1 кв. 2003.
22 января	ЦБ Бразилии неожиданно повысил ключевую процентную ставку «Selic» до 25,5% с 25%. Это привело к краткосрочному снижению котировок бразильских облигаций, но не повлияло на цены российских долговых обязательств.
24 января	МТС разместила выпуск еврооблигаций объемом \$400 млн со сроком обращения 5 лет. Доходность к погашению составила 9,75%, что является хорошим результатом для компании.
24 января	Общий объем купонных выплат по Евро-05 и Евро-18 составил \$320,6 млн. Они вызвали рост котировок российских облигаций.
29 января	Комитет по открытому рынку ФРС США должен обсудить политику США в отношении процентных ставок. Участники рынка считают, что ставки изменены не будут.

Источник: оценки Альфа-Банка



Илл. 97. Динамика валютных облигаций на 29 января 2003 г.

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению	Текущая доходность	М Дюрация
			%	%	%	кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 4	14.05.03	99,63	0,38	4,2	3,01	0,28
Минфин 5	14.05.08	82,00	3,80	7,2	3,66	4,49
Минфин 6	14.05.06	91,00	2,97	6,1	3,30	2,93
Минфин 7	14.05.11	73,50	6,52	7,4	4,08	6,61
Минфин 8	14.11.07	86,63	3,13	6,4	3,46	4,30
Еврооблигации						
Евро-03	10.06.03	103,00	-0,36	3,4	11,41	0,36
Евро-05	24.07.05	109,75	1,27	4,6	7,97	2,24
Евро-07	26.06.07	115,75	1,65	5,9	8,64	3,60
Евро-10	31.03.10	107,88	2,01	6,4	7,65	0,06
Евро-18	24.07.18	123,13	2,93	8,3	8,93	8,15
Евро-28	24.06.28	136,38	2,92	9,1	9,35	9,34
Евро-30	31.03.30	81,75	3,15	8,7	6,12	0,05
Муниципальные облигации						
Москва-04, €	25.10.04	106,45	0,33	6,2	9,63	1,55
Москва-06, €	28.04.06	110,75	0,46	7,1	9,89	2,55
Ниж. Новгород	10.03.02	92,50	0,54	16,3	9,46	0,07
Корпоративные облигации						
ММК, €	18.02.05	98,82	2,58	10,7	10,12	1,61
Газпромбанк-03	22.12.03	102,00	2,59	7,3	9,56	0,84
Газпромбанк-05	04.10.05	102,81	3,39	7,2	8,15	2,29
Альфа-Банк	19.11.05	101,63	2,14	10,1	10,58	2,33
МДМ-Банк	16.12.05	101,32	1,45	10,2	10,61	2,40
Роснефть	20.11.06	113,61	2,81	8,5	11,22	2,99
Сибнефть-07	13.02.07	108,86	4,17	8,8	10,56	3,08
Сибнефть-09	15.01.09	105,82	5,03	9,4	10,16	4,37
ТНК	06.11.07	105,85	3,02	9,4	10,39	3,61
МТС	21.12.04	105,90	1,44	7,5	10,34	1,69
Газпром-07	25.04.07	101,87	3,95	8,6	8,96	3,39
Газпром-09	21.10.09	105,55	2,47	9,4	9,95	4,69
Вымпелком	26.04.05	105,14	2,08	7,9	9,94	1,94

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка



Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743

Технический анализ

Индекс РТС: используйте преимущества краткосрочного отскока

Илл. 98. Индекс РТС – Основные технические индикаторы.

