

Россия 2003: Качественное изменение рейтинга

3 декабря 2002

www.alfabank.ru

Москва

Нефть ещё в центре внимания. Рост цен на топливо во 2П03

- **Оптимизм инвесторов угасает по мере снижения нефтяных цен, однако российская экономика в целом уже не так сильно зависит от конъюнктуры рынка нефти.** Мы полагаем, что во 2-м кв. 2003 г. цена нефти снизится, но во второй половине года снова вырастет (по итогам будущего года она составит в среднем \$17/барр.). Такой уровень цен соответствует экономическому росту на уровне 3-4% в год, и позволяет сформировать сбалансированный бюджет, не прибегая к заимствованиям на зарубежном рынке или кредитам ЦБ.
- **Поскольку инвесторы не знают, какой будет цена нефти в первой половине будущего года, в их представлении инвестиции в российские бумаги становятся более рискованными.** Котировки акций нефтяных компаний и облигаций могут снизиться, но суверенные бумаги не должны подешеветь слишком сильно. В случае если ситуация будет развиваться в соответствии с нашим базовым сценарием, то во второй половине 2003 г. мы станем свидетелями резкого роста котировок бумаг. Россия должна приложить максимум усилий с тем, чтобы в начале 2004 г. получить инвестиционный рейтинг, а затем — вступить в ВТО.
- **Нефтегазовый сектор: основной фактор роста цен акций – динамика мировых цен на нефть; список наших рекомендаций возглавляют ЛУКОЙЛ, ЮКОС и Газпром**
- **Связь: стабилизация мировой экономики в 2003 г. будет выгодна российским компаниям; список рекомендаций возглавляют – Вымпелком и Голден Телеком**
- **Металлургия, машиностроение: рост цен на этих рынках будет выгоден НорНикелю и ОМЗ**
- **Несмотря на реформирование отрасли, Сбербанк пока сохраняет монопольные позиции; рост доходов населения будет выгоден компании Вимм-Билль-Данн**

Основные факторы роста в 2003 г.*

- Низкий уровень учетной ставки во многих странах
- Возобновление экономического роста в ведущих странах мира
- Рост объёма инвестиционных потоков на международных рынках капитала
- Дальнейшее снижение российского риска, в частности, после стабилизации нефтяных цен
- Дальнейшие мероприятия по получению инвестиционного статуса
- Сужение спрэдов по суверенным бумагам и отдельным выпускам корпоративных облигаций
- Объединение активов нефтяных компаний
- Увеличение объёма инвестиций за счет вложения пенсионных средств на фондовом рынке
- Продолжение реформ в ключевых областях экономики
- Либерализация рынка акций Сбербанка и Газпрома

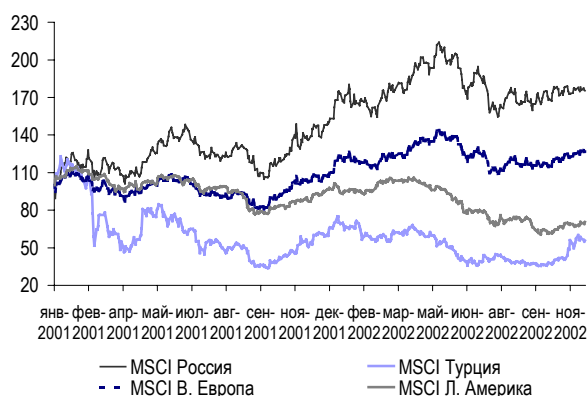
Прим.: * с учетом возможного «провала» нефтяных цен
 Источник: оценка Альфа-Банка

Рекомендуемые бумаги

Суверенные облигации	Суверенные еврооблигации с погашением в 2028 г. и 2030 г.
Корпоративные облигации	Вымпелком и последний выпуск облигаций Сибынефти (доходность 10,75%)
Неэкспортеры	Голден Телеком, Вымпелком, Южный Телеком, Сибирь Телеком, Вимм-Билль-Данн и Сбербанк
Реструктуризация нефтяных компаний	Уфанефтехим, Салаватнефтеоргсинтез, Саратовнефтегаз и Удмуртнефть
Нефтяная инфраструктура	ЧТПЗ и ВМЗ
Ведущие нефтегазовые компании	ЛУКОЙЛ, ЮКОС и Газпром
Рост мировой экономики	Норильский Никель и ОМЗ

Источник: оценка Альфа-Банка

Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, РТС

Основные акции модельных портфелей

Отрасль	«Голубые фишки»	«Второй эшелон»
Нефть и газ	Газпром (внутренние)	Мегоннефтегаз
	ЛУКОЙЛ	ОНАКО
Связь	Голден Телеком	НовосибирскЭлектросвязь
	Ростелеком (привилегир.)	Уралсвязьинформ
Металлургия, машиностроение	Северсталь	ЧТПЗ
		ВМЗ
Пищевая пром-сть и розничная торговля	Вимм-Билль-Данн	
	Сан Интербрю	
Другие	Сбербанк	

Источник: оценка Альфа-Банка

СОДЕРЖАНИЕ:

Россия в 2003 году	4
Предполагаемые объекты инвестиций.....	4
Инвестиционные рекомендации	5
Основной сценарий	7
Риски	8
Макроэкономика.....	9
Политика	9
Экономика и нефть.....	10
Сценарии динамики цен на нефть.....	11
Внутреннее потребление	13
Тенденции развития кредитно-денежных отношений	14
Реформы.....	14
Структура экономики	15
Международное положение	15
Оценка.....	16
Корпоративные риски	18
Прогноз ключевых показателей	19
Динамика и оценка акций.....	20
Графики	23
Календарь событий	25
Экономика и политика.....	26
Новости компаний и отраслей	29
Нефть и газ	29
Энергетика	37
Телекомы	42
Акции металлургических компаний занимают 6% российской рыночной капитализации	47
Машиностроение	52
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	55
Банковский сектор	61
Рынок облигаций	64
2002 г.	64

2003 г.	65
Ноябрь–декабрь 2002 г.	66
Технический анализ	69
Индекс РТС: формирование медвежьего клина завершено	69

Последние публикации

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

Константин Резников, Анна Бутенко

Декабрь 3, 2002

Металлы / товары производственного назначения: рост расчетных цен (Норильского Никеля)

Максим Матвеев CFA

Декабрь 2, 2002

Сбербанк : повышение уровня ликвидности акций обеспечивает потенциал роста в 35%

Наталья Орлова

Декабрь 2, 2002

Телекомы : пересмотр расчетных цен с учетом обновленных моделей DCF

Андрей Богданов, Елена Роговина

Декабрь 2, 2002

Снижение доходности облигаций – признак стабильности

Валентина Крылова

Декабрь 2, 2002

ВымпелКом: новая расчетная цена с учетом хорошего отчета за 3-й кв.

Андрей Богданов, Елена Роговина

Ноябрь 25, 2002

Сан Интербрю: 8% рост продаж в 3Кв02

Александр Свинов, Максим Матвеев CFA

Ноябрь 15, 2002

Итоги Сбербанка за 9 месяцев 2002 г. : доходность капитала 27%, резерв на покрытие "плохих" кредитов уменьшен

Наталья Орлова

Ноябрь 14, 2002

Аэрофлот: ДЕРЖАТЬ в ожидании итогов за год

Ольга Филлипова

Ноябрь 5, 2002

Сибнефть: прибыль сократилась на 26%

Константин Резников

Ноябрь 5, 2002

Норильский Никель: удачная покупка

Максим Матвеев CFA

Ноябрь 5, 2002

Ростелеком: хороший момент, потенциал роста 46%

Андрей Богданов, Елена Роговина

Октябрь 31, 2002

Юкос: прибыль выросла до \$6,2/баррель

Константин Резников, Анна Бутенко

Октябрь 31, 2002

В поисках выходов на российское золото

Максим Матвеев CFA

Октябрь 28, 2002

Северсталь: ожидается хороший отчет

Максим Матвеев CFA

Октябрь 25, 2002

Возможные последствия продажи Славнефти для нефтяных компаний

Константин Резников, Анна Бутенко

Октябрь 23, 2002

Отчет ЛУКойла за 2-й кв. 2002 г.: медленно, но верно

Константин Резников, Анна Бутенко

Октябрь 10, 2002

Сбербанк: количество акций для нерезидентов удвоится до конца года

Наталья Орлова

Октябрь 9, 2002

ЛУКойл: отчет за 2-й кв. обещает быть хорошим

Константин Резников, Анна Бутенко

Октябрь 2, 2002

РБК: расчетная цена акции \$0,84

Андрей Богданов, Елена Роговина

Октябрь 1, 2002

Отчет Юкоса за 1-кв. 2002.: сокращение издержек ограничило снижение прибыли

Константин Резников, Анна Бутенко

Октябрь 1, 2002

Газпром: тяжелое бремя естественной монополии

Сергей Глазер CFA

Сентябрь 27, 2002

Отчет Норильского Никеля за 2001 г. по МСФО: сокращение прибыли вследствие низких цен на МПГ

Максим Матвеев CFA

Сентябрь 27, 2002

Россия 2003: финансовые реформы

Наталья Орлова

Сентябрь 23, 2002

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

Кристофер Уифер
(7095) 970-5081

Нефть уже не так важна для экономической стабильности,...

...но важна для инвесторов

Базовый сценарий предполагает экономический рост

Страновой риск России в 2003 г. продолжит снижаться

Доходность гособлигаций снизится

Продолжится выпуск корпоративных облигаций

Россия в 2003 году

Возможно, в меньшей степени, чем в 1998 г., но цена нефти по-прежнему будет мощным фактором роста экономики и инвестиций в России. Рост в отраслях, не связанных напрямую с топливной промышленностью, снижает степень зависимости экономики от цен на нефть, однако экономический рост, который ожидается в РФ в 2003 г., ни с точки зрения его темпов, ни с точки зрения продолжительности, недостаточен для того, чтобы инвесторы смогли забыть о факторе цен на нефть. Согласно нашему базовому сценарию средняя цена нефти в течение года составит \$17–18 за баррель, причем, начиная с конца первого квартала и на протяжении второго квартала, ожидается снижение цены. Хотя последнее обстоятельство не сможет существенно дестабилизировать развитие экономики и ослабить степень политической управляемости, оно отразится на поведении инвесторов.

Мы полагаем, что вложения инвесторов в Россию принесут неплохой доход по итогам года, но советуем им не вкладываться в акции нефтяных компаний и долговые бумаги (суверенные облигации и облигации нефтяных компаний) до тех пор, пока не завершится прогнозируемый нами период «взлетов и падений» цены нефти, и возобновится ее рост.

Предполагаемые объекты инвестиций

Несмотря на неопределенность, связанную с ценой нефти и перспективами роста мировой экономики в 2003 г., разработанный нами базовый сценарий позволяет говорить о возможности достаточно быстрого роста как экономики, так и цены акций и фондового рынка вообще (особенно во второй половине 2003 г.).

Если события будут развиваться в соответствии с нашим базовым сценарием, доходность по долговым бумагам на развивающихся рынках будет продолжать снижаться, приближаясь к доходности «безопасных» инструментов. В результате снизится доходность и по корпоративным облигациям, что обеспечит сильную поддержку котировкам акций компаний-неэкспортеров. В первой половине года интерес к нефтяному сектору (особенно со стороны иностранных инвесторов) если вряд ли существенно возрастет. Вместе с тем мы, возможно, станем свидетелями усиления процесса слияний и поглощений в нефтяной отрасли. Крупные нефтяные компании будут объединять свои дочерние предприятия и приобретать нефтяные активы, находящиеся сейчас в собственности региональных администраций.

Основными объектами инвестиций в 2003 г. могут быть:

Суверенные облигации

В связи с общемировой тенденцией к снижению процентных ставок и продолжающимся процессом сближения доходности по российским и другим, например, мексиканским облигациям, и отчасти — на фоне продолжения реформ и роста экономики. Однако в случае реализации нашего базового сценария по нефти можно ожидать усиления беспокойности инвесторов, а вслед за этим — прекращения роста цен на фондовом рынке и даже их падения в начале 2003 г., которые летом сменятся их ростом, продолжающимся в течение всей второй половины года.

Корпоративные облигации

Логика в основном та же, что и в случае с суверенными облигациями, но с оговоркой о том, что особый интерес будет проявлен к облигациям компаний, ориентированных на внутренний рынок (например, облигационные выпуски компаний мобильной связи). Интенсивный выпуск облига-

Мировые цены на нефть снизятся в 1П03

Скромный экономический рост в РФ в 2003 г. предполагает ускоренный рост прибыли в «неэкспортных» отраслях

Еврооблигации -2028 и -2030

ВымпелКом, Сибнефть

ций будет продолжаться, т.к. компаниям необходимо финансировать развитие бизнеса, покупку активов и осуществлять реорганизацию.

Акции нефтяных компаний

Понятно, что эти акции будут сильно коррелировать с ситуацией в мировой нефтяной промышленности, зависящей от направления движения нефтяных цен. Следовательно, в период реализации нашего базового сценария в первой половине 2003 г. рассчитывать на сильную поддержку со стороны инвесторов не приходится. Вместе с тем мы ожидаем дальнейшей консолидации российских нефтяных компаний и не исключаем возможности создания СП по добыче нефти с участием транснациональных и российских компаний. Следует, однако, отметить, что этот процесс наберет обороты и станет основным фактором роста не раньше 2004–2005 гг.

Акции компаний-неэкспортеров

Мы полагаем, что возможности для достижения тех темпов экономического роста, которые хотел бы видеть президент Путин, отсутствуют. Тем не менее, более скромные темпы роста экономики, заложенные в нашем базовом сценарии, предполагают ускоренный рост прибыли в неэкспортных отраслях, основанный не столько на росте цен, сколько на увеличении физического объема продукции. Такие отрасли, как мобильная связь, пищевая промышленность, производство ТНП, розничная торговля и сфера услуг, должны и в будущем году показать высокие темпы роста (хотя нельзя исключать и некоторого их замедления из-за сокращения притока нефтедолларов).

Инвестиционные рекомендации

Суверенные облигации

“Длинные” бумаги со сроком погашения в 2028 и 2030 гг. В случае начала войны в Ираке цены бумаг на рынке будут сильно колебаться, и в отдельные моменты в эти бумаги можно будет выгодно инвестировать. Например, при провалах цены на нефть доходность по облигациям может автоматически вернуться (временно) на уровень 10%. Однако, поскольку во второй половине года прогнозируются относительно небольшой объем эмиссии и стабильная цена нефти, доходность по длинным суверенным облигациям к концу будущего года может снизиться до 7,5%–8%.

Корпоративные облигации

Альфа-банк или подконтрольные ему структуры имеют имущественные интересы в компании Вымпел Коммьюникейшнз и Голден Телеком.

Облигации **Вымпелкома**, хотя и имеют меньшую доходность, чем аналогичные бумаги нефтяных компаний, более надежны (особенно в первой половине 2003 г.). При колебаниях нефтяных цен и их снижении в первой половине будущего года могут возникать удобные моменты для приобретения облигаций нефтяных компаний. Исключением является ожидающийся новый выпуск облигаций **Сибнефти**: купон в размере 10,7% (премия в размере 150 б.п. относительно цены суверенных бумаг) не даст этой бумаге сильно «провалиться». Более того, если компании удастся приобрести Славнефть, ее производственные показатели улучшатся, а опасений, связанных с большим объемом долга, станет меньше.

Акции компаний-неэкспортеров

Голден Телеком, ВымпелКом

Операторы мобильной связи, в частности, **Голден Телеком** и **ВымпелКом**, должны воспользоваться ростом клиентской базы и эфирного времени в расчете на одного абонента, причем возобновление роста на мировом рынке телекоммуникаций позитивно скажется на всех компаниях отрасли.

Южный Телеком, Сибирь Телеком

Южный Телеком и **Сибирь Телеком** — хорошие бумаги из числа акций телефонных компаний со значительным потенциалом роста относительно нашей расчетной цены. Эти акции дают возможность сыграть на реорганизации, росте трафика и ускорении развития данной отрасли в большинстве стран мира.

Вимм-Билль-Данн

На рынке ТНП наиболее выгодную позицию занимает **Вимм-Билль-Данн**. Мы полагаем, что в случае реализации нашего основного сценария компания получит некоторое преимущество за счет импортозамещения и роста рынка в целом.

Примечание: поскольку Альфа-Банк осуществляет функции консультанта РАО ЕЭС, мы не можем давать рекомендации по энергетическим компаниям.

Нефть

Нефтяные компании второго эшелона

С учетом возможной неопределенности с ценой нефти в первой половине будущего года мы считаем необходимым воздержаться от вложений в акции нефтяных компаний в начале года (до тех пор, пока нефтяные цены не стабилизируются на относительно высоком уровне). Исходя из стоимости активов, акции российских нефтяных компаний значительно дешевле транснациональных холдингов, и рост их акций после войны в Ираке будет определяться с учетом этого фактора. В основном, российские нефтяные компании оцениваются между \$1,00 и \$2,50 на баррель доказанных запасов, тогда как международные компании оцениваются между \$8,00 и \$12,50 за баррель. Мы, однако, полагаем, что активы небольших российских нефтяных компаний будут покупать крупные российские нефтяные холдинги, и поэтому рекомендуем покупать акции тех компаний «второго эшелона», которые могут быть выставлены на продажу, в частности предприятия, находящиеся в собственности правительства Башкортостана (например, **Уфанефтехим** и **Салаватнефтеоргсинтез**), а также компании, входящие в Сиданко (свободнообращающиеся акции последