

Январь: игра на опережение

27 декабря 2002

www.alfabank.ru

Москва

Тема — Увеличение численности абонентов в регионах (+88%) — гарантия роста акций компаний мобильной связи

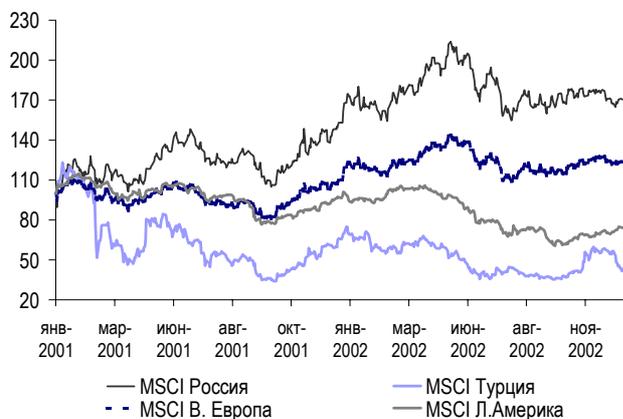
- **Решающий год для российской экономики: должен быть обеспечен устойчивый рост и приток прямых иностранных инвестиций.** 2003 год – решающий для российской экономики, поскольку это последний год переходного периода. До конца будущего года должна начать функционировать финансовая инфраструктура, обеспечивающая рост прямых иностранных инвестиций, который является неременным условием будущего роста.
- **В 2003 г. Россия по-прежнему будет привлекательной для инвесторов; целесообразность инвестиций в 2004 г. и в последующие годы будет зависеть от хода реформ.** Целесообразность инвестиций в российскую экономику в 2003 г. очевидна. Ориентир их эффективности – среднегодовая цена нефти \$16/баррель и выше. В 2004 и в последующие годы все будет зависеть от хода реформ в течение ближайшего года.
- **Мы повысили прогноз по степени охвата мобильной связью до 24% в 2005 г. и 41% в 2010 г.** Мы повысили прогноз степени охвата мобильной связью по России с 13% до 24% в 2005 г. и с 20% до 41% в 2010 г. Несмотря на то, что московский рынок начнет насыщаться уже в первой половине 2003 г., мы все же ожидаем его роста на 20% по итогам будущего года.
- **Мы полагаем, что 2003 год будет удачным для операторов мобильной связи — МТС (ПОКУПАТЬ, \$43) и ВымпелКома (ПОКУПАТЬ, \$44).** В условиях стабилизации мировой телекоммуникационной отрасли акции компаний мобильной связи должны показать неплохую динамику, хотя их относительно высокие котировки (на российском рынке) будут ограничивать потенциал роста в абсолютном выражении. Расчетные цены акций МТС и ВымпелКома остаются без изменения (\$44 и \$43, соответственно).

Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV* \$ млн.	Расч. цена \$	Потенциал Роста %
	ADR	Лок. \$	MTD %	YTD %			
Газпром (локал)	11,5	0,733	-10	42	2,8	1,2	64
ЛУКОЙЛ	61,3	15,3	-8	25	2,1	21,4	40
Сибнефть	21,4	2,09	4	187	0,8	2,10	0
Урал Телеком	2,5	0,01	-11	47	52,9	0,03	94
Сибирь Телеком	Н/Д	0,03	-3	41	17,1	0,04	42

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

Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, РТС

Последние публикации

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 9M02 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

Вимм-Билль-Данн: по-прежнему ПОКУПАТЬ

Александр Свинов, Максим Матвеев CFA

Декабрь 11, 2002

АО-энерго: сокращение рентабельности в результате амортизации

Ольга Филиппова

Декабрь 9, 2002

Индекс РТС: медвежий клин разрушается

Владимир Кравчук

Декабрь 6, 2002

МТС: хорошие прогнозы итогов за 3-й кв. 2002 г. (при росте абонентской базы на 25%)

Андрей Богданов, Елена Роговина

Декабрь 5, 2002

Региональные телекомы: критерий выбора – доля новых видов связи

Андрей Богданов, Елена Роговина

Декабрь 4, 2002

Рекомендация по акциям Юкоса повышена до ПОКУПАТЬ в результате снижения безрисковой ставки

Константин Резников, Анна Бутенко

Декабрь 3, 2002

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

СОДЕРЖАНИЕ:

Комментарии по рынку.....	3
Экономика в 2003 г: решающий год переходного периода	3
Увеличение численности абонентов в регионах (+88%) – гарантия роста акций компаний мобильной связи	6
Динамика и оценка акций.....	10
Графики	13
Календарь событий	15
Экономика и политика.....	16
Новости компаний и отраслей	18
Нефть и газ	18
Энергетика	23
Телекомы	24
Металлургия.....	26
Машиностроение	28
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	30
Банковский сектор	32
Рынок облигаций	34
Технический анализ	36
Индекс РТС: долгосрочная тенденция изменяется в сторону роста	36

Петр Авен

Президент Альфа-Банка

Кристофер Уифер

(7095) 970-5081

Комментарии по рынку**Экономика в 2003 г: решающий год переходного периода**

2003 г. покажет, будут ли в России созданы условия для устойчивого экономического роста

В 2003 г. должен завершиться переход от старой экономической структуры к новой экономической модели

Основные параметры бюджета могут быть реализованы при среднегодовой цене приблизительно \$16 за баррель

Для того, чтобы ВВП ежегодно рос больше чем на 6%, России необходимо значительно увеличить объем притока капитала

2003 год обещает стать одним из самых важных периодов в относительно короткой и вместе с тем полной бурных событий экономической истории современной России. Если правительству удастся добиться поставленных целей, то примерно через год период послекризисного «выздоровления» экономики наконец-то завершится и Россия вступит в этап устойчивого роста и развития.

В первом приближении 2003 год видится как «небогатый» на экономические события: макроэкономические ориентиры бюджета довольно скромные и должны быть реализованы даже в случае значительного колебания средней цены нефти. Однако значение 2003 г. этим далеко не ограничивается, и помимо невыполнения бюджетного плана есть и другие, более крупные проблемы. Дело в том, что в 2003 г. должен завершиться переход от старой экономической структуры к долгожданной новой экономической модели, предполагающей рост прямых иностранных инвестиций, постоянно высокие темпы роста и диверсификацию экономического базиса при сокращении зависимости от сырьевых отраслей. Если до конца 2003 г. не будут созданы ключевые элементы финансовой инфраструктуры, обеспечивающей условия для быстрого роста, то будет поставлен под сомнение, а, возможно, и полностью ликвидирован один из основных посылов обоснования эффективности будущих инвестиций в Россию.

Заняв свои кабинеты в начале 2002 г., члены нынешнего правительства определили две основные экономические цели – среднесрочную и долгосрочную. Первая состояла в том, чтобы ослабить зависимость экономики от нефтяных цен и использовать период относительной стабильности для директивного осуществления трансформаций, считавшихся необходимым условием роста в будущем. Ослабление зависимости от цен на сырье было достигнуто путем стимулирования добычи и экспорта нефтяными компаниям, причем происходило это в условиях высоких нефтяных цен на внешнем рынке. Теперь же, несмотря на сохранение зависимости федерального бюджета от нефти, бездефицитный бюджет можно сформировать при значительно более низкой среднегодовой цене, чем в 1998 г. В том кризисном году для формирования бездефицитного бюджета России нужна была средняя цена \$26,5 за баррель сорта Urals, фактическая же цена составила \$11,9. В 2003 г. основные параметры бюджета могут быть достигнуты при среднегодовой цене приблизительно \$16 за баррель.

За последние три года многое изменилось, и теперь возможность роста в будущем рассматривается иначе, а именно более оптимистично. Однако своим относительным благополучием экономика так или иначе обязана «нефтедолларам». Их движение можно в той или иной форме отследить даже в «серой» экономике, создающей значительную часть ВВП. Для достижения темпов экономического роста (свыше 6% в год), о которых говорилось в послании президента Федеральному Собранию в апреле этого года, при одновременной диверсификации экономики, т.е. ослаблении ее зависимости от нефти и других сырьевых товаров, России придется значительно увеличить объем привлекаемых финансовых средств — будь то в форме репатрируемого российского капитала или прямых иностранных инвестиций. Именно в этом и заключается долгосрочная экономическая цель правительства. Причем вопрос стоит так: либо эта цель начнет реализовываться в 2004 г., либо Россия просто

Инвестиционную привлекательность России должно обеспечить создание основной финансовой инфраструктуры

превратится в еще одну Венесуэлу или Нигерию, экономика которых в еще большей степени зависит от циклического характера конъюнктуры мирового рынка нефти.

Для достижения поставленной цели необходимо обеспечить функционирование основной финансовой инфраструктуры, способствующей притоку и вложению капитала в экономику. Одновременно должен быть создан механизм защиты отечественного капитала, который убедил бы его владельцев, что их инвестиции защищены законом. Несмотря на общее улучшение отношения к России и значительное повышение ее имиджа, перед ней по-прежнему стоят те же проблемы, которые преследовали страну в течение последнего десятилетия — отсутствие доверия и интереса со стороны инвесторов. И в самом деле: большинство инвесторов до сих пор убеждены, что одна из самых больших опасностей, которые подстерегают их в России — это разворовывание активов. В этой связи существенно важно то, что правительство должно создать такие экономические условия, которые обеспечат непрерывность процесса трансформации и продемонстрируют отказ от попыток провести разовые, оторванные друг от друга реформы, которые мы наблюдаем в на протяжении последних трех лет. Проще говоря, инвесторов надо убеждать, что в России можно «делать» деньги и что инвестиции надежно защищены от воровства.

Если говорить более конкретно, то к концу 2003-началу 2004 г. должны быть сделано следующее:

Банковская реформа — важный элемент финансовой инфраструктуры. Банков должно стать меньше, но это будут хорошо контролируемые банки с большим капиталом, способные обеспечить доверие к системе как таковой. Система страхования депозитов должна быть соответствующим образом оформлена в законе.

Пенсионная реформа необходима для привлечения отечественного капитала, являющегося важным фактором стабильного роста инвестиций. Необходимо обеспечить функционирование всех законов, в т.ч. тех, которые регулируют процедуру получения доступа к управлению пенсионными средствами и гарантируют соответствующий контроль.

Судебная реформа. Надо показать инвесторам, что юридические механизмы защиты совершенствуются и создана четкая и понятная система разрешения имущественных споров. Какими именно будут эти защитные механизмы, пока сказать трудно. На данной стадии важно обеспечить подвижки в принятии соответствующих законов. Не менее важно предотвратить рецидивы, связанные с нарушением прав миноритарных акционеров.

В будущем году будут продолжаться и **другие реформы**, в частности, связанные с естественными монополиями, однако усилия на этом направлении будут активизированы на раньше, чем завершится выборная кампания 2004 г. При реализации реформ правительству придется решить ряд сложных вопросов, что приведет к активному лоббированию со стороны его оппонентов (в т.ч., по переговорам о вступлении в ВТО и де-бюрократизации российской административной системы). В связи с этим особенно важно сделать так, чтобы к началу 2004 г. реформирование финансовой инфраструктуры было успешно завершено. В противном случае притока инвестиций не будет и вопрос о целесообразности инвестиций в российскую экономику будет временно или даже навсегда снят с повестки дня.

Другие важные тенденции в экономике

Перечисленные выше реформы являются ключевыми и формируют предпосылки для притока прямых иностранных инвестиций (в основном они идут в несырьевые отрасли). Вместе с тем в 2003 г. следует обратить внимание и на ряд тенденций, обеспечивающих рентабельность инвестиций в российскую экономику.

Валютная политика. Реальный курс рубля к доллару нужно оставить на прежнем уровне или даже несколько снизить. В течение 2001-2002 гг. сильный рубль уже частично «съел» преимущества от девальвации 1998-1999 г. и в настоящее время сдерживает рост промышленности. Это означает, что к концу 2003 г. обменный курс должен находиться в диапазоне 35-36 руб/\$.

Инфляция. Реальные издержки российских предприятий не ограничиваются потерями от высокой инфляции. В 2002 г. реальная зарплата вырастет более чем на 15% и вкуче с увеличением других издержек приведет к значительному сокращению рентабельности предприятий и снижению их конкурентоспособности.

Объем денежной массы. В 2003 г. рублевая масса, находящаяся в обращении, снова резко увеличится. Это прямое следствие выполнения требования ЦБ о продаже валютной выручки (с 1 января 2003 г. норма снижается до 30%). Если удастся остановить рост издержек, скорость печатного станка существенно замедлится.

Торговый баланс. В текущем году удалось сохранить значительное положительное сальдо торгового баланса только благодаря новому подъему цен на нефть и росту экспортных поставок. Дело в том, что объем импорта, в особенности потребительских и промышленных товаров, растет быстрыми темпами. Импортные потребительские товары снова начинают вытеснять продукцию отечественных производителей, в то время как необходимо как раз обратное.

Промышленное развитие. Если промышленность (помимо энергетики и производства ТНП) не будет расти, сохранится существенная зависимость экономики от нефти.

Потребители. В 2003 г. мы должны выяснить ширину и глубину потребления в России. Существует много неоспоримых свидетельств развития потребления в крупных городах, однако ИКЕА со своими плоскими упаковками и множество московских дорогих бутиков не могут служить всеобщей моделью потребления. Они в большей степени являются побочным продуктом находящейся в обращении наличности от торговли товарами. В этом году аналитикам придется очень внимательно проанализировать все потребительские показатели для того, чтобы найти доказательства, подтверждающие или опровергающие рост потребления.

В следующем году должен быть обеспечен «адекватный» доход от долговых инструментов и ценных бумаг

Таким образом, помимо того, что 2003 г. может рассматриваться как «благополучный» с точки зрения целей бюджета (если не произойдет существенных изменений во внешней конъюнктуре), есть основания предполагать, что доход от долговых инструментов и ценных бумаг в следующем году достигнет «адекватного» уровня. Тем не менее, главным вопросом будет подготовка почвы для инвестиционных потоков в экономику России, что является необходимой предпосылкой ее будущего развития. Для этого необходимо, помимо прочих условий, обеспечить осуществление реформ финансовой инфраструктуры, препятствовать размыванию экономической основы продвижения вперед и замедлению темпов ее создания из-за неспособности сохранения целостности экономики.

По многим признакам для России это будет первый настоящий переходный год после 75 лет коммунизма и десятилетия реструктуризации и неразберихи. Так или иначе, хотя наступающий год может показаться мягким, в течение следующих 12 месяцев России предстоит достичь целей, которые будут иметь судьбоносное значение для инвестиций в последующие годы.

Андрей Богданов
(7 095) 795-3613
Елена Роговина
(7 095) 795-3742

Увеличение численности абонентов в регионах (+88%) – гарантия роста акций компаний мобильной связи

- Мы повысили прогноз по степени охвата мобильной связью до 23,5% в 2005 г. и 40,5% в 2010 г.
- Мы полагаем, что 2003 год будет удачным для операторов мобильной связи
- Первичное размещение акций Мегафона – «лакмусовая бумажка» возможности IPO компаний связи в будущем

Мы повысили прогнозы роста рынка мобильной связи после пересмотра нашей модели для 7 макро-регионов.

Описание модели

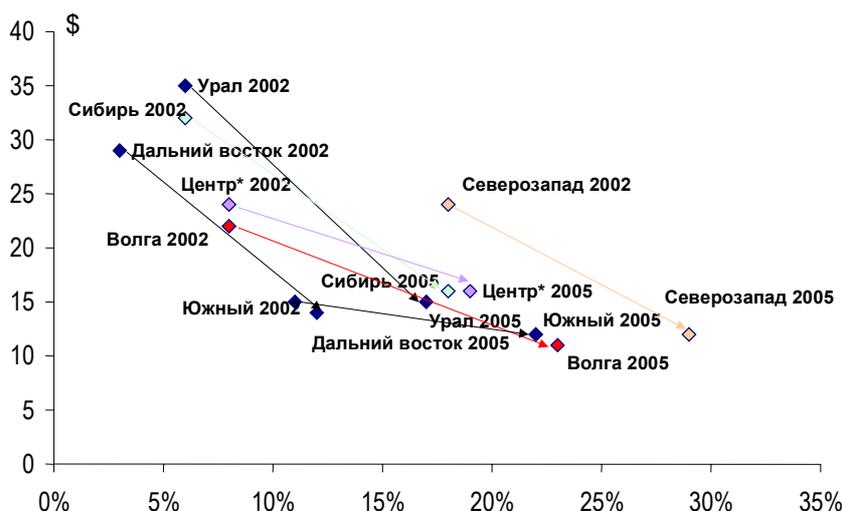
Мы рассчитали уровень проникновения мобильной связи в 7 крупнейших регионах, исходя из предположения, что полное насыщение региональных рынков произойдет к концу 2010 г. Взяв за основу процент экономически активного населения и определив потенциальное число пользователей мобильной связи (исходя из уровня располагаемого дохода), мы рассчитали будущую степень охвата этой связью потенциальных пользователей.

Илл. 1. Расчетный показатель охвата мобильной связью в регионах, %

	2002	2005	2010
Центр*	8	19	35
Северо-Запад	18	29	41
Юг	11	22	34
Поволжье	8	23	41
Урал	6	17	41
Сибирь	6	18	38
Дальний Восток	3	11	36

Примечание: * без учета МЛЗ
Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 2. Средний показатель выручки на абонента в регионах и расчетная степень охвата мобильной связью в 2002 г. и 2005 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

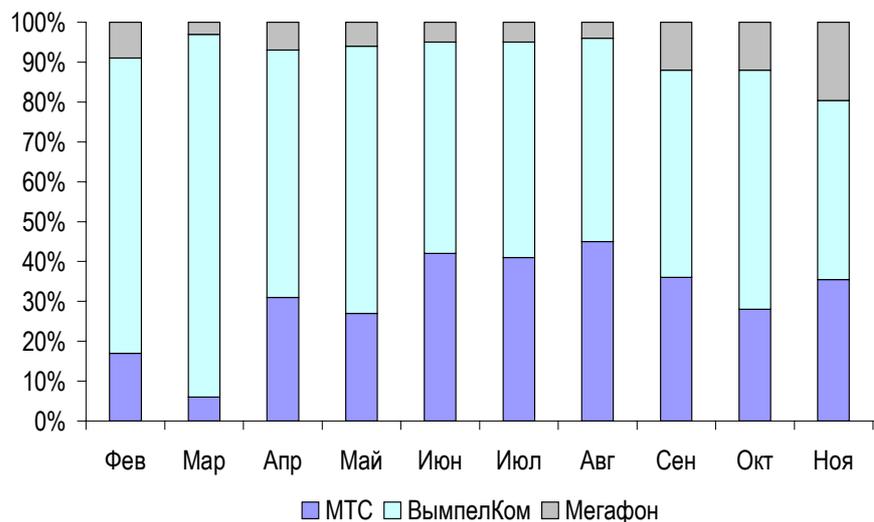
Самыми высокими оказались показатели у Урала – 42% к 2010 г. Потенциальный уровень проникновения 40% в Северо-западном регионе обусловлен тем, что в его состав входят г. Санкт-Петербург и Ленинградская область, где данный показатель уже достиг 32%. В Южном регионе потенциальная степень охвата мобильной связью составляет только 35%: в этом регионе самая низкая пропорция экономически активного населения и очень высокая – сельского населения. Кроме того, мы учли то, что в южном регионе самый низкий в России показатель среднего располагаемого дохода.

Мы повысили прогноз по степени охвата мобильной связью с 12,5% до 23,5% в 2005 г. и с 19,7% до 40,5% в 2010 г.

В итоге наш прогноз степени охвата мобильной связью по России в целом увеличился с 12,5% до 23,5% в 2005 г. и с 19,7% до 40,5% в 2010 г. Следует отметить, что рассчитанный нами показатель – не самый высокий: по оценкам консультационной фирмы AC&M, уже к концу 2007 г. степень охвата мобильной связью достигнет 41,4%.

Мы также увеличили прогнозы по Московской лицензионной зоне – до 68% к концу 2010 г. Несмотря на то, что московский рынок начнет насыщаться уже в первой половине 2003 г., мы все же ожидаем его роста на 20% по итогам будущего года.

Илл. 3. Динамика численности новых абонентов в г. Москве в 2002 г.



Источник: АК&М

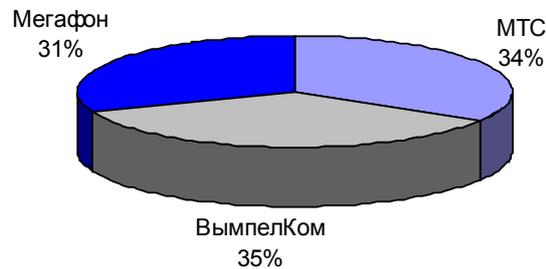
В 2003 г. доля Мегафона в числе новых абонентов в МЛЗ достигнет ориентировочно 31%

Другой отличительной чертой московского мобильного рынка в 2003 г. станет усиление конкуренции со стороны Мегафона, которому, с нашей точки зрения, до начала нового дачного сезона удастся обеспечить покрытие всей территории Московской области и, т.о., полностью использовать преимущества, которые дают его дешевые тарифные планы и активная маркетинговая политика. По нашим оценкам, в 2003 г. доля Мегафона в числе новых подключений в МЛЗ достигнет 31%.

IPO Мегафона — «лакомая бумажка» возможности аналоговичных размещений в будущем

Важным событием в отрасли может стать и запланированное на 2003 г. первичное размещение акций Мегафона на бирже: оно поможет компании привлечь дополнительные средства, необходимые для развития бизнеса в регионах, и «прощупать» международный фондовый рынок на предмет его подготовленности к новым IPO компаний связи.

Илл. 4. Доля компаний мобильной связи в численности новых абонентов в г. Москве в 2003 г. (оц.)



Источник: оценка Альфа-Банка

По оценкам производителей оборудования для стандарта CDMA-450, объем рынка в России порядка 13 млн абонентов

Разработка нового стандарта на базе IMT-MS-450 также представляет интерес: это уже не «кот в мешке». Несмотря на то, что данный стандарт рассматривается в качестве «спасательного круга» для теряющей надежды на будущее устаревшего стандарта NMT-450, он, возможно, способен обеспечить высокую скорость передачи данных, благодаря которой его операторы смогут отвоевать для себя определенную нишу рынка. Как бы то ни было, 2003 год будет показательным с точки зрения возможностей этого стандарта, поскольку «Московская сотовая связь» и Дельта Телеком собираются опробовать его в двух крупнейших городах страны – соответственно, Москве и Санкт-Петербурге. По оценкам Huawei (производитель оборудования для стандарта CDMA-450, всего в мире этим занимаются лишь 3 компании), потенциальный объем рынка этого стандарта в России 13 млн абонентов (т.е. 22% от потенциального числа пользователей мобильной связи, которое мы оцениваем в 58,7 млн абонентов), в т.ч. в г. Москве и Санкт-Петербурге. Однако фактический объем рынка может отличаться от потенциального, и мы не думаем, что операторы CDMA смогут сильно потеснить на рынке операторов, работающих в стандарте GSM. По нашим оценкам, доля «Московской сотовой связи» на рынке не превысит 2% до 2005 г. и 3% в последующие годы.

Если говорить об отраслевых рисках, то в 2003 г. могут возникнуть две проблемы:

- 1. Введение платы в Фонд универсальной услуги.** По некоторым данным, она может оказаться довольно высокой – до 3% общей выручки компании и даже больше.
- 2. Введение платы за вызовы со стационарного телефона на мобильный в Москве.** Речь идет о федеральных номерах, начинающихся с восьмерки. Введение платы может привести к сокращению (по всей видимости, временному) трафика у абонентов мобильной связи.

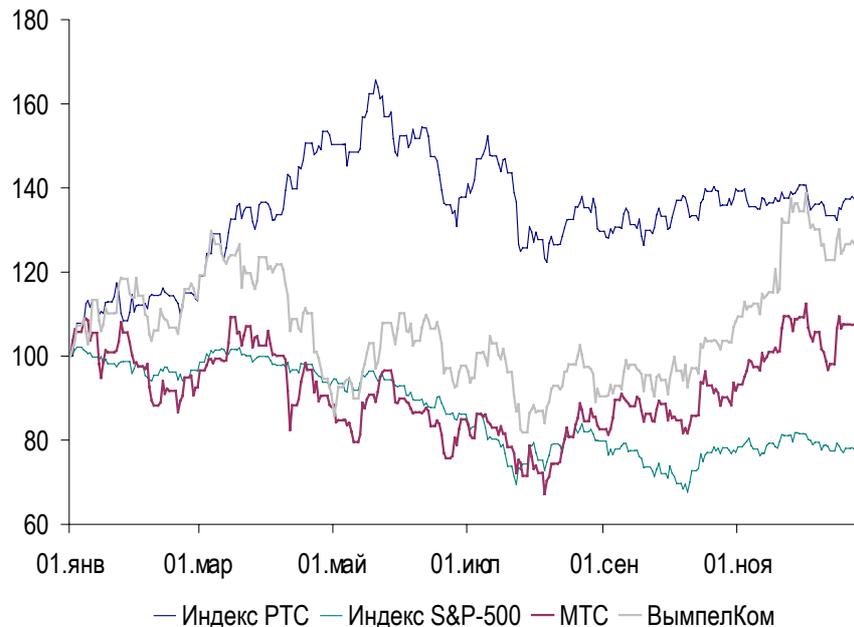
Рост числа абонентов в регионах (+88%) частично компенсирует стагнацию московского рынка

Несмотря на это мы считаем, что бизнес в регионах выйдет на прибыльность раньше, чем запланировано, а рост численности абонентов в регионах (предположительно на 88%) компенсирует снижение темпов их роста на уже достигшем стадии насыщения московском рынке. По нашим оценкам, в 2003 г. выручка у Вымпелкома и МТС вырастет на 45% и 31%, соответственно.

Мы полагаем, что 2003 год будет удачным для операторов мобильной связи

Мы полагаем, что 2003 год будет удачным для операторов мобильной связи. В условиях начавшейся стабилизации мировой телекоммуникационной отрасли акции компаний мобильной связи должны показать неплохую динамику, хотя их относительно дорогая относительная оценка (для российского рынка) будет ограничивать потенциал роста в абсолютном выражении. Расчетные цены акций МТС и Вымпелкома остаются без изменения (\$44 и \$43, соответственно).

Илл. 5. Динамика акций компаний мобильной связи в сравнении с индексами РТС и S&P-500



Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Динамика и оценка акций
Илл. 6. Динамика АДР, с начала месяца, на 25 декабря 2002 г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	Цена \$	Изменение		За 52 недели	
				за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$
Нефть и Газ							
Газпром	114A, REG S	10 в 1	11,5	-8,7	16,8	20,6	8,6
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	61,3	-8,4	25,1	73,3	46,5
Сибнефть	1	10 в 1	21,4	4,7	184,7	25,8	5,6
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	15,4	-9,4	-2,2	23,8	14,3
Татнефть	2	20 в 1	15,7	2,2	52,5	17,3	9,7
Юкос	1	15 в 1	139,0	3,7	78,8	172,5	75,0
Энергетика							
Ленэнерго	REG S	80 в 1	22,4	-1,8	-28,0	53,2	19,7
Мосэнерго	1	100 в 1	3,0	-6,3	-25,0	5,0	2,2
РАО ЕЭС	1	100 в 1	12,5	0,4	-19,9	18,2	7,5
Телекоммуникации							
ВымпелКом	3	3 в 4	33,0	-5,8	26,7	36,4	20,6
Голден Телеком	3	1 в 1	13,8	-12,7	18,1	20,5	10,1
МТС	3	20 в 1	38,3	-1,6	7,5	41,5	23,8
МГТС	1	1 в 10	5,7	-11,3	-21,4	8,4	5,0
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	2,5	12,1	41,8	3,0	1,3
Ростелеком	2	6 в 1	7,2	-2,7	37,3	9,9	5,2
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	2,5	-11,1	25,7	3,6	1,4
ЮжТелеком	1	1 в 2	3,1	3,4	-11,6	8,0	2,5
Прочие сектора							
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	21,1	2,8	22,0	25,3	14,9
Уралмаш – Ижора	144A, REG S	1 в 1	5,4	-2,8	15,6	7,1	3,8
ГУМ	1	2 в 1	3,4	-24,4	-3,0	5,1	2,0
Вимм Билл Данн	3	1 в 1	18,3	-0,8	-26,0	25,4	16,0
Сан Интербрю В	144A, REG S	1 в 1	4,1	-18,6	-21,0	8,9	3,8

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка

Илл. 7. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 25 декабря 2002 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. \$	млн. \$					\$	%		
Нефть и Газ															
Газпром	0,733	-10	42	1,132	0,516	2,8	18 776	5,6	5,1	6,1	4,7	1,200	64	ПОКУПАТЬ	
ЛУКОЙЛ	15,3	-8	25	18,23	11,71	2,1	13 014	6,2	5,7	3,9	3,7	21,4	40	ПОКУПАТЬ	
Сибнефть	2,09	4	187	2,17	0,69	0,8	9 909	7,6	9,3	6,3	5,8	2,1	0	ДЕРЖАТЬ	
Сургутнефтегаз	0,307	-8	-2	0,470	0,29	1,5	7 306	4,0	3,7	2,8	2,3	0,6	95	ПОКУПАТЬ	
Татнефть	0,793	3	51	0,853	0,494	0,3	1 793	2,6	3,1	3,2	2,6	1,1	39	ПОКУПАТЬ	
Юкос	9,25	2	78	11,38	5,031	1,8	19 658	5,7	6,4	4,9	4,1	11,8	28	НАКАПЛИВАТЬ	
Petrobras	15,5	13	3	26,9	9,7	3,9	16 094	6,0	4,8	2,7	2,5				
MOL	23,5	-3	8	24,9	17,3	6,5	2 249	н/з	7,8	23,6	5,1				
PetroChina	0,2	5	13	0,2	0,2	7,5	35 170	6,1	6,5	3,3	3,2				
Среднее								6,1	6,3	9,9	3,6				
Энергетика															
Иркутскэнерго	0,074	2	-10	0,092	0,058	0,0	353	н/з	н/д	-23,1	н/д	н/д	н/д	Запрещено	
Ленэнерго	0,279	-2	-22	0,505	0,247	0,0	214	6,2	н/д	2,8	н/д	н/д	н/д	Запрещено	
Мосэнерго	0,031	-8	-24	0,048	0,024	0,2	885	98,3	н/д	3,1	н/д	н/д	н/д	Запрещено	
РАО ЕЭС	0,126	2	-20	0,179	0,076	3,5	5 171	3,7	н/д	3,3	н/д	н/д	н/д	Запрещено	
CEZ	3,0	-1	17	3,3	2,3	4,9	1 521	5,0	3,5	3,5	3,9				
Sopel	2,2	18	-51	5,0	1,7	0,5	1 234	9,1	8,8	3,9	3,3				
Eletrobras	6,8	20	-28	12,6	4,0	1,4	5 107	5,5	3,6	4,4	6,0				
Среднее								6,5	5,3	3,9	4,4				
Телекомы															
МГТС	6,3	-4	4	7,5	5,8	0,0	553	47,5	17,3	5,3	3,7	7,0	12	ДЕРЖАТЬ	
TeleSP	10,0	-9	9	10,9	8,0	3,5	4 374	11,4	8,3	2,8	2,5				
Tele Norte Leste	5,8	9	-33	9,5	4,2	3,6	2 726	23,7	12,3	1,4	2,4				
Среднее								17,5	10,3	2,1	2,5				
Ростелеком	1,195	-4	31	1,660	0,913	0,3	1 059	8,7	9,9	3,2	2,7	1,60	34	НАКАПЛИВАТЬ	
Indosat	1,05	14	-3	1,58	0,70	5,1	1 066	10,6	8,8	5,1	2,9				
Embratel	1,28	40	-56	3,53	0,53	0,6	433	н/з	н/з	3,3	1,9				
Среднее								10,6	8,8	4,2	2,4				
Вымпелком	33,0	-6	27	36,4	20,6	11,4	1 775	37,5	12,2	13,1	6,2	31,0	30,3	ПОКУПАТЬ	
МТС	38,3	-2	7	41,5	23,8	6,8	3 817	18,4	12,1	9,8	5,5	44,0	15	НАКАПЛИВАТЬ	
Turkcell	6,561	-2	7	7,500	4,250	0,5	546	13,8	11,3	5,3	н/д				
Mobinil	8,2	6	-5	9,6	6,3	0,0	802	7,2	6,6	4,9	4,5				
Среднее								7,2	9,0	5,1	4,5				
Голден Телеком	13,8	-13	18	20,5	10,1	0,5	332	н/з	11,9	12,9	5,0	24,0	74	ПОКУПАТЬ	
Netia	0,9	-14	-34	1,8	0,4	0,1	28	н/з	н/з	н/з	17,1				
Металлургия															
Норильский Никель	21,0	1	23	25,0	15,0	0,5	4 481	9,6	12,3	3,6	4,6	28,9	38	ПОКУПАТЬ	
Ampplats	35,7	-5	-29	61,8	32,6	0,5	7 673	10,0	9,6	6,3	5,9				
Eramet	23,2	-2	-35	41,0	14,3	0,0	580	10,0	6,8	3,7	3,7				
WMC	4,6	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	18,6	17,6	н/д	н/д				
Среднее								12,9	11,3	5,0	4,8				
Северсталь	47,9	-15	9	84,0	41,5	0,0	1 057	-2,3	8,5	4,0	2,7	75,0	57	НАКАПЛИВАТЬ	
China Steel	0,6	1	45	0,6	0,4	100,9	5 159	24,2	21,2	9,8	9,2				
POSCO	104,1	0	2	134,9	83,1	0,3	9 451	14,7	11,4	6,2	5,9				
Среднее								19,4	16,3	8,0	7,5				
Продукты															
Балтика	13,0	-4	43	15,3	9,0	0,1	1 392	10,8	8,8	6,9	5,5	18,0	38	НАКАПЛИВАТЬ	
Сан Интербрю	4,1	-19	-21	8,9	3,8	0,0	422	5,7	6,6	5,8	7,1	6,5	59	НАКАПЛИВАТЬ	
Вимм Билл Данн	18,3	-0,8	-26	25,4	16,0	0,4	805,2	25,4	18,6	12,3	10,0	25,3	38,3		
Okocim	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	13,6	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															
Уралмаш – Ижора	5,8	8	52	6,4	3,8	0,2	205	7,9	12,3	4,4	3,7	8,4	44	ПОКУПАТЬ	
Hyundai Heavy	17,3	-2	-18	31,4	13,1	0,4	1 317	10,1	3,9	5,0	4,5				
Atlas Copco	20,0	-15	-24	29,7	15,5	1,1	4 061	11,6	12,1	5,1	5,2				
Среднее								10,9	8,0	5,1	4,9				

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

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка

Илл. 8. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 25 декабря 2002 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	8,7	-15	58	10,45	4,05	7,6	992	9,6	9,5	4,4	4,8	11	26	ПОКУПАТЬ	
Пурнефтегаз	3,525	4	-5	5,5	2	9,2	364	16,9	10,2	7,0	5,4	2,4	-32	ПРОДАВАТЬ	
Сахалинморнефтегаз	2,2	0	-17	3	1,93	0,9	161	3,7	4,2	4,9	4,1	4,5	105	ДЕРЖАТЬ	
Удмуртнефть	81	0	195	100	27,5	0,3	301	3,6	4,0	2,1	1,7	140	73	ДЕРЖАТЬ	
Энергетика															
Башкирэнерго	0,131	-4	30	0,183	0,101	27,6	137	2,7	4,2	1,7	2,0	0,20	53	ПОКУПАТЬ	
Красноярскэнерго	0,200	-33	148	0,320	0,081	3,2	119	25,4	-43,0	5,9	3,5	0,15	-25	СОКРАЩАТЬ	
Кубаньэнерго	2,15	2	8	3,1	1,99	10,9	38	8,8	-14,0	1,9	1,8	3	40	ДЕРЖАТЬ	
Кузбассэнерго	0,172	-2	46	0,220	0,118	60,1	104	-1 161	6,1	2,8	1,4	0,300	74	ДЕРЖАТЬ	
Новосибирскэнерго	2,1	-48	17	4	1,8	0,0	28	-1,3	-1,9	7,3	16,8	4	90	ДЕРЖАТЬ	
Пермэнерго	1,95	11	22	2,15	1,42	17,8	71	5,6	11,3	1,5	1,9	2,5	28	ДЕРЖАТЬ	
Ростовэнерго	0,021	15	38	0,021	0,011	16,9	65	16,1	7,4	5,6	3,3	0,02	-3	НАКАПЛИВАТЬ	
Самараэнерго	0,040	7	40	0,042	0,026	19,7	140	12,0	137,2	4,3	5,6	0,040	0	ДЕРЖАТЬ	
Свердловэнерго	0,165	2	63	0,168	0,101	24,1	86	16,9	3,8	1,4	1,0	0,157	-5	ДЕРЖАТЬ	
Челябэнерго	0,011	-9	50	0,0125	0,005	0,7	49	22,6	-3,1	1,9	1,7	0,012	14	ДЕРЖАТЬ	
Телекомы															
Башинформсвязь	0,06	0	-14	0,088	0,042	7,9	58	5,5	1,7	2,1	1,7	0,09	50	ДЕРЖАТЬ	
Волга Телеком	1,24	-5	36	1,45	0,81	67,3	131	15,2	5,5	4,3	2,7	1,66	34	ПОКУПАТЬ	
Северо-Западный Телеком	0,385	-1	-8	0,57	0,345	25,2	204	18,0	7,9	3,6	4,1	0,45	17	ДЕРЖАТЬ	
Сибирь Телеком	0,03	-3	41	0,03	0,02	17,10	84	10,8	11,8	3,3	3,4	0,04	42	ПОКУПАТЬ	
Уралсвязьинфоформ	0,013	-11	47	0,778	0,009	58,3	113	90,6	18,0	4,7	17,9	0,025	94	ПОКУПАТЬ	
ЦентрТелеком	0,269	-6	12	0,37	0,191	84,3	150	40,7	14,0	7,1	4,1	0,38	41	НАКАПЛИВАТЬ	
ЮжТелеком	0,0718	-7	18	10,69	0,05	70,3	101	9,8	3,8	3,5	2,5	0,13	81	НАКАПЛИВАТЬ	
Другие сектора															
Аэрофлот	0,348	5	-2	0,407	0,275	51,1	386	7,2	5,3	3,6	3,3	0,349	0	ДЕРЖАТЬ	
АвтоВАЗ	21,15	-12	19	38,9	17,4	163,9	638	7,1	2,9	2,5	2,8	51,0	141	ПОКУПАТЬ	
ГАЗ	15	-25	-48	43	14	37,3	81	44,0	18,3	4,1	3,1	17	13	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	189,2	-4	144	201,5	72	233,5	3 702	н/д	н/д	н/д	н/д	220	16	СПЕК. ПОКУПКА	
Челябинский труб-ный з-д	0,1	-19	33	0,165	0,075	6,2	47	3,3	4,8	1,5	1,7	0,2	100	СПЕК. ПОКУПКА	

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

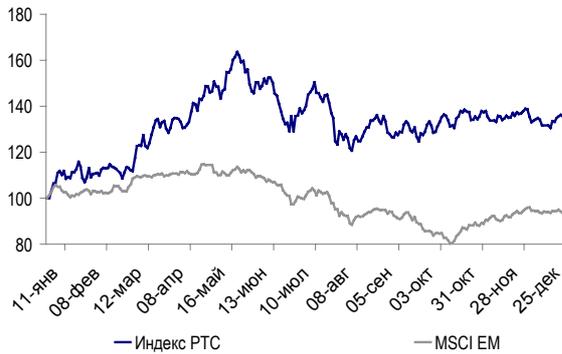
Илл. 9. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 25 декабря 2002 г.

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV прив. к об.	Дисконт %	Дивиденды 2002П \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал Роста	Рекомендация
	MTD	YTD	Макс.	Мин.									
	\$	%	\$	\$									
Нефть и Газ													
Сургутнефтегаз прив.	0,215	-4	7	0,259	0,188	144,2	30	0,0090	4	0,36	67	ПОКУПАТЬ	
Татнефть прив.	0,444	-5	26	0,615	0,325	14,4	44	0,0280	6	0,66	49	ПОКУПАТЬ	
Энергетика													
РАО ЕЭС прив.	0,104	1	-12	0,135	0,066	106,3	18	н/д	н/д	н/д	н/д	Запрещено	
Телекоммуникации													
Ростелеком прив.	0,775	1	61	0,850	0,483	7,3	35	0,0267	3	0,94	21	НАКАПЛИВАТЬ	

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Графики

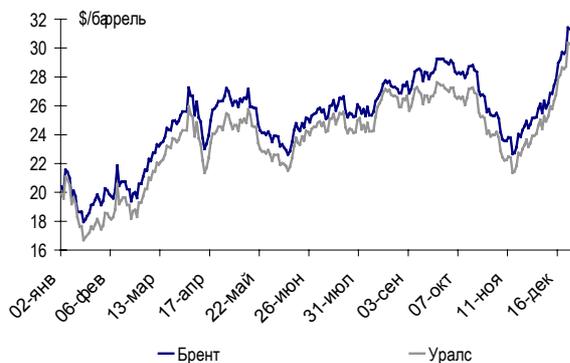
Илл. 10. РТС и индекс MSCI EM, с начала года



Источники: РТС, Рейтер

- Индекс РТС снизился на 3% в декабре при среднем объеме торгов за день в \$13 млн.

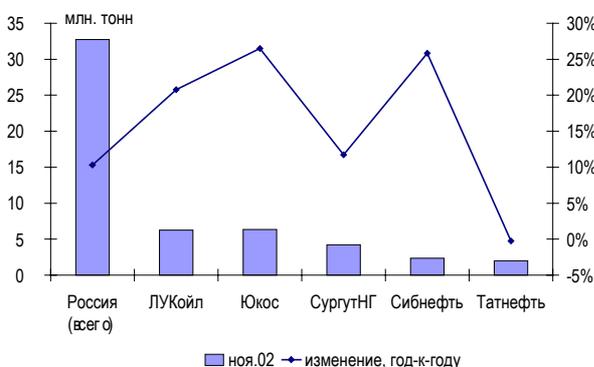
Илл. 12. Динамика цен на нефть, с начала года



Источник: Блумберг

- В отсутствии иракской нефти цена на сорт Уралс поднималась выше цены Брент
- Увеличившийся спред между внутренними и экспортными ценами на нефть стимулировал рост экспорта

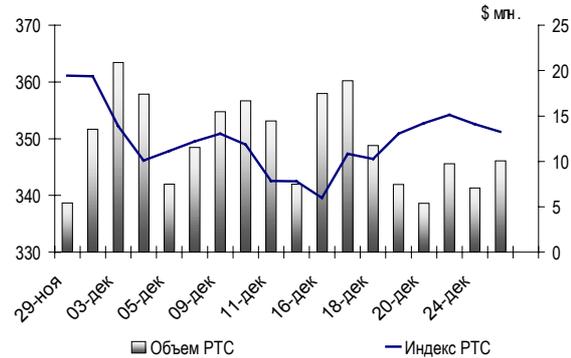
Илл. 14. Добыча нефти компаниями, октябрь 2002г



Источник: Министерство энергетики

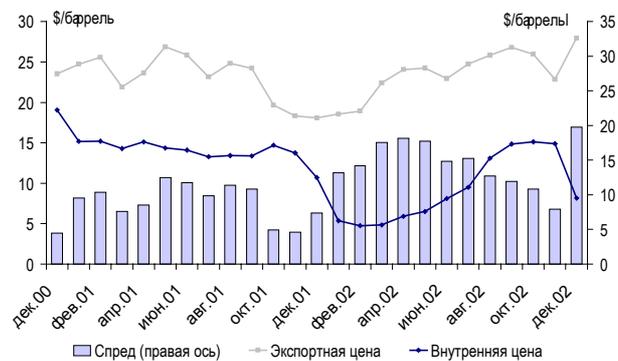
- Добыча нефти выросла на 10% год-к-году в ноябре
- Цены на никель и медь снизились на 4% в декабре

Илл. 11. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

Илл. 13. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2002

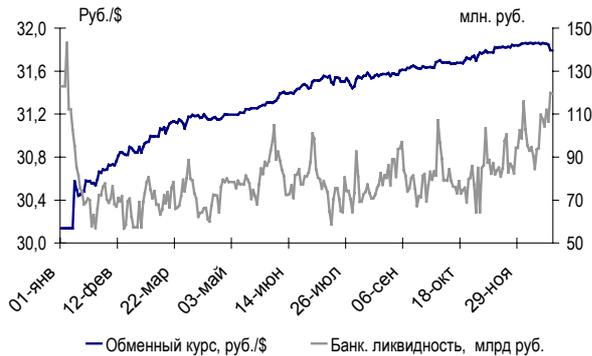


Источник: Министерство энергетики

Илл. 15. Цены на медь и никель, с начала года

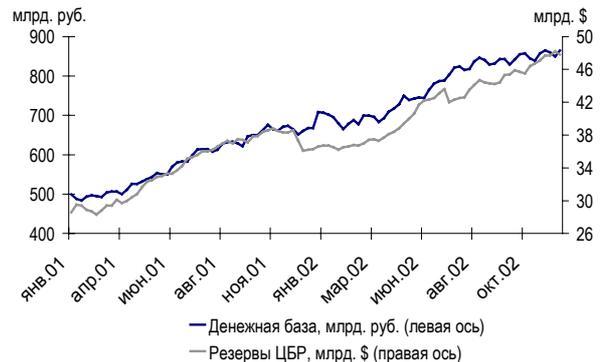


Источник: Блумберг

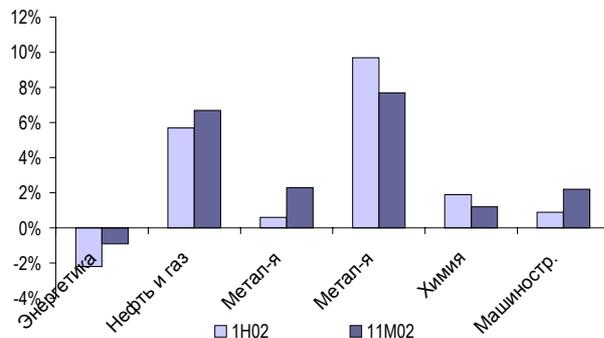
Илл. 16. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Рубль был в декабре крепче, чем ожидалось; мы прогнозируем к концу года 31,9 руб. за доллар
- На фоне высоких цен на нефть резервы ЦБР выросли до \$48 млрд.

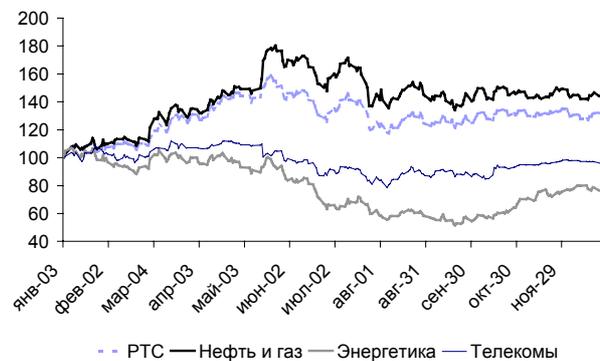
Илл. 17. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года


Источник: ЦБР

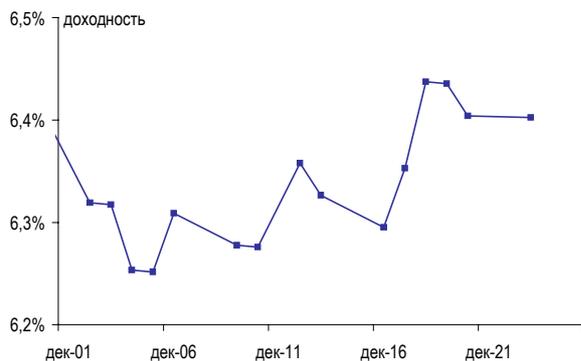
Илл. 18. Динамика промышленного производства, 1П02-11М02г.


Источник: Минфин

- Промышленный рост замедлился по итогам 11М02г.; мы ожидаем 3,5% рост в целом за 2002 г.
- Нефтегазовый сектор с начала года рос быстрее рынка

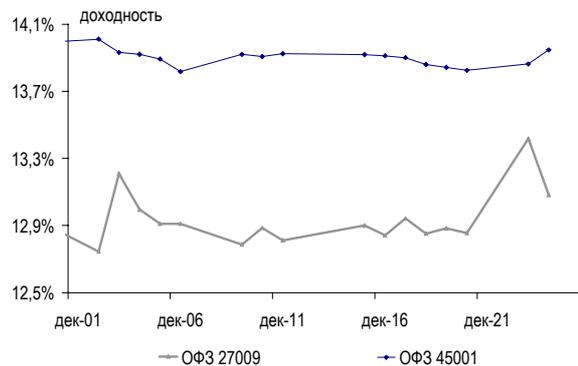
Илл. 19. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 20. Динамика Евро-07, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Фиксация прибыли была поддержана повышением рейтинга России агентством Moody's
- Рынок ОФЗ оставался стабильным на протяжении декабря

Илл. 21. Динамика ОФЗ 27005- 27018, с начала года


Источник: Рейтер

Календарь событий
Илл. 22. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
Январь		
1	Микроэкономика	Упразднение 1% налога на покупку валюты
17	Челябинский трубный з-д	Внеочередное собрание акционеров для внесения изменений с управленческую структуру
17	КамАЗ	Внеочередное собрание акционеров, переизбрание Совета директоров
27	Выксинский Металлургический з-д	Внеочередное собрание акционеров, переизбрание Совета директоров
27	Нефть и газ	Инспекторы ООН представляют результаты своего исследования
В течение месяца	Нефть и газ	Объявление новая дата для аукциона по приобретению лицензии на разработку Талаканского месторождения
В течение месяца	Сибнефть, ТНК	Партнеры планируют объявить детали относительно консолидации Славнефти
В течение месяца	РАО ЕЭС	Совет Думы обсуждает дату второго чтения законопроектов по реформе электроэнергетики

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

По нашим оценкам, по итогам 2002 г. ВВП вырастет на 4%

На первом плане будут не реформы, а данные о состоянии экономики

В январе должны появиться некоторые предварительные макроэкономические данные за 2002 г. По нашей оценке, ВВП в годовом исчислении вырастет на 4%, промышленное производство – на 3,7%. Разница в темпах роста означает, что доля сферы услуг в ВВП увеличивается. Что касается инфляции, то она, по нашим оценкам, составит 15%, а обменный курс рубля к доллару на конец года – 31,9 рубля (ЦБ продемонстрировал решимость удерживать рыночный курс на этом уровне).

В 2003 г. макроэкономические показатели будут напрямую определяться уровнем цены на нефть. При этом мы имеем ввиду не только зависимость России от сырьевых отраслей: нельзя исключать, что в связи с проведением в 2003 г. парламентских выборов весь процесс реформ может временно приостановиться. Подвижки, возможно, будут лишь в банковском секторе, где в последние годы царит относительно затишье. Т.о., если говорить в целом, то в центре внимания по-прежнему будут макроэкономические показатели – прежде всего темпы роста малого и среднего бизнеса, утечка капитала и создание Центробанком нового инструментария денежной политики.

Илл. 23. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П	2003П
На декабрь							
Инфляция	1,0	11,5	1,2	1,6	1,5	1,5	
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	6,0	20,7	27,0	28,2	30,1	31,9	
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28,0	36,6	48	
Годовые							
Рост ВВП, %	0,8	-4,9	5,4	8,3	5	4	3,8
Инфляция, %	11	84	37	20,2	18,6	15	12
Курс рубля на конец года, руб./\$	6	20,7	27	28,1	30,1	33,5	35
Золотовалютные запасы на конец года, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28	36,6	48	55
Сальдо торгового баланса	16,6	16,9	36	61	51	47	38
Экспорт	89	74,9	75,8	105	102	102	98
Импорт	72	58	39,6	44	51	55	60

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

Илл. 24. Основные события

Дата	Событие
29 ноября	Дума приняла закон о реформе ЖКХ в первом чтении. Закон устанавливает четкие разграничения в вопросах регулирования оплаты услуг ЖКХ между разными уровнями власти, конкретизирует структуру и размер оплаты услуг, а также сроки и порядок перехода на новую систему оплаты. Между тем закон не содержит требование о 100% оплате услуг ЖКУ, таким образом, до 2005 года сектор останется на содержании Федерального бюджета.
2 декабря	Объем платежей РФ по внешнему долгу в декабре составляет \$935,1 млн. – Минфин. Около \$492 млн. приходится на погашение основной суммы долга. В том числе странам – официальным кредиторам будет перечислено \$319 млн., международным финансовым организациям – \$172,6 млн. Выплаты купонов по суверенным еврооблигациям в декабре составят \$352,8 млн. В частности, в декабре предстоит выплата купонов по еврооблигациям, погашаемым в 2003, 2007 и 2028 гг.
2 декабря	Добыча сырой нефти в России выросла на 9% до 346,2 млн. т за январь–ноябрь 2002 г. Добыча нефти в ноябре достигла постсоветского пика 8 млн. б/с, на 0,6% выше, чем в предыдущем месяце. Однако следует отметить, что цифры добычи и экспорта вряд ли можно сравнивать на уровне компаний, так как эта статистика не учитывает все дочерние компании холдингов. Например, изменения корпоративной структуры и уровня консолидации таких компаний как ЛУКОЙЛ, ТНК и Сиданко вызвали заметные изменения объемов добычи и экспорта. Тем не менее, Сибнефть (28,2%), Юкос (19,8%) и СургутНГ (11,8%) достигли наиболее значительного роста добычи среди российских компаний.
4 декабря	Цена нефти откатилась на 2,5% с шестинедельного максимума до \$25,95 из-за более крупных запасов нефти в США. Цена сырой нефти сократилась на 2,5% с шестинедельного максимума из-за неожиданного увеличения запасов в США на прошлой неделе, размер которых был опубликован АНИ (API). В соответствии с отчетом, запасы нефти на прошлой неделе увеличились на 3,66 млн. баррелей, т.е. 1,3% до 287,4 млн. баррелей. Тем не менее, они еще на 7,4% ниже чем за тот же период прошлого года, так как забастовка в Венесуэле и инспекции ООН в Ираке угрожают экспорту нефти. В целом, неопределенность около ситуации в Ираке совместно с сезонным увеличением спроса на нефть и относительно низкими запасами удерживают цены на нефть от серьезного влияния еженедельных отчетов.
4 декабря	Аукцион по продаже лицензии Талаканского месторождения отложили, стартовая цена и остальные условия аукциона будут пересмотрены. Министерство природных ресурсов и правительство Якутии приняли решение отложить аукцион по продаже лицензии на разработку Талаканского нефтегазового месторождения. Продажа этой лицензии уже тянется примерно полтора года. Результаты первого аукциона, прошедшего в апреле 2001 г., были аннулированы, так как победитель, Саханефтегаз, не смог предоставить \$501 млн., которые он предложил заплатить за лицензию. Новый аукцион был назначен на 26 декабря, но был отменен из-за необходимости повторного изучения и уточнения большинства условий тендера.
5 декабря	S&P повысило долгосрочный валютный рейтинг РФ на одну ступень до ВВ. Рейтинговое агентство приняло решение повысить долгосрочный валютный рейтинг РФ на одну ступень до ВВ и в местной валюте на две ступени до ВВ+, прогноз рейтингов – стабильный. Краткосрочные рейтинги (в иностранной и местной валюте) подтверждены на уровне В. S&P всегда отличалось консервативным подходом при повышении рейтингов РФ по сравнению с другими рейтинговыми агентствами. В этой связи, решение S&P повысить суверенный рейтинг России до ВВ – что на одну ступень выше оценки Moody's (Ba3) – исключительно позитивная новость для рынка.
9 декабря	После повышения суверенного рейтинга агентство S&P пересмотрело рейтинги и прогнозы ряда российских городов и компаний В частности, агентство повысило до суверенного уровня («ВВ», прогноз стабильный) долгосрочные рейтинги Москвы и Санкт-Петербурга. Также до суверенного уровня был повышен рейтинг Транснефти. Долгосрочный рейтинг ОАО «ЛУКОЙЛ» был повышен до уровня «ВВ-» (прогноз стабильный) – на одну ступень ниже суверенного. Прогноз долгосрочного рейтинга Газпрома (на уровне «В+») был пересмотрен до позитивного.
16 декабря	По данным за девять месяцев 2002 г рост ВВП составил 4%. Более высокий темп экономического роста в 3Кв02 связан, на наш взгляд, с сочетанием двух благоприятных факторов – высокими ценами на нефть при достаточно низком уровне инфляции. Мы ожидаем, что данные по росту ВВП в последние три месяца 2002 г будут не столь впечатляющими. Так, по данным Госкомстата, инфляция за период 1-9 декабря составила 0,5%, что позволяет предположить рост потребительских цен по итогам 4Кв02 на уровне 4,2%. Ускорение инфляции скажется на снижении конкурентоспособности российской продукции. Поэтому мы оставляем свой прогноз роста ВВП по итогам года на уровне 4%.
17 декабря	Агентство S&P вряд ли повысит рейтинги России в 2003 г. В докладе агентства отмечается, что S&P ожидает замедления ключевых структурных реформ в РФ в 2003 г в связи с приближающимися парламентскими и президентскими выборами. В настоящее время рейтинг РФ агентства S&P находится на уровне "ВВ" (прогноз стабильный) – на 2 ступени ниже суверенного. Если агентство не будет повышать российский рейтинг в 2003, мы ожидаем, что РФ сможет достичь инвестиционного уровня только к 2005 г.
18 декабря	Агентство Moody's повысило потолок национального рейтинга РФ и рейтинг российских еврооблигаций до «Ba2» с «Ba3», прогноз стабильный. Одновременно агентство повысило рейтинги 9 регионов РФ. Решение агентства Moody's повысить российский рейтинг лишь на одну ступень оказалось разочаровывающим для многих инвесторов, ожидавших более существенного повышения рейтинга.
19 декабря	Минэкономразвития понизило прогноз роста промышленного производства в 2002 г с 4,2% до 4%. Основным фактором замедления промышленного роста во втором полугодии текущего года является более высокая инфляция во втором полугодии. В результате промышленное производство опять начало замедляться. Поэтому мы оставляем свой прогноз по росту промпроизводства в 2002 г на уровне 3,7% и по росту ВВП – на уровне 4%.
19 декабря	В ходе реструктуризации коммерческого долга было выпущено еврооблигаций в объеме \$1,4 млрд. – Минфин. В том числе объем выпуска еврооблигаций с погашением в 2030 г составил \$1,19 млрд., в 2010 г – \$183,8 млн. Кроме того, кредиторам было выплачено \$171,5 млн. в виде накопленных процентов по купонам за период с 31 марта 2000 г. Оставшуюся часть обязательств по коммерческому долгу планируется обменять на еврооблигации в 2003 г. Промышленное производство в РФ за 11М02 увеличилось на 3,7% против 5,1% годом ранее – Госкомстат
23 декабря	Кабинет министров совместно с ЦБР подготовили поправки к закону «О банках и банковской деятельности», в соответствии с которыми, будет запрещено владение офшорами более 10% капитала банка. Мы не считаем, что введение этих ограничений улучшит прозрачность.
25 декабря	ЦБ планирует упростить с 1 января 2003 г режим вывода средств со счетов типа "С" – первый зампреда Банка России Олег Вьюгин В соответствии с упрощенным режимом функционирования «С»-счетов средства на транзитных счетах необходимо будет депонировать сроком на 1 месяц, а бумаги – сроком на 2 месяца.
26 декабря	РФ осуществит 27 декабря последний в 2002 г платеж МВФ в объеме около \$81,6 млн. – Минфин По графику средства должны быть переведены 27 и 29 декабря. Однако в связи с выходным днем 29 декабря, эти средства будут переведены в пятницу. Все необходимые средства для платежа уже зарезервированы. Платеж будет осуществлен в трех валютах – долларах в объеме 22,5 млн., евро – 40 млн. и английских фунтах стерлингов – 11,7 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей

Константин Резников
(7 095) 795-3612

Анна Бутенко
(7 095) 795-3745

Котировки Brent достигли самого высокого за последние 25 месяцев уровня — \$31,42/баррель

ТНК и Сибнефть приобрели 75% акций Славнефти за \$1,86 млрд.

Нефть и газ

Рост цен на нефть продолжался в течение всего месяца, и 24 декабря котировки Brent достигли самого высокого за последние 25 месяцев уровня — \$31,42/баррель. Сохранению высоких цен способствовал ряд факторов и в первую очередь, возможность американской военной акции против Ирака. Другой фактор – забастовка нефтяников в Венесуэле, продолжающаяся уже четвертую неделю. Ее следствием стало 90%-ное сокращение добычи в стране по сравнению с уровнем ноября в 3 млн. баррелей в сутки. Третий фактор – принятое на встрече ОПЕК 12 декабря решение сократить добычу на 1,7 млн. баррелей в сутки до фактической квоты, которая с начала января составит 23 млн. баррелей в сутки. Эти три фактора в совокупности с сезонным ростом спроса будут удерживать нефтяные цены на высоком уровне до конца текущего и в начале следующего года.

Главным событием уходящего месяца несомненно стал аукцион по продаже 75%-ного госпакета в Славнефти. Славнефть, вероятно, одна из последних крупных российских нефтегазовых компаний, которые в ближайшие несколько лет перейдут из государственной собственности в частную (учитывая, что приватизация Роснефти в ближайшие два года маловероятна). Предполагалось, что аукцион пройдет в обстановке острой конкуренции между его участниками и окончательная цена будет высокой, однако основные заинтересованные компании (в т.ч. ЛУКОЙЛ, Сургутнефтегаз, Роснефть и CNPC) отказались от участия в аукционе до начала торгов. В результате оставшиеся две компании – Сибнефть и ТНК – объединились (на условиях 50 на 50) и выиграли аукцион с окончательной ценой \$1,86 млрд., что лишь на 9,6% превышает стартовую цену и на 11% ниже рассчитанной нами справедливой цены пакета.

Пока остается открытым вопрос, как компании распределят между собой функции по управлению и контролю за приобретенным активом. Возможны три варианта. Первый: Славнефть и ее дочерние предприятия делят на части с условием, что Сибнефть и ТНК получают равные доли в активах. Два других варианта: Славнефть становится частью структуры либо ТНК, либо Сибнефти, после чего другая компания получает пакет акций объединенной компании в обмен на 50% акций Славнефти. В настоящее время очень трудно оценить вероятность любого из этих вариантов. Однако, чтобы уже сейчас учесть, пусть и в предварительном плане, результаты сделки, мы, не дожидаясь окончательного решения партнеров, добавили к оценке стоимости каждой из двух компаний по 50% активов Славнефти. Как сообщили представители Сибнефти, о планах своих дальнейших действий партнеры объявят в течение нескольких недель. Тогда мы сможем скорректировать модели DCF и той, и другой компании.

Газпром

Илл. 25. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	17 108	17 938	17 069	17 262
EBITDA, млн. \$	4 999	6 495	5 833	6 065
Чистая прибыль, млн. \$	2 666	2 933	2 824	3 018
P/E	5,6	5,1	6,1	5,7
EV/EBITDA	6,1	4,7	5,3	5,1
Капитализация, млн. \$	18 776			
EV, млн. \$	30 676			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	184			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 26. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 27. Основные события

Дата	Событие
3 декабря	Североевропейский газовый путь: Газпром ищет помощи у ЕС для финансирования проекта стоимостью \$5,7 млрд. Газовый гигант представил в Москве новый стратегический проект строительства газопровода из России в Германию по дну Балтийского моря. Газопровод длиной 3000 км (1870 миль) пройдет от Выборга до берега Северной Германии, его стоимость оценивается в \$5,7 млрд. Теперь, если Газпрому удастся собрать финансирование для проекта, ожидается, что новый трубопровод начнет перекачивать газ в 2007 г., а к 2009 г. объем транспортировки достигнет 30 млрд. куб. м в год. Это поможет Газпрому расширить экспортные мощности в соответствии с ожидаемым увеличением спроса российского газа Европой с текущих 130 млрд. куб. м в год до 190-200 млрд. куб. м в год к 2010 г.
11 декабря	На вчерашнем заседании Совет Директоров Газпрома не принял бюджет компании и инвестиционную программу на 2003 г. и отложил их рассмотрение на январь следующего года. Компания хочет, чтобы Правительство повысило внутренние тарифы на газ в среднем на 37% (на 40% для промышленных пользователей и на 20% для населения) для финансирования инвестиционной программы общей величиной 188 млрд. руб. (\$5,9 млрд.). В свою очередь, Правительство, представители которого занимают большинство мест в Совете Директоров компании, противостоит такому значительному повышению тарифов и предлагает повысить их только на 20%, а инвестиционную программу сократить на 8 млрд. руб. (\$251 млн.)
16 декабря	СП Газпрома и Роснефти СеверморНГ, оперирующее арктическим месторождением Приразломное, ожидает начать производство нефти к 1Кв05. Нефтяные запасы оцениваются на уровне 607 млн.б. или 83,2 млн.т. (С1+С2 категории по российской классификации). Капитальные инвестиции в развитие месторождения, как ожидается, составят \$1,5 млрд. Производство нефти может быть начато к 1Кв05. Затраты на разведку и разработку ожидаются на уровне \$3,1 за баррель. Амбициозные планы по развитию месторождения Приразломное могут воплотиться позже срока, объявленного компанией.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 28. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 106	11 751	10 635	11 005
EBITDA, млн. \$	3 834	3 861	3 137	3 426
Чистая прибыль, млн. \$	2 109	2 144	1 672	1 938
P/E	6,8	6,6	8,5	7,3
EV/EBITDA	4,2	4,2	5,2	4,8
Капитализация, млн. \$	14 238			
EV, млн. \$	16 278			
Добыча, млн. бнэ	572			
Запасы, млн. бнэ	16 652			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 29. 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) и 37% Гданского НПЗ (Польша)

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 30. Основные события

Дата	Событие
1 декабря	ЛУКОЙл может выручить около \$600 млн. от продажи транспортного бизнеса во 2П03. ЛУКОЙл избавляется от непрофильных активов, как часть программы сокращения издержек. Первой будет продана сервисная компания ЛУКОЙл-Бурение, сделка по продаже которой ожидается до конца первого полугодия 2003 г. на следующем этапе будут проданы транспортные, финансовые и строительные компании.
3 декабря	Правительство разместило 5.9% ЛУКОЙла в форме АДР на ЛФБ за \$775 млн. Правительство завершило размещение 5.9% ЛУКОЙла в форме АДР на Лондонской фондовой бирже. Правительство одобрило продажу, таким образом, сделку можно считать закрытой. Спрос на акции компании значительно превысил предложение, и бумаги были размещены по \$62 за АДР (\$15.5 за акцию), или \$775 млн. за весь пакет. Эта новость позитивна для ЛУКОЙла, так как 50 млн. акций, давящих на рынок, наконец-то проданы, и теперь акции смогут расти на позитивных фундаментальных новостях о программе реструктуризации.
5 декабря	ЛУКОЙл не будет участвовать в покупке 75% акций Славнефти, шансы СургутНГ и Сибнефти увеличиваются. ЛУКОЙл объявил, что не будет участвовать в покупке 75% акций Славнефти, так как это приобретение экономически не обосновано для компании. Ранее компания объявила о намерении использовать \$1,25 млрд. вырученные от продажи 10% доли в Азербайджанском проекте и \$350 от выпуска конвертируемых облигаций для участия в аукционе. На наш взгляд, решение компании логично и должно быть позитивно воспринято инвесторами.
15 декабря	Ирак разорвал контракт с ЛУКОЙлом и двумя другими российскими компаниями на разработку крупного месторождения Западной Курна, ссылаясь на то, что компания не выполнила обязательств по проекту. Западная Курна – одно из крупнейших месторождений Ирака, оценка его резервов варьируется от 7.3 млрд. б. до 20 млрд. б., и как ожидается добыча на месторождении будет достигать 0.6 млн. б/с (38% от текущего производственного уровня ЛУКОЙла). Изначально предполагалось, что срок соглашения истечет в 2020. Тем не менее, до настоящего времени проект был заморожен в связи с санкциями ООН, которые запрещают инвестиции в нефтяную промышленность Ирака. ЛУКОЙл утверждает, что компания не нарушала условий соглашения, и намеревается оспаривать это решение в арбитражном суде в Женеве.
18 декабря	ЛУКОЙл решил не продавать свой пакет в азербайджанском проекте Шахдениз. ЛУКОЙл участвует в нем посредством СП LUKAgir на паритетных началах с итальянской компанией AGIP. LUKAgir принадлежит 10% в проекте. Запасы месторождения Шахдениз оцениваются на уровне 600 млрд. куб. м. газа и 200 млн. тонн нефти (всего 5.23 млрд. б.н.э.). Как ожидается, производство на месторождение начнется в 2005 и достигнет 7 млрд. куб. м. в год в последующие три-четыре года. Решение ЛУКОЙла не выходить из проекта может быть объяснено стратегией компании по активному развитию газового бизнеса.
20 декабря	ЛУКОЙл объявил о продаже 10% азербайджанского месторождения Азери-Чираг-Гюнешли (АЧГ) японской компании Inpex Corp. за \$1,49 млрд. Запасы сырой нефти месторождения оцениваются в 5,11 млрд. баррелей, в настоящее время месторождение добывает 0,13 млн. б/с и ожидается, что добыча вырастет до 1 млн. б/с к 2007–2008 гг. Цена, по которой ЛУКОЙл продаёт свой пакет, подразумевает коэффициент EV/Запасы в \$2,9/баррель, что значительно выше текущей оценки собственных запасов компании (\$0,91/баррель). Продажа этого актива входит в программу реструктуризации ЛУКОЙла.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 31. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 576	3 997	4 070	4 562
EBITDA, млн. \$	1 719	1 861	1 907	2 218
Чистая прибыль, млн. \$	1 305	1 068	932	1 054
P/E	7,6	9,3	10,6	9,4
EV/EBITDA	6,3	5,8	5,7	4,9
Капитализация, млн. \$	9 909			
EV, млн. \$	10 781			
Добыча, млн. бнэ	151			
Запасы, млн. бнэ	4 646			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 32. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Высокий профессиональный уровень руководства компании
- Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)

Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 13%
- Омский НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)

Возможности

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

Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (87%)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 33. Основные события

Дата	Событие
2 декабря	Объем добычи Сибнефти за 11M02 повысился на 28%, экспорт увеличился на 44%. Добыча сырой нефти в России выросла на 9% до 346,2 млн. т за январь–ноябрь 2002 г. Добыча нефти в ноябре достигла пост-советского пика 8 млн. б/с, на 0,6% выше, чем в предыдущем месяце. Однако следует отметить, что цифры добычи и экспорта вряд ли можно сравнивать на уровне компаний, так как эта статистика не учитывает все дочерние компании холдингов. Например, изменения корпоративной структуры и уровня консолидации таких компаний как ЛУКОЙЛ, ТНК и Сиданко вызвали заметные изменения объемов добычи и экспорта. Тем не менее, Сибнефть (28,2%), Юкос (19,8%) и СургутНГ (11,8%) достигли наиболее значительного роста добычи среди российских компаний.
9 декабря	В пятницу Сибнефть приобрела долю белорусского правительства (10.83%) в Славнефти за 6.6 млрд. руб. (\$207 млн.). Эта покупка укрепила нашу позицию относительно того, что Сибнефть является наиболее заинтересованной стороной и наиболее вероятным победителем более крупного аукциона по продаже 75% российского пакета в Славнефти.
16 декабря	Российская Государственная Дума одобрила обращение правительству запретить китайской CNPC участвовать в приватизационном аукционе по продаже 75% госпакета Славнефти. Если правительство согласится с позицией парламента, то CNPC не сможет принять участие в аукционе. В итоге Сибнефть останется наиболее вероятным победителем аукциона, так как все основные конкуренты уже вышли из борьбы, и вряд ли заплатит цену значительно превышающую стартовую (\$1,7 млрд).
17 декабря	Вчера после закрытия торгов китайская компания CNPC неожиданно вышла из участия в аукционе по Славнефти, оставляя Сибнефть и ТНК наиболее вероятными победителями аукциона. CNPC не объясняет этот шаг после консультаций с правительством и РФФИ. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Сибнефти и ТНК.
18 декабря	Сибнефть получила кредит на три года в размере \$150 млн. для финансирования покупки 75% пакета в Славнефти. Заем обеспечен экспортными поставками нефти компании, со льготным периодом в 9 месяцев под ставку LIBOR+3.25%. В результате нового заимствования, отношения долга к собственным средствам компании выросло до 55%. Тем не менее, если Сибнефть купит 75% пакет в Славнефти, соответствующий консолидированный коэффициент упадет до более безопасного уровня – 48%.
19 декабря	Консорциум, включающий Сибнефть и ТНК с долями собственности 50:50 выиграл приватизационный аукцион по Славнефти, заплатив \$1.86 млрд. за 75% в компании (то есть \$0.52 за акцию). Цена, заплаченная за пакет, всего на 9.4% превысила стартовую цену в \$1.7 млрд. Тем не менее, остается вопрос, как две компании планируют контролировать купленные активы и как они поступят с консолидацией дочерних компаний. По нашим оценкам покупка должна увеличить справедливую стоимость Сибнефти на \$0.34 за акцию. Справедливая стоимость ТНК увеличилась на \$710 млн., или на \$0.22 за акцию. А потому мы подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ на акции Сибнефти и ТНК.
20 декабря	Славнефть может быть консолидирована в Сибнефть; при этом ТНК получит пакет в консолидированном холдинге. По словам президента Сибнефти, относительно дальнейших действий со Славнефтью существуют две альтернативы. Первая – разделить компанию и ее дочек на две части. Второй возможностью была названа консолидация Славнефти в Сибнефть, и при этом ТНК получит долю в консолидированном холдинге, и будет получать от Сибнефти дивиденды. Однако позднее в тот же день председатель совета директоров ТНК В. Вексельберг сообщил, что ТНК в свою очередь рассматривает возможность консолидации Славнефти в свою структуру, и, соответственно, передачи пакета в консолидированном холдинге Сибнефти. Явное несоответствие заявлений представителей двух компаний говорит о том, что переговорный процесс относительно Славнефти займет больше времени.
23 декабря	Сибнефть опубликовала операционные результаты за ноябрь, по итогам которого производство выросло до 2.36 млн. т. (0.57 млн.б.с.). То есть выпуск увеличился на 25.8% год-к-году. Экспорт составил 42.3% от объемов производства, или 998,000 т. (0.24 млн.б.с.). Выпуск продуктов переработки возрос только на 4.2% год-к-году, и снизился на 11% по сравнению с предыдущим месяцем. Падение объемов переработки связано с тем фактом, что по сравнению с обычными 0.250-0.350 млн.т. нефти на Московском НПЗ было переработано только 0.068 млн.т.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 34. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 951	6 265	6 000	6 798
EBITDA, млн. \$	2 602	3 180	2 833	3 338
Чистая прибыль, млн. \$	1 840	1 980	1 655	1 978
P/E	6,0	5,5	6,6	5,5
EV/EBITDA	2,8	2,3	2,6	2,2
Капитализация, млн. \$	7 306			
EV, млн. \$	7 306			
Добыча, млн. бнэ	321			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	43 428			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 35. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05)
- Более 75% выручки в валюту

Слабые стороны

- Низкая доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды (3-4%)
- НПЗ компании – один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%)

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 36. Основные события

Дата	Событие
15 декабря	Сургутнефтегаз принял решение не принимать участие в приватизационном аукционе по Славнефти. Компания является уже вторым претендентом, отказавшимся от битвы – ранее ЛУКОЙЛ объявил о выходе из аукциона со ссылкой на экономическую неоправданность подобной покупки для компании. Решение Сургутнефтегаза, отказаться от участия в аукционе, соответствует нашим ожиданиям, и поддерживает нашу позицию, что наиболее вероятным претендентом на победу в аукционе станет Сибнефть. Предвидение такого шага, а также отсутствие каких либо катализаторов на ближайшее будущее, побудило нас понизить рекомендацию на акции компании до НАКАПЛИВАТЬ (см аналитическую записку от 6 декабря).
26 декабря	Дума приняла в первом чтении поправки к закону об АО, который определяет способ, по которому должны рассчитываться и выплачиваться дивиденды. Новый закон должен четко определить, что есть "чистая прибыль". Эта новость особенно важна для Сургутнефтегаза – компании, выплачивающей только 3%-4% чистой прибыли в форме дивидендов (хотя, одни только держатели привилегированных акций должны получать 10%). Если закон вступит в силу в следующем году, мы ожидаем увидеть более высокие дивидендные выплаты по крайней мере держателям привилегированных акций.

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 37. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 997	3 547	3 002	3 187
ЕБИТДА, млн. \$	831	1 032	835	937
Чистая прибыль, млн. \$	702	572	400	493
P/E	2,5	3,0	4,3	3,5
EV/ЕБИТДА	3,2	2,6	3,2	2,8
Капитализация, млн. \$	1 793			
EV, млн. \$	2 636			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 455			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 38. 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%)
- Неразвитые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)
- Выработанные на 90% запасы ведут к более высоким издержкам на добычу

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Юкос

Илл. 39. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	7 309	9 211	9 269	9 589
ЕБИТДА, млн. \$	3 985	4 843	48	5 059
Чистая прибыль, млн. \$	3 473	3 073	3 035	3 232
P/E	6,0	6,7	6,8	6,4
EV/ЕБИТДА	4,9	4,1	410,6	3,9
Капитализация, млн. \$	19 658			
EV, млн. \$	19 658			
Добыча, млн. бнэ	424			
Запасы, млн. бнэ	13 375			
Количество акций, млн.	2 237			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 40. 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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 41. Основные события

Дата	Событие
5 декабря	Промежуточные дивиденды Юкоса по \$0,18, принесут 2% дивидендного дохода. Совет директоров Юкоса одобрил рекомендацию для внеочередного собрания акционеров, назначенного на 31 декабря 2002 г., выплатить промежуточные дивиденды за 9М2002 г. на сумму 12,75 млрд. руб. (около \$400 млн.). Сумма дивидендов на акцию из расчета на год увеличилась, хотя результаты компании за первую половину 2002 г. были хуже, чем в 2001 г. Если они будут одобрены акционерами, промежуточные дивиденды за 9 месяцев 2002 г. составят 5,7 руб. (\$0,179 на акцию), т.е. дивидендный доход составит 2%. Предполагается, что датой закрытия реестра для данных дивидендов будет 15 ноября 2002 г., а платежи будут завершены у 1 марта 2003 г. Годовые платежи дивидендов в 1999, 2000 и 2001 гг. составили 3 млрд. руб. (\$110 млн.), 8,59 млрд. руб. (\$305 млн.) и 15,25 млрд. руб. (\$523 млн.), соответственно.
9 декабря	Юкос увеличит производство нефти на 19% в 2003, экспорт – на 40.6% до 63% от общего выпуска. Юкос объявил об инвестиционных и производственных планах компании на 2003. Компания планирует увеличить производство нефти на 18.6% с 70 млн. тонн (1.4 млн.б.с.), запланированных на текущий год, до 83 млн.т. (1.66 млн.б.с.). Рост производства газа запланирован на 135.7% до 5.6 млрд.куб.м., что укладывается в стратегию компании достичь к 2005 г. уровень производства газа в 15 млрд. куб. м. Объемов переработки запланирован на уровне 30.4 млн. Рост экспорта запланирован на 40.6% до 52.3 млн. т., что подразумевает экспорт 63% добытой нефти (для текущего года соответствующая доля ожидается на уровне 53%). Как запланировано, капитальные затраты компании (включая приобретения) достигнут \$1.29 млрд.
10 декабря	UBS выпускает три транша облигаций, конвертируемых в акции Юкоса, объемом \$350 млн. с возможностью дальнейшего увеличения на \$50 млн. Объем каждого транша составляет \$117 млн.. Облигации будут обмениваться на акции Юкоса с премией к цене акции на закрытие в диапазоне 32-37% (точная величина премии будет объявлена к четвергу). Это значит, что облигации будут обменены на влпоть до 34.91 млн. акций компании. Новый выпуск является реализацией стремления основного акционера Юкоса повысить ликвидность и прозрачность компании, путем снижения собственного пакета и увеличения "free-float". Компания намерена увеличить число акций в свободном обращении с текущих 24% до 35% в течение 5-7 лет.
17 декабря	После долгих переговоров подписано соглашение об интеграции трубопроводов Дружба и Адриа. Это позволит России экспортировать российскую нефть через терминал Омишаль в средиземном море, и, таким образом, избежать препятствие в виде Босфорского пролива. Изначальная мощность на уровне 5 млн. т. (100 тыс. б. с.) будет позднее расширена до 15 млн. т. (300 тыс. б. с.). Стороны согласились на единый тариф в размере \$0.64/т./100 км. Юкос и ТНК гарантировали поставки соответственно в размере 5 млн. т. и 2.5 млн. т. черен нефтепровод. То есть нефтепровод обеспечит дополнительно около 15% экспортных мощностей этих компаний.
24 декабря	Юкос подписал долгосрочное соглашение с крупнейшим польским нефтеконцерном PKN Orlen о ежегодных поставках на НПЗ в размере 3 млн. т. нефти в год. Соглашение заключено до 2009, и может быть пролонгировано на 3 года, и согласно нему объемы поставок поднимаются до 3.6 млн. т. в год (72 тыс. б. с.) с 2004 и до 5.2 млн. т (104 тыс. б. с.) с 2006. Компания станет первой из крупнейших нефтяных компаний, которая будет поставлять нефть в Польшу напрямую – договор поможет Юкоосу снизить затраты и гарантировать будущие экспортные поставки.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ольга Филиппова
(7 095) 795-3735

Энергетика

РАО ЕЭС

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

Илл. 42. Основные события

Дата	Событие
29 ноября	Совет директоров РАО ЕЭС одобрил первую часть списка профильных активов; в Рабочую группу включены два новых члена. Совет директоров РАО ЕЭС решил целый ряд вопросов, включая следующие: (1) Одобрена первая часть списка профильных активов, которые не подлежат продаже до окончания реструктуризации. Первая часть списка включает активы ФСК и активы, которые будут переданы в оптовые генерирующие компании; (2) Решено увеличить число миноритарных акционеров в Рабочей группе до 3 человек. Г. Кобб из Schroders Assets Management и В. Тюренок из Hansberger Global Investors были избраны в качестве новых членов Рабочей группы; (3) Одобрена инвестиционная программа на 2003 г. в размере порядка \$1 млрд. (31,6 млрд. руб.) и механизмы привлечения в сектор стратегических инвестиций на переходный период: контракты на управление оптовыми генерирующими компаниями, Фонд завершения строительства и гарантирования инвестиций; (4) Поручено представителям РАО ЕЭС в Совете директоров Красноярскэнерго одобрить покупку 0,98% Красноярской ГЭС за \$1,44 млн., или \$24,5/кВт, с тем, чтобы обеспечить блокирующий пакет в ГЭС.
2 декабря	Думский комитет предлагает принимать решения по реструктуризации энергокомпаний простым большинством с июля 2005 г. Это означает, что все АО-энерго, которые не будут реструктурированы до июля 2005 г. в соответствии со своими собственными планами, будут реструктурированы по «типовому проекту», так как доли РАО ЕЭС в большинстве из них будет достаточно для одобрения этого решения.
17 декабря	Совет Госдумы сегодня перенес рассмотрение пакета законов о реформе электроэнергетики во втором чтении на 23 декабря. По словам замминистра экономического развития Андрей Шаронова, Совет Думы, возможно, поставит рассмотрение этого пакета на заседании 24 или 25 декабря. Ранее второе чтение пакета законопроектов по электроэнергетике было запланировано на 18 декабря. Ожидается, что В. Путин произнесет речь на форуме «ТЭК России в 21 веке», который откроется сегодня в Кремле. Некоторые наблюдатели считают, что президент выразит своё отношение к реструктуризации энергетики, принятие юридической базы которой неоднократно сталкивалось с препятствиями.
24 декабря	По словам Геннадия Селезнева, на встрече 23 декабря Совет Думы принял решение перенести обсуждение пакета законопроектов по электроэнергетике на 2003 год. Селезнев также сказал, что Совет назначит дату второго чтения в январе 2003 года. Следующее заседание Совета Федерации назначено на 27 декабря. Ожидается, что депутаты в это время будут уже на каникулах. В результате, они смогут вернуться к обсуждению законопроектов только после окончания депутатских каникул.

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 43. Основные события

Дата	Событие
29 ноября	РАО ЕЭС и московское правительство намерены создать Рабочую группу для выработки согласованной позиции по реструктуризации Мосэнерго. На телефонной конференции для инвесторов и аналитиков, организованной консорциумом консультантов Альфа-Банк и Merrill Lynch A. Чубайс заявил, что РАО ЕЭС совместно с московским правительством намерены создать рабочую группу для согласования программы реструктуризации Мосэнерго. Рабочая группа будет включать представителей Мосэнерго, РАО ЕЭС и московского правительства и сможет начать работу после окончательного принятия законов о реформе электроэнергетики.
2 декабря	Заместитель генерального директора Мосэнерго сказал, что дивидендные выплаты за 2002 г. могут быть в два раза меньше, чем в 2001 году, в то время как чистая прибыль ожидается на уровне \$9,5 млн. по сравнению с \$71 млн. в 2001 г. Дивидендные выплаты на сумму около \$8 млн. подразумевают скромную дивидендную доходность — около 1% на обыкновенную акцию. В качестве хорошей новости, генеральный директор Аркадий Евстафьев заявил, что компания подписала долгосрочное соглашение с Газпромом до 2007 г., касающееся ежегодных поставок газа в размере 21,8 млрд. куб. м. по ценам, утверждаемым ФЭК. Кроме того, региональные энергетические комиссии Москвы и области могут повысить тарифы на электро- и теплоэнергию уже в феврале следующего года.

Источник: оценки Альфа-Банка

Андрей Богданов
(7 095) 795-3613

Елена Роговина
(7 095) 795-3742

Телекомы

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Альфа-банк или подконтрольные ему структуры имеют имущественные интересы в компании Голден Телеком. Альфа-банк и подконтрольные ему структуры принимают заказы на сделки с данной ценной бумагой только в том случае, если такие сделки осуществляются не по инициативе Альфа-банка и подконтрольных ему структур.

Илл. 44. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	140	201	345	395
EBITDA, млн. \$	24	61	121	146
Чистая прибыль, млн. \$	-39	28	48	62
P/E	N/3	11,9	6,9	5,4
EV/EBITDA	12,9	5,0	2,6	2,1
Капитализация, млн. \$	332			
EV, млн. \$	308			
Кол-во акций, млн.	24			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 45. 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
- Отсутствие привлекательных активов на мобильном рынке

Возможности

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

Угрозы

- Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источники: оценки Альфа-банка

МТС

Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	893	1 465	1 915	2 057
EBITDA, млн. \$	424	753	957	977
Чистая прибыль, млн. \$	207	316	442	474
P/E	18,4	12,1	8,6	8,1
EV/EBITDA	9,8	5,5	4,3	4,2
Капитализация, млн. \$	3 817			
EV, млн. \$	4 148			
Число абонентов, '000	3 932			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 47. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Покупка Таиф Телком
- Экспансия на новые рынки

Угрозы

- Неопределенность в отношении доли Deutsche Telekom

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 48. Основные события

Дата	Событие
2 декабря	МТС приобрела 19% в Телекоме 900 в среднем по \$159 за абонента. МТС приобрела дополнительный пакет из 19% акций Телекома 900 за \$6,9 млн. — холдинговая компания с участием в уральском, сибирском и дальневосточном мобильных операторах ССС (Сибирские Сотовые Системы 51%), Уралтеле (53,2%) и Дальневосточных Сотовых Системах (60%).
4 декабря	Чистая прибыль МТС за 2001 г. и 1П02 будет сокращена соответственно на \$3 млн. и \$1,6 млн. МТС объявила, что её новые аудиторы Deloitte & Touche 16 декабря представят пересмотренную отчётность за 2001 г. и 1П02 вместе с отчётностью за 3Кв02. В результате, МТС ожидает сокращения показателей чистой прибыли 2001 г. и 1П02 соответственно на \$3 млн. и \$1,6 млн. Это произойдёт по той причине, что новые аудиторы МТС решили иначе, чем ранее, отразить суммы, относящиеся к приобретениям МТС. В результате, будут пересмотрены величины основных средств, лицензий и соответствующих амортизационных начислений за 2001 г. и 1П02.
17 декабря	МТС опубликовала впечатляющие финансовые результаты за 3Кв02. Выручка выросла на 23% кв-к-кв до \$388,5 млн., EBITDA выросла на 27% до \$205,9 млн. и, таким образом, EBITDA рентабельность возросла до 53% с 51% в предыдущем квартале. Чистая прибыль составила \$81,3 млн., что на 25% выше, чем во втором квартале 2002. Сильные результаты компании объясняются высоким ростом числа абонентов (24%) и небольшим ростом ARPU в 3Кв02 до \$25,2 с \$25 во 2Кв02 из-за более высокой среднемесячной продолжительности разговоров (175 минут против 167 минут во 2Кв) и выручки от роуминга. Мы рассматриваем результаты компании как позитивные, однако значительную роль сыграл сезонный фактор. Результаты за 4Кв'02 будут более показательными.
19 декабря	МТС объявила о коррекции своей финансовой отчётности за 3Кв02, которая содержала «некоторые вычислительные ошибки», из-за которых чистая прибыль за 3Кв00 была занижена на \$3 млн. Правильная цифра чистой прибыли — \$84,3 млн., что соответствует росту на 27% кв-к-кв. Однако финансовая отчётность за 9М02 осталась неизменной. Мы считаем, что эта ошибка не будет иметь существенного эффекта на оценку компании, так как оказалось, что новые результаты даже лучше ранее опубликованных, однако любые изменения уже опубликованной отчётности всегдастораживают рынок.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Альфа-банк или подконтрольные ему структуры имеют имущественные интересы в компании Вымпел Коммьюникейшнз. Акции Вымпел Коммьюникейшнз включены в список бумаг,отирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже. Альфа-банк и подконтрольные ему структуры принимают заказы на сделки с данной ценной бумагой только в том случае, если такие сделки осуществляются не по инициативе Альфа-банка и подконтрольных ему структур.

Илл. 49. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	423	813	1 175	1 250
EBITDA, млн. \$	148	311	471	538
Чистая прибыль, млн. \$	47	145	227	253
P/E	37,5	12,2	7,8	7,0
EV/EBITDA	13,1	6,2	4,1	3,6
Капитализация, млн. \$	1 775			
EV, млн. \$	1 941			
Число абонентов, '000	2 159			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 50. 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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 51. Основные события

Дата	Событие
3 декабря	На долю Мегафона пришлось 21% чистых подключений в МЛЗ за счёт ВымпелКома. Консалтинговое агентство AC&M опубликовало показатели рынка мобильной связи за ноябрь. Проникновение мобильной связи в России увеличилось ещё на 0,7 пп. и на конец ноября достигло 11,3%. Московский рынок вырос ещё на 271 000 абонентов, а проникновение в МЛЗ достигло 44,2%. ВымпелКом в регионах, как и ожидалось, начал быстрее расти: количество региональных абонентов перевалило за отметку 1 млн. Поэтому доля компании в чистых подключениях региональных абонентов подпрыгнула до 30% относительно 16% в октябре.
18 декабря	ВымпелКом объявил о завершении покупки 100% компании Extel (крупнейший калининградский оператор GSM-900 с 105,000 абонентов и долей рынка в 65%) за \$25 млн. (\$238/абонент). ВымпелКом также предоставит кредит в размере \$10 млн. компании Extel. Мы расцениваем эту покупку позитивно для ВымпелКома, так как цена на уровне \$238/абонент выглядит привлекательно. Степень проникновения калининградского рынка составляет 17%, по сравнению со средним региональным показателем на уровне 7,4%, и мы полагаем, что из-за особого расположения области уровень проникновения и ARPU будут превосходить средний российский уровень. Extel является лидером с долей рынка в регионе 65%. Более того, Калининградская область станет первой в Северо-Западном макро регионе, где ВымпелКом будет работать в стандарте GSM-900.
25 декабря	ВымпелКом объявил о покупке компании «Восток-Запад», которой принадлежит GSM лицензия в уральском макро-регионе, за \$26.5 млн. (\$1.09 на чел.). Эта лицензия покрывает операции в стандарте GSM-1800 во всем макро-регионе и GSM-900/1800 в 6 областях, включая Екатеринбург. До покупки ВымпелКом работал в уральском макро регионе только через Оренсот. Мы рассматриваем выход на Урал как очень важный и своевременный шаг ВымпелКома. Хотя МТС и Мегафон уже работают в Уральском регионе, проникновение в нем все еще очень низкое (6% по нашим оценкам), в то время, как потенциал один из самых высоких в России. Что касается оценки сделки, то мы полагаем что ВымпелКом заплатил хорошую цену за лицензию.

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	273	325	387	385
ЕБИТДА, млн. \$	126	159	206	201
Чистая прибыль, млн. \$	13	35	81	79
P/E	47,5	17,3	6,2	6,3
EV/ЕБИТДА	5,3	4,2	3,2	3,3
Капитализация, млн. \$	553			
EV, млн. \$	665			
Используется линий, '000	164			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 53. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Относительно ликвидная региональная компания Контрольный пакет МТУ-Информ
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Одни из наиболее устаревших региональных сетей Сильная оппозиция росту тарифов и введению поминутной тарификации
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Выпуск АДР 3-го уровня при сохранении контроля над МТУ-Информом Введение поминутной тарификации в 2003 г.
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах Погашение значительного долга в 2002 г.

Источники: оценки Альфа-банка

Ростелеком

Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	873	877	905	916
ЕБИТДА, млн. \$	319	372	403	414
Чистая прибыль, млн. \$	133	117	120	112
P/E	8,7	9,9	9,6	10,3
EV/ЕБИТДА	3,2	2,7	2,5	2,4
Капитализация, млн. \$	1 059			
EV, млн. \$	1 011			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 55. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2007 г. Обладает инфраструктурой национального значения
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Бизнес не диверсифицирован Отсутствие стратегии развития
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Стать ведущим провайдером услуг Интернет Более справедливая схема расчетов с региональными компаниями
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Консолидация региональных компаний связи Значительная девальвация рубля

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 56. Основные события

Дата	Событие
10 декабря	Выручка Ростелекома по МСФО за 9М02 и ЕБИТДА повысились на 3,5% и 26,6% год-к-году, соответственно, до \$622,8 млн. и \$268,6 млн., тогда как чистая прибыль выросла только на 3,2% до \$94,9 млн. благодаря существенному снижению отложенного дохода по налогам и дополнительной выплате \$23 млн. налога на прибыль от сделки по продаже Совинтела. Норма ЕБИТДА увеличилась до 43,1% с 35,3% в 9М01 в результате роста выручки и снижению операционных издержек на 5,1%. Целевая норма ЕБИТДА компании на 2003 г. останется на уровне 43%, но в будущем будет сокращаться. Мы считаем, что Ростелеком продолжает следовать тенденции последних кварталов со скромным ростом выручки вместе со стабильным сокращением операционных затрат и улучшением рентабельности.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Правительство решило рассекретить информацию о запасах никеля, меди и кобальта

Металлургия

Российское правительство приняло решение рассекретить информацию о резервах никеля, меди и кобальта на двух основных месторождениях – Талнах и Октябрьское. Этого события рынок давно ждал, и мы считаем, что рассекречивание соответствующей информации станет важным катализатором в краткосрочной перспективе. После приобретения контрольного пакета акций американской компании Stillwater Mining Норильский Никель продолжает предпринимать шаги по решению проблем, препятствующих росту продаж палладия. В этих целях правительство и компания решили создать совместное предприятие для реализации МПГ в США. Задача СП — вернуть потребителям уверенность в том, что поставки из России станут стабильными.

Публикация долгосрочной стратегии Норильского Никеля отложена

Норильский Никель вновь отложил дату публикации долгосрочной (до 2015 г.) стратегии развития, публикацию которой мы ожидали в декабре. Правление компании утвердило программу в декабре, но необходимо еще одобрение совета директоров.

Т.о., важнейшими катализаторами для акций Норильского Никеля в краткосрочной перспективе остаются публикация в январе – марте долгосрочной стратегии компании и финансовых отчетов за 1-й и 2-й кварталы 2002 г., а также заключение долгосрочных контрактов на поставку палладия и раскрытие резервов никеля, меди и кобальта. Мы сохраняем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям компании с ориентацией на расчетную цену \$29.

За 11 мес. 2002 г. выпуск стального проката в России увеличился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 3,5%

За 11 мес. 2002 г. производство стального проката в России выросло по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 3,5% (до 44,5 млн т), однако в ноябре снизилось на 3,1% по сравнению с октябрём. У Северстали производство росло на 1,4 п.п. быстрее (+4,9%), чем в среднем по российским предприятиям черной металлургии. По оценкам компании, выпуск стального проката достигнет 8,4 млн т в 2002 г., что практически совпадает с нашим прогнозом – 8,5 млн т. По нашим оценкам, доля Северстали в общероссийском производстве останется на уровне 17-17,5%.

Ряд металлургических комбинатов объявили о своих инвестиционных планах на 2003 г.

Илл. 57. Объявленные инвестиционные планы компаний на 2003 г.

	млн \$
Северсталь	125
ММК	98
НЛМК	200
НТМК	92
Мечел	59

*Примечание: Н/Д – нет данных
Источник: отчеты компаний*

Больше всего капзатраты вырастут у Мечела

Северсталь планирует увеличить капзатраты на 12,5% по сравнению с уровнем текущего года (до \$125 млн.). Из этой суммы \$15 млн. (12%) будет направлено на модернизацию и наращивание мощностей. Больше всего вырастут капзатраты у Мечела (+135% по сравнению с прошлым годом), причем три четверти инвестиций будет использовано на установку установки для непрерывной разливки стали, которая позволит повысить эффективность производства. Финансирование объемной программы капзатрат компания планирует осуществить главным образом за счет собственных средств.

Норильский Никель

Илл. 58. 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	9,6	12,3	5,4	4,4
EV/ЕБИТДА	3,6	4,6	3,3	3,0
Капитализация, млн. \$	4 481			
EV, млн. \$	4 816			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 59. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Диверсифицированная экспортная выручка
- Высокая ликвидность по сравнению с другими компаниями этого сектора

Слабые стороны

- Низкий технологический уровень по сравнению с западными компаниями
- Социальные расходы превышают 100 млн.долл. в мес.

Возможности

- Реализация обновленной программы модернизации
- Разработка новых проектов по производству металлов

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 60. Основные события

Дата	Событие
3 декабря	ГМК Норильский Никель раскроет данные по резервам в 1Кв03. Российское правительство приняло решение рассекретить информацию о резервах никеля, меди и кобальта на двух основных месторождениях – Талнах и Октябрьское. По решению правительства, Министерство природных ресурсов станет ответственным за процедуру рассекречивания информации. Мы ожидаем, что необходимые документы будут подготовлены в течение трех месяцев, и Норильский Никель сможет раскрыть информацию о резервах в 3Кв03. Мы оцениваем резервы никеля в 6-7 млн. т. (срок эксплуатации составляет 27-32 года при текущем уровне производства) и меди на уровне 16-18 млн. т. (34-38 года).
16 декабря	ГМК Норильский Никель объявил о том, что компания и государство создадут СП для продажи МПГ. Almaz USA, дочерняя компания Алмазювелирэкспорта, получит 49% в СП, и Norimet, 100% дочерняя компания Норильского Никеля, оставшиеся 51%. Как планируется. СП создаст резерв палладия и других МПГ за границей, что стабилизирует поставки палладия потребителям. Учреждение СП является частью соглашения между Норильским Никелем и правительством для восстановления доверия рынка к России как к надежному поставщику МПГ. Мы полагаем, что либерализация экспорта МПГ и его координации Норильским Никелем и государством помогут Норильскому Никелю восстановить продажи палладия.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 61. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 789	1 897	2 033	1 857
ЕБИТДА, млн. \$	284	415	492	332
Чистая прибыль, млн. \$	-467	124	179	52
P/E	-2,3	8,5	5,9	20,3
EV/ЕБИТДА	4,0	2,7	2,3	3,4
Капитализация, млн. \$	1057			
EV, млн. \$	1132			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 62. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев CFA

(7 095) 795-3736

Уралмаш продолжает развиваться

Машиностроение

В начале декабря руководство ОМЗ опубликовало новую дивидендную политику, одобренную впоследствии советом директоров. В 2002-2004 гг. выплата дивидендов не предполагается. В 2005 г. это решение может быть пересмотрено при условии, что в течение двух предшествующих лет финансовые показатели компании значительно улучшатся. Мы полагаем, что инвесторы в принципе и не ждут дивидендов, поскольку основной задачей считают рост капитализации. В пользу такого вывода говорит и то, что рынок не отреагировал на сообщение об отсрочке дивидендных выплат. Совет директоров утвердил также программу компенсаций, включающую опционный план для руководителей высшего звена на 11% акций компании, находящихся в стратегическом резерве. Программа должна стимулировать руководителей для обеспечения роста рыночной капитализации.

9 декабря ОМЗ опубликовал консолидированный отчет за 9 мес. 2002 г. по РСБУ. Норма ЕБИТДА осталась на уровне 17%, что в целом соответствует нашему прогнозу по итогам года. Рост выручки от реализации на 21% (до \$270 млн) обеспечен в основном благодаря увеличению продаж бурового оборудования и оборудования для АЭС. В результате активной покупки компаний в 2002 г. выручку удалось увеличить на \$13,7 млн. В целях упорядочения оргструктуры ОМЗ объявил 6-месячный мораторий на приобретение активов (будет действовать до 21 марта). Динамика цены акций компании будет определяться следующими событиями: пуб-

ликация отчета за 2002 г. по РСБУ в 1-м кв. будущего года, отчета за 2002 г. по GAAP с разбивкой данных по направлениям бизнеса, публикация политики компании по приобретению активов в 1-м кв. 2003 г., а также вывод акций на Лондонскую фондовую биржу во второй половине 2003 г.

Активизируется еще одно крупное машиностроительное предприятие

В последнее время заметно активизировалось еще одно крупное предприятие российского машиностроения. В декабре группа «Силовые машины» организовала презентацию для инвесторов. В состав группы, специализирующейся на производстве оборудования для электростанций, входят завод «Электросила», Ленинградский металлургический завод (ЛМЗ), Завод турбинных лопаток и Калужский турбинный завод. В настоящее время холдинговая компания группы – «Силовые машины-Экспорт» (Энергомашэкспорт-Силовые машины), принадлежащая Интерросу – осуществляет консолидацию активов. В первой половине 2003 г., после объединения Электросилы и ЛМЗ, группа планирует вывести акции на РТС. Параллельно завершению второго этапа консолидации предполагается выпуск АДР 1-ого уровня. План мероприятий группы включает также публикацию отчета по МСФО, внедрение SAP R/3, системы контроля за качеством продукции и пр.. Все эти мероприятия имеют своей целью повышение эффективности, а также привлечение инвесторов.

Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	355	394	410	454
EBITDA, млн. \$	55	66	65	78
Чистая прибыль, млн. \$	26	17	23	33
P/E	7,9	12,3	9,0	6,3
EV/EBITDA	4,4	3,7	3,8	3,1
Капитализация, млн. \$	205			
EV, млн. \$	243			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 64. 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 (плавучие буровые платформы)

Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 65. Основные события

Дата	Событие
5 декабря	ОМЗ примет новую дивидендную политику; дивиденды по обыкновенным акциям за 2002-04 гг. не будут выплачиваться. Менеджмент ОМЗ предложил новую дивидендную политику, которую Совет директоров компании рассмотрит 19 декабря. Дивиденды по обыкновенным акциям за 2002-04 финансовые года не будут выплачиваться. В 2005 г. эта политика может быть пересмотрена, в случае если чистая прибыль по US GAAP в предыдущие два года составит более \$50 млн., а общая сумма долга не превысит двукратного размера EBITDA. Дивиденды по привилегированным облигациям будут продолжать выплачиваться, однако их общая сумма незначительна (33 тыс. руб. или \$1 тыс.)
9 декабря	Норма EBITDA ОМЗ за 9M02 осталась на уровне 17%, что соответствует нашим ожиданиям. В соответствии с консолидированной отчетностью ОМЗ за 9M02 (управленческая отчетность, РСБУ), выручка компании увеличилась на 21% до \$270 млн. Основной вклад в выручку внесли дивизионы нефтегазового оборудования и оборудования для АЭС, чья выручка увеличилась соответственно на 152% и 17%. Хотя дивизион нефтегазового оборудования остаётся основным профит-центром ОМЗ, так как он заработал в 9M02 33% валовой прибыли компании (25% в 9M01), его прибыль значительно сократилась: норма валовой прибыли составила 50% в 9M01 и 30% в 9M02. Дивизион оборудования для АЭС сохранил высокий уровень прибыльности, в 9M02 норма валовой прибыли составила 49%. Норма EBITDA за 9M02 оказалась равной 16,7%, что похоже на уровень 9M01 17% и совпадает с нашими ожиданиями на 2002 г. — 17%. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акции.
24 декабря	19 декабря Совет Директоров ОМЗ одобрил введение новой дивидендной политики. По обыкновенным акциям никаких дивидендов не будет выплачено за 2002-04 финансовые года. В 2005 г. эта политика может быть изменена, если компания покажет в 2003-04 годам чистую прибыль по US GAAP, превышающую \$50 млн., а суммарный чистый долг компании не превысит двукратного уровня EBITDA.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Пищевая промышленность и розничная торговля

В прошлом месяце производство пива выросло на 11% к ноябрю 2001 г.; наш прогноз производства на 2002 г. – 70,5 млн гл

Пивоваренным компаниям не удалось снизить пошлины и акцизы, и они начали сокращать издержки

С начала года Вимм-Билль-Данн приобрел 8 заводов; скупка активов продолжится и в 2003 г.

В конце ноября котировки ГУМА взлетели на 50% и, возможно, останутся на этом уровне до достижения соглашения между конкурентами

Как мы и предполагали, в ноябре и начале декабря возобновился рост производства пива, и он, по нашим прогнозам, достигнет 70,5 млн гл за 2002 год (на 12% больше объема 2001 г.). Для отрасли это хорошая новость: в предыдущие два месяца наблюдался спад производства пива в России, и дальнейший рост отрасли был под вопросом. По нашим оценкам, в 2003 г. производство пива в целом вырастет на 8,2% и составит 76,2 млн гл.

После безуспешных попыток изменить постановления правительства об увеличении пошлин на импортируемую алюминиевую тару и акцизов на пиво, пивоваренные компании сосредоточили усилия на сокращении издержек. Вторая по величине пивоваренная компания страны – Сан Интербрю – собирается в будущем году сократить персонал на 10% и урезать расходы по дистрибуции продукции. Его основной конкурент – Балтика – направит в следующем году \$75 млн на финансирование программы по сокращению издержек, т.е. половину своего инвестиционного бюджета 2003 г. Мы полагаем, что успешная реализация плана по сокращению издержек будет одним из основных факторов роста акций компании.

Недавно Вимм-Билль-Данн завершил восьмую (и, по-видимому, последнюю) в этом году сделку по приобретению активов. Компания растет быстрее рынка в целом, и стремится обеспечить свое присутствие во всех крупных городах России. Следует отметить, что в последнее время в пищевой промышленности появилось много крупных компаний, и конкуренция, особенно в московском и северо-западном регионах обостряется. В связи с этим стратегия Вимм-Билль-Данна, ориентированная на быстрый выход на основные рынки, является важной составляющей его успешной деятельности в будущем. Мы полагаем, что в 2003 г. Вимм-Билль-Данн будет продолжать скупать активы.

В последнее время объектом притязаний конкурирующих фирм оказался ГУМ – один из известнейших российских торговых домов. ОАО Перекресток (крупнейшая сеть супермаркетов) объявил, что планирует увеличить свою долю в капитале ГУМа – предположительно до 30%. Его основной конкурент – Седьмой Континент – решил также получить долю в капитале ГУМа. В результате конкуренции, в течение последней декады ноября котировки ГУМа подскочили на 50% до \$2,10 за акцию. Несмотря на то, что фундаментальные показатели компании не претерпели существенных изменений, ее акции, возможно, будут держаться на нынешнем уровне до тех пор, пока конкурирующие фирмы не придут к соглашению.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 66. 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	25,36	18,57	15,98	14,70
EV/ЕБИТДА	12,26	10,03	8,20	7,81
Капитализация, млн. \$	805			
EV, млн. \$	903			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 67. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 68. Основные события

Дата	Событие
4 декабря	Вимм-Билль-Данн остается лидером в молочной промышленности и соках; выручка выросла на 20%, рост чистой прибыли составил лишь 2% год-к-году за 9M02. Вимм-Билль-Данн (ВБД), российский лидер в молочной промышленности и соках, опубликовал финансовые результаты за 9M02 по GAAP. Компания продемонстрировала высокий рост продаж, на 20.3% (рост продаж молочных продуктов составил 14%, а рост продаж соков – 36.9%). Компания продолжает агрессивно расширяться посредством покупок и органического роста. В 3Кв02 ВБД приобрел Бурынский молочный завод, таким образом, добавив 110 тыс. т. мощностей по выпуску молочных продуктов в год, а также склад в московской области для оптимизации дистрибуции готовой продукции.
24 декабря	ВБД увеличил свое присутствие на рынке Башкортостана путем покупки второго молочного комбината. Вчера компания объявила о покупке 85% акций Туймазинского молочного завода за \$1,5 млн. Эта новость соответствует стратегии ВБД по поглощению и увеличению мощностей производства сыра. В официальном заявлении компания подчеркивает, что регион является источником недорогого сырого молока, что в будущем должно снизить затраты на себестоимость продукции. Мы положительно оцениваем данную новость, и хотим отметить, что компания купила завод по \$16,96 за тонну ежегодного выпуска, что на 17% дешевле последней покупки, осуществленной в прошлом месяце (Бурынский завод по производству сухого молока).

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	537	715	830	946
ЕБИТДА, млн. \$	203	256	299	324
Чистая прибыль, млн. \$	129	158	190	206
P/E	10,79	8,79	7,33	6,77
EV/ЕБИТДА	6,89	5,47	4,68	4,33
Капитализация, млн. \$	1 392			
EV, млн. \$	1 401			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	121			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 70. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-банка

Сан Интербрю

Илл. 71. 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	21,01	24,54	6,06	5,11
EV/EBITDA	5,81	7,05	3,40	3,12
Капитализация, млн. \$	422			
EV, млн. \$	496			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 72. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

Возможности

- Программа фокусировки продаж на основных марках обеспечит рост выручки

Угрозы

- Замедление темпов роста потребления пива в России

Источники: оценки Альфа-банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	83	84	101	121
EBITDA, млн. \$	17	16	20	25
Чистая прибыль, млн. \$	8	9	12	14
P/E	16,10	13,56	10,44	9,32
EV/EBITDA	8,20	8,46	6,94	5,46
Капитализация, млн. \$	126			
EV, млн. \$	136			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 74. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Наиболее известное российское предприятие розничной торговли
- Удачное местоположение

Слабые стороны

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

Возможности

- Рост доходов российских потребителей

Угрозы

- Ужесточение конкуренции, особенно в центре Москвы

Источники: оценки Альфа-банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

В 1П03 внимание правительства будет сосредоточено на системе страхования вкладов и либерализации банковских акций

На 14 января запланирована телеконференция по Сбербанку

Банковский сектор

Банковская реформа, по-видимому, будет одной из первоочередных задач правительства в первой половине 2003 г. Во-первых, ЦБ должен представить предложения по либерализации рынка акций банковских учреждений и допуску на него нерезидентов. Недавняя отмена 12%-ного потолка на участие нерезидентов в капитале банков значительно повышает вероятность либерализации рынка банковских акций. Второй вопрос в повестке дня – система страхования вкладов. Мы полагаем, что дискуссии по этому вопросу будут, как и прежде, носить острый характер, поскольку критерии участия комбанков в данной системе трудно выразить в формализованном виде.

24 декабря состоялось заседание совета директоров Сбербанка, на котором обсуждались отчет за 9 мес. 2002 г. и инвестиционный план. 14 января мы планируем организовать телеконференцию с представителем миноритарных акционеров Сбербанка Вадимом Клейнером, в ходе которой он поделится впечатлениями об этом заседании.

Сбербанк

Илл. 75. 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	3,9	3,3	3,0	2,9
Капитализация, млн. \$	3 702			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 76. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 77. Основные события

Дата	Событие
4 декабря	Клейнер приводит аргументы в пользу возможного роста прибыли Сбербанка на \$780 млн.; рынок вряд ли на него отреагирует, мы сохраняем цену \$265. Представитель миноритарных акционеров в совете директоров Сбербанка, Вадим Клейнер заявил на конференции Адама Смита, что менеджмент Сбербанка упускает возможности улучшить эффективность банка. Клейнер полагает, что Сбербанк теряет \$780 млн. выручки в год, предоставляя слишком дешевые кредиты крупным российским компаниям, а также теряет \$50 млн. из-за дешевых 5%-ных кредитов менеджерам.

Источник: оценки Альфа-Банка

Валентина Крылова
(7 095) 795-3742

Екатерина Леонова
(7 095) 785-9678

В декабре на рынке преобладала фиксация прибыли и, соответственно, нисходящий ценовой тренд

В январе под влиянием растущего спроса российские облигации начнут расти...

...выпуск еврооблигаций в рамках реструктуризации коммерческого долга не будет препятствием

Рынок облигаций

С 10 декабря на российском рынке облигаций установился нисходящий ценовой тренд. Фиксация прибыли была усилена решением агентства Moody's повысить суверенный рейтинг России лишь на одну ступень. Так как рынок ожидал повышения сразу на две ступени, то эта новость разочаровала инвесторов. Однако из-за резкого роста цен в начале месяца изменение цен по итогам декабря оказалось незначительным (менее 0,5% по большинству выпусков). В декабре объемы торгов значительно сократились и активность была невысокой, что объясняется предстоящими рождественскими праздниками.

По нашим оценкам, в январе цены российских облигаций вырастут на 1-2,5%. Рост будет происходить преимущественно в начале месяца на фоне растущего спроса. В начале года инвестиционные фонды обычно пересматривают свои портфели. Позитивное отношение инвесторов к России, скорее всего, приведет к увеличению доли российских активов в инвестиционных портфелях, а, значит, и к активизации покупок российских облигаций.

На наш взгляд, выпуск еврооблигаций на сумму \$1,4 (Евро-30 на \$1,19 млрд. и Евро-10 на \$184 млн.) в рамках реструктуризации долга внешнеторговых организаций СССР не приведет к снижению котировок. Во-первых, мало кто из инвесторов захочет продавать еврооблигации сразу же после завершения сделки, а те, кто планировали уже открыть короткие позиции. Во-вторых, рынок остается достаточно емким: со 2 по 6 декабря объем размещения на развивающихся рынках превысил \$2 млрд., что свидетельствует о сохранении высокого спроса на высоко рискованные активы. Это означает, что рынок легко сможет легко абсорбировать возможное увеличение предложения российских суверенных облигаций.

Илл. 78. Основные события

Дата	Событие
3 декабря	Инвесторы остались довольны первыми результатами встречи между представителями правительства Турции и МВФ: достигнута договоренность по ключевым аспектам экономической программы. Т.о., опасения, что новое правительство может отказаться от сотрудничества с Фондом оказались необоснованными.
4 декабря	МДМ-Банк разместил 3-летние еврооблигации на сумму \$125 млн. с доходностью 10,75%. По облигациям будет выплачиваться полугодовой купон в размере 10,75%. Долгосрочный рейтинг МДМ-Банка находится на уровне «В-» (по методологии агентства S&P), «В» (по методологии агентства Fitch).
5 декабря	S&P неожиданно повысило рейтинг РФ на одну ступень до ВВ. Поскольку S&P всегда отличалось консервативным подходом при повышении рейтингов РФ, это решение, несомненно, позитивная новость для рынка. Вместе с тем некоторые инвесторы посчитали момент удобным для фиксации прибыли, и цены российских облигаций несколько снизились.
6 декабря	После повышения суверенного рейтинга агентство S&P пересмотрело рейтинги ряда российских компаний и городов. В частности, агентство повысило с ВВ- до ВВ долгосрочные рейтинги Москвы, Санкт-Петербурга и ОАО «Транснефть». Долгосрочный рейтинг ОАО «ЛУКОЙЛ» был повышен до уровня «ВВ-».
10 декабря	РФ выплатила очередной купон по еврооблигациям с погашением в 2003 г. в сумме \$73,4 млн.
10 декабря	Решение ФРС США оставить процентные ставки США без изменений не стало для инвесторов неожиданностью.
13 декабря	Президент Бразилии объявил состав правительства. Инвесторы оптимистично встретили новые назначения.
13 декабря	Европейское сообщество решило отложить рассмотрение вопроса о возобновлении переговоров с Турцией по поводу вступления в ЕС до декабря 2004 г. Эта новость негативно отразилась на рынке, поскольку правительство Турции надеялось начать переговоры уже в будущем году.
18 декабря	Бразильский Центробанк принял решение повысить ключевую процентную ставку Selic с 22% до 25% годовых. Поскольку инвесторы ожидали меньшего повышения ставок – на 2 процентных пункта – решение ЦБ вызвало рост цен бразильских облигаций. Инвесторы полагают, что столь существенное повышение ставок поможет приостановить обесценение местной валюты и тем самым замедлит рост стоимости обслуживания внешнего долга.
17 декабря	Решение агентства Moody's повысить рейтинг РФ лишь на одну ступень (с Ва3 до Ва2) привело к некоторой активизации продаж российских облигаций.
19 декабря	Валютный аукцион для нерезидентов-владельцев счетов типа «С» ЦБ объемом \$100 млн. Спрос \$6,38 млн. был полностью удовлетворен.

Источник: оценки Альфа-Банка



Илл. 79. Динамика валютных облигаций на 23 декабря 2002 г.

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 4	14.05.2003	99,25	0,25	4,9	3,02	0,37
Минфин 5	14.05.2008	78,88	0,16	8,0	3,80	4,54
Минфин 6	14.05.2006	88,38	0,43	7,0	3,39	3,00
Минфин 7	14.05.2011	69,00	2,60	8,3	4,35	6,60
Минфин 8	14.11.2007	84,50	0,90	6,9	3,55	4,38
Еврооблигации						
Евро-03	10.06.2003	103,38	-0,24	4,3	11,37	0,45
Евро-05	24.07.2005	108,38	0,46	5,2	8,07	2,25
Евро-07	26.06.2007	113,88	0,00	6,4	8,78	3,52
Евро-10	31.03.2010	105,75	-0,35	6,9	7,80	0,07
Евро-18	24.07.2018	119,50	1,16	8,7	9,21	7,77
Евро-28	24.06.2028	132,38	0,28	9,4	9,63	8,82
Евро-30	31.03.2030	79,25	1,12	9,1	6,31	0,06
Муниципальные облигации						
Москва-04, €	25.10.2004	106,00	0,11	6,7	9,67	1,64
Москва-06, €	28.04.2006	109,88	0,12	7,5	9,97	2,63
Ниж. Новгород	10.03.2002	92,00	-0,81	16,1	9,51	0,07
Корпоративные облигации						
ММК, €	18.02.2005	96,33	1,80	12,0	10,38	1,68
Роснефть	20.11.2006	110,50	0,11	9,5	11,54	3,06

Источники: Рейтерб оценки Альфа-Банка

Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743

Технический анализ

**Индекс РТС: долгосрочная тенденция
изменяется в сторону роста**

Илл. 80. Индекс РТС – Основные технические индикаторы, 26 декабря 2002 г.

Инд	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 16-20 декабря				
		Краткосрочный	Долгосрочный									
РТС	ШОРТ	350-355	Медвежий	Нейтральный	C4	391,17	Максимум 10.07.02	П1	347,57	26-недельная МА	Откр.	342,52
		Цель 325-333	Меняется	Меняется	C3	380,55	61,8%-ная FiboR	П2	341,00	Динам. поддержка	Макс.	352,72
	ПОКУПКА	360	на восходящий	на восходящий	C2	368,38	Минимум 19.07.02	П3	338,81	Минимум 16.12.02	Мин.	338,81
		Цель 380-390			C1	359,58	Граница треугольника	П4	324,10	Минимум 20.09.02	Закр.	352,72

Источник: оценка Альфа Банка

- На наш взгляд, только пробой выше уровня 360 откроет дверь для роста к 380-390 и выше
- Мы держим наши короткие позиций, открытые по 350-355; Stop-loss переносится на 355
- Наша рекомендация – ДЕРЖАТЬ короткие позиции ниже 355 с целью 325-333
- Мы также советуем ПОКУПАТЬ спекулятивно выше 360 с технической целью 380-390

Илл. 81. Индекс РТС – Недельные технические индикаторы по состоянию на 26 декабря 2002 г.



Fri Dec 27 2002 11:42:55

CQG © 2002

Источник: CQG, оценка Альфа Банка

Классический технический анализ

На РТС завершено формирование крупной модели продолжения тенденции «симметричный треугольник»

С позиции классического технического анализа индекс РТС в настоящее время совершает колебательные движения внутри крупной графической формации «симметричный треугольник» (см. Илл. 81), которая ограничена двумя сходящимися линиями тренда: верхней нисходящей линией и нижней восходящей линией. Симметричный треугольник обычно является моделью продолжения и представляет паузу в существующем тренде, после которого первоначально существующий тренд возобновляется. Как

показано на Илл. 81, господствующий ранее на РТС долгосрочный тренд был явно бычьим, и, таким образом, более предпочтителен сценарий, в котором треугольная консолидация завершится пробоем верхней границы треугольника. Поэтому мы видим достаточно неплохие шансы прорыва вверх симметричного треугольника, за которым может последовать быстрый рост индекса РТС, по крайней мере, до уровня 380.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 82. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 26 декабря 2002 г.



Краткосрочный тренд на РТС все еще медвежий, но меняет свое направление в сторону повышения

Краткосрочный тренд на РТС остается нисходящим, но меняет свое направление в сторону повышения. На это прямо указывают медленная и быстрая линии тренда в верхней части Илл. 82. В частности, линия краткосрочного тренда недавно миновала свое дно и начала медленный рост. Дневная линия быстрого тренда (результат наложения составного волнового цикла на линию краткосрочного тренда) недавно прошла свою вершину и начала падать. Обе быстрая и медленная линии в настоящее время находятся ниже дневной линии динамического сопротивления, что обычно считается краткосрочным медвежьим индикатором.

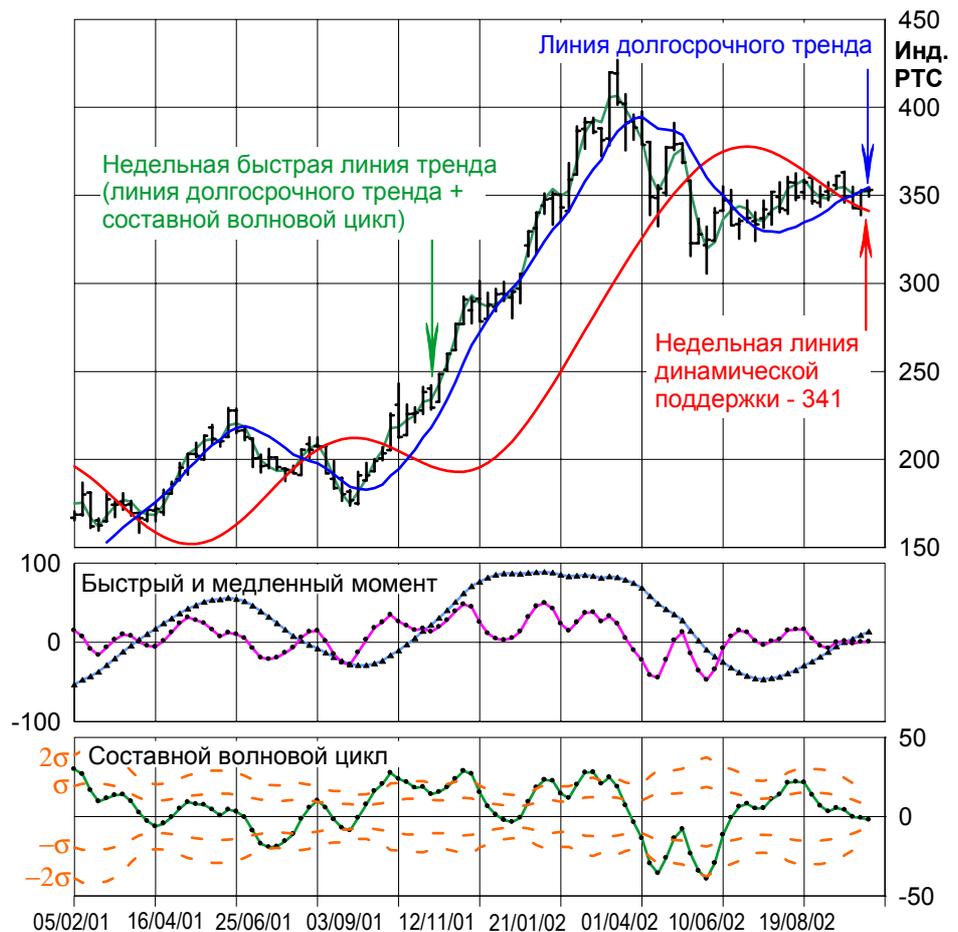
Линия быстрого момента остается на положительной территории и пока понижается, что в краткосрочном плане указывает на возможное возобновление падения индекса РТС. Линия медленного момента в средней части Илл. 82 остается на негативной территории, и продолжает слегка расти, что, тем не менее, указывает на медвежий рынок (момент отрицателен по значению).

Краткосрочная составная волна сформировала свой гребень и начала движение вниз

Краткосрочная составная волна сформировала свой новый гребень несколько дней назад и начала двигаться вниз. Также как и в прошлом месяце, волатильность краткосрочного составного цикла остается низкой, что указывает на большую вероятность начала сильного движения на РТС в течение нескольких следующих недель. Мы по-прежнему уверены, что ожидаемое сильное движение начнется с широкодиапазонного дня, и будет затем сопровождаться резким увеличением волатильности краткосрочной составной волны (амплитуда рыночных циклов резко возрастет).

Долгосрочный тренд и циклы

Илл. 83. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 26 декабря 2002 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Долгосрочный тренд нейтральный и тоже разворачивается в сторону повышения

Формально, уже сейчас, мы должны рассматривать долгосрочный тренд на РТС как бычий по следующим причинам. Во-первых, уже несколько недель назад линия долгосрочного тренда миновала свое дно, и в настоящее время растет, находясь выше недельной линии динамической поддержки (см. Илл. 83). И, во-вторых, медленный недельный момент стал положительным по значению и продолжает увеличиваться. Текущее значение индекса РТС и последние точки на недельной быстрой линии тренда находятся выше недельной линии динамической поддержки (аналог 26-недельной МА), что увеличивает вероятность оживления на РТС в среднесрочном плане.

И только стремящийся к нулю медленный момент наряду с находящимся в фазе падения долгосрочным волновым циклом пока заставляя нас

Долгосрочная составная волна падает вблизи нуля

Основной уровень сопротивления на РТС – 360

Мы полагаем, что индекс РТС вновь стал иметь неплохие шансы достичь значений 380-390 в среднесрочной перспективе

рассматривать долгосрочную тенденцию на РТС как нейтральную, но меняющуюся в сторону повышения.

Долгосрочная составная волна падает в нейтральной области вблизи нулевого уровня. Волатильность долгосрочной составной волны заметно понижается, что сильно ограничивает потенциал падения на РТС.

Уровни поддержек и сопротивлений

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений РТС показаны на Илл. 80 и Илл. 81. Основной уровень сопротивления (360) определяется текущим значением нисходящей линии тренда. Сильная область сопротивления – 380-391 ограничена уровнем 61,8%-ной коррекции Фибоначчи и локальным максимумом индекса РТС, установленным в июле 2002 г. Основным уровнем поддержки остается 305. Другая (не менее важная) сильная область поддержки 339-341 ограничена текущими значениями недельной динамической линии поддержки и восходящей линии тренда (нижняя граница симметричного треугольника).

Потенциал роста и падения

На основе вышесказанного мы пришли к следующим выводам.

1. Мы полагаем, что индекс РТС вновь стал иметь неплохие шансы достичь значений 380-390 в среднесрочной перспективе, так как почти все долгосрочные индикаторы выглядят достаточно привлекательно с точки зрения “быков”. Однако, на наш взгляд, только пробой выше 360 откроет дверь для роста к более высоким уровням.
2. Как и один месяц назад, мы ожидаем резкого увеличения волатильности на РТС, в результате чего возможны как сильный рост, так и сильное падение.
3. Мы держим половину наших коротких позиций, открытые между 350 и 355; Stop-loss ордер перенесен на 355. На наш взгляд, нерационально держать короткие позиции выше уровня 355.
4. Мы рекомендуем инвесторам ДЕРЖАТЬ короткие позиции ниже уровня 355 и делать СПЕКУЛЯТИВНЫЕ ПОКУПКИ немного выше уровня 360 с целью 380-390.

Наиболее оптимистический сценарий включает в себя пробой вверх крупномасштабной треугольной формации (текущий уровень около 360) и последующий рост индекса РТС до 400 уже в январе 2003.

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

Телекоммуникации/Интернет

Андрей Богданов, Елена Роговина

Металлургия, потребительские товары

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

Энергетика, Транспорт

Ольга Филиппова

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 оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и его дочерние компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, берут на себя валютный риск. Вложения в России сопряжены со значительным риском, и поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной третьей стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерним предприятием Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица, на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.