Инд	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 20-24 января			
		Краткосрочный	Долгосрочный								
РТС	ЗАКРЫВАТЬ 347-352	Медвежий	Нейтральный	С4	368,38	Минимум 19.07.02	П1	347,57	26-недельная МА	Откр.	355,75
	ПРОДАВАТЬ 352-360		Меняется	С3	363,53	Максимум 02.12.02	П2	338,00	Динам. поддержка.	Макс.	356,77
	Цель 305-325	на нисходящий		С2	353,81	7-недельная МА	П3	335,53	Минимум 27.01.02	Мин.	338,00
				С1	352,00	Динам. сопротивление	П4	324,10	Минимум 20.09.02	Закр.	343,38

Источник: оценка Альфа Банка

- Мы ожидаем, что индекс РТС возобновит падение — вплоть до 305-325 в феврале 2003 г.
- Мы рекомендуем использовать временный отскок на РТС для закрытия длинных позиций
- Мы также советуем ПРОДАВАТЬ (без покрытия) по 352-360 с технической целью 325-305
- На наш взгляд, хорошие уровни для покупок находятся значительно ниже текущего

Илл. 99. Индекс РТС – Недельные технические индикаторы по состоянию на 03 февраля 2003 г.

Источник: CQG, оценка Альфа Банка

Классический технический анализ

На РТС пробита вниз крупная модель «симметричный треугольник»

С позиции классического технического анализа в середине января индекс РТС пробил вниз как верхнюю, так и нижнюю границы крупной графической формации «симметричный треугольник» (см. Илл. 99). Пробой вниз верхней границы треугольника может рассматриваться как первый тревожный (для быков) сигнал, который указывает на формирование потенциальной модели «бычья ловушка». Закрытие индекса ниже восходящей линии тренда (т.е. нижней границы симметричного тре-



угольника) должен подтвердить наши мрачные предположения в будущем.

С другой стороны, последние несколько месяцев индекс РТС совершает колебательные движения внутри долговременного торгового коридора 324-364. Поэтому, на наш взгляд, только закрытие выше уровня 364 может открыть двери для последующего роста к уровню 390-400 и выше.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 100. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 03 февраля 2003 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Краткосрочный тренд на РТС устойчиво понижается

Краткосрочный тренд на РТС остается устойчиво нисходящим. На это прямо указывает линия краткосрочного тренда в верхней части Илл. 100, которая недавно миновала острую вершину и в настоящее время неуклонно понижается, находясь ниже дневной линии динамического сопротивления, что обычно считается надежной моделью сформировавшегося медвежьего тренда. Дневная линия быстрого тренда (результат наложения составного волнового цикла на линию краткосрочного тренда) недавно прошла свое основание и вступила в фазу роста, которой и объясняется происходящая на РТС повышательная коррекция.

Линия быстрого момента достигла положительной территории и пока растет, что указывает на сохраняющийся потенциал повышательной коррекции. Однако быстрый момент уже демонстрирует некоторое замедление своего роста, заранее предупреждая о том, что потенциал роста индекса в рамках коррекции ограничен. Линия медленного момента в средней части Илл. 100 остается на негативной территории и

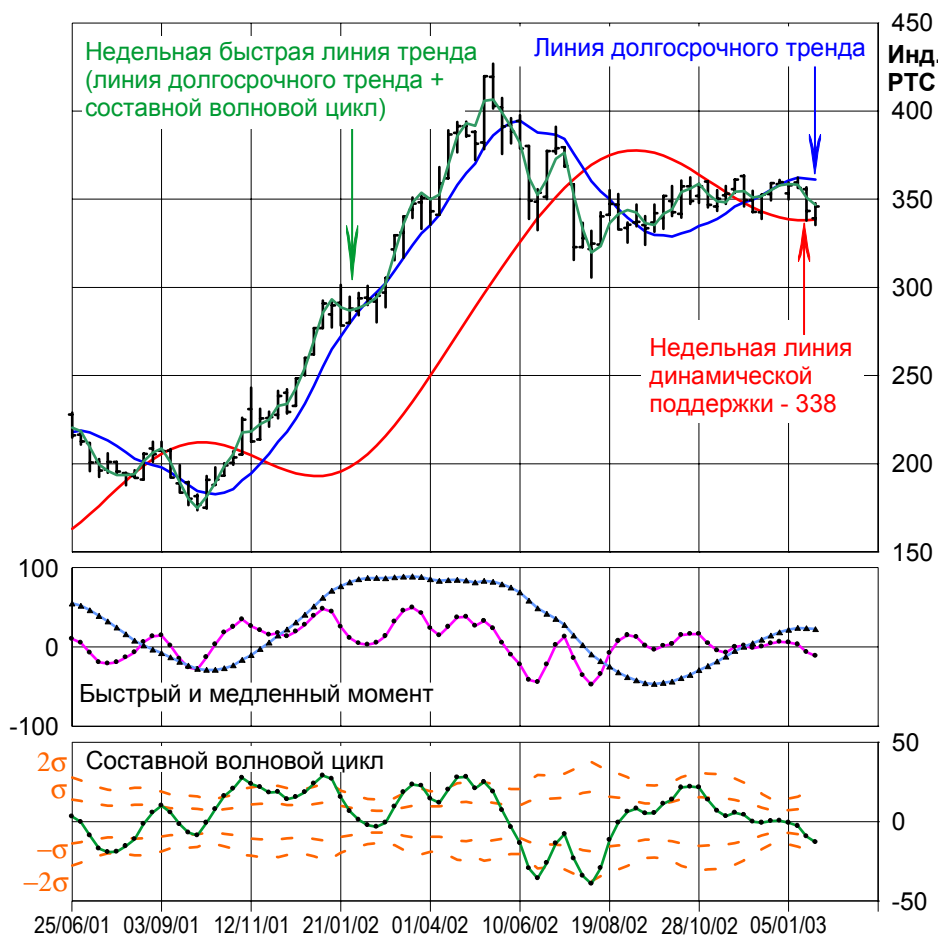
продолжает падать, что говорит о скором возобновлении падения индекса РТС.

Краткосрочная составная волна сформировала свое основание и начала движение вверх

Краткосрочная составная волна сформировала свое новое основание несколько дней назад и начала движение вверх. Начиная с широкодиапазонного дня 21 января 2003 г. волатильность краткосрочного составного цикла (уровень «сигма») начала расти.

Долгосрочный тренд и циклы

Илл. 101. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 03 февраля 2003 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Долгосрочный тренд на РТС нейтральный и разворачивается в сторону понижения

В настоящее время долгосрочный тренд на РТС остается нейтральным, но демонстрирует явные признаки разворота в сторону понижения. В частности, во-первых, уже несколько недель назад линия долгосрочного тренда сформировала свою вершину и в настоящее слегка понижается (см. Илл. 101). И, во-вторых, медленный недельный момент также замедляется. Единственным бычьим знаком является то, что текущее значение индекса наряду с последними точками на недельной быстрой линии тренда находятся выше недельной линии динамической поддержки (аналог 26-недельной МА), что сохраняет возможность оживления на РТС в среднесрочном плане.

Повторный пробой и закрытие недели ниже уровня 338 может резко уменьшить вероятность скорого возобновления роста. К тому же, отрицательный по значению быстрый момент может сделать такой повторный пробой реальностью.



**Долгосрочная
составная волна
падает вблизи уровня
минус сигма**

Долгосрочная составная волна падает в умеренно «перепроданной области» вблизи «минус сигма» уровня. Волатильность долгосрочной составной волны начала постепенно увеличиваться. Благодаря росту волатильности долгосрочный составной волновой цикл может оставаться в «перепроданной области» долгое время, не опускаясь при этом значительно ниже уровня «минус два сигма», так как понижаться будет само значение «сигма». И до тех пор, пока понижательная фаза долгосрочной волны сохраняется, индекс РТС может продолжать свое падение. Во время этого падения амплитуда долгосрочной составной волны будет возрастать.

**Основной уровень
поддержки на РТС – 305**

Уровни поддержек и сопротивлений

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений РТС показаны на Илл. 98 и Илл. 99. Основным уровнем поддержки остается значение 305. Другая сильная область поддержки – это 324-335. Основное сопротивление определяется текущим значением дневной динамической линии сопротивления (352).

**Мы видим очень
высокий риск падения
индекса РТС к уровню
305-324 в
среднесрочной
перспективе**

Потенциал роста и падения

В свете приведенных выше факторов, мы пришли к следующим выводам.

1. Мы видим резко возросший риск падения индекса РТС в направлении 305-324 в среднесрочной перспективе, так как почти все долгосрочные индикаторы формируют разворотные (в сторону понижения) модели. На наш взгляд, имевший место пробой ниже значения 347 потенциально уже сформировал предпосылки для начала падения к 305.
2. Мы не исключаем возможности, что происходящий на РТС краткосрочный отскок продолжится до отметки 352 или даже немного выше, так как «быстрые» дневные индикаторы пока не выглядят сильно перекупленными. В то же время, мы считаем, что только пробой выше верхней границы долговременного торгового коридора (364) действительно может открыть дверь навстречу уровням 390-400 и выше. Однако в данный момент шансы такого пробоя мы расцениваем как очень низкие.
3. Мы рекомендуем инвесторам использовать преимущества текущего краткосрочного отскока на РТС, чтобы достойно ЗАКРЫТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ, независимо от того прибыльные они или убыточные.
4. Мы также советуем спекулянтам делать КОРОТКИЕ ПРОДАЖИ (без покрытия) в диапазоне значений индекса 352-360 с технической целью 325-305. Портфельным инвесторам тоже будет полезно включить в портфель несколько коротких позиций (лучше из нефтяного сектора), что уменьшит корреляцию портфеля с индексом и его рыночный риск.
5. На наш взгляд, хорошие уровни для долгосрочных покупок индекса находятся значительно ниже его текущего значения.

Наиболее пессимистический сценарий включает в себя падение индекса РТС до 300 уже в феврале 2003 г.

Эта страница специально оставлена пустой



Эта страница специально оставлена пустой

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

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

Аналитический отдел

Телефон/Факс

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

Начальник аналитического отдела

Андрей Руденко

Главный стратег

Кристофер Уифер

Стратегия/Нефтяная и газовая
промышленность

Сергей Глазер CFA

Макроэкономика, банковский сектор

Наталья Орлова

Нефтяная и газовая промышленность

Константин Резников, Анна Бутенко

Телекоммуникации/Интернет

Андрей Богданов, Елена Роговина

Металлургия, потребительские товары

Максим Матвеев CFA, Павел Соколов,
Наталья Шевелёва, Александр Свинов

Государственные ценные бумаги

Валентина Крылова, Екатерина Леонова

Технический анализ

Владимир Кравчук

Группа по работе с российскими
клиентами

Ангелика Генкель, к.э.н.

Переводчик

Ринат Гайнуллин

Торговые операции и продажи

Телефон

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

Продажи иностранным клиентам

Кирилл Суриков
Александр Захаров

Продажи российским клиентам

Олег Мартыненко
Александр Насонов
Константин Шапшаров

Рынки капиталов/Структурированные
продукты

Армен Петергов, Алексей Гурьянов,
Тамара Заречнева

Адрес

Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс

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

Начальник управления рынков и акций

Гювен Гирей

Продажи

Максим Шашенков, Стив Доунер

Адрес

City Tower, 40 Basinghall Street
London, EC2V 5DE

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс

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

Продажи, торговые операции

Николас Бич

Продажи

Диана Императоре

Адрес

540 Madison Avenue, 30th Floor
New York, NY 10022

© Альфа-Банк, 2002 г. Все права защищены

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен для распространения в Российской Федерации ОАО «Альфа-Банк» (далее Альфа-Банк). Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными. Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и (или) суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать offer, 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 ADR, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, берут на себя валютный риск. Вложения в России сопряжены со значительным риском, и поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной третьей стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерним предприятием Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица, на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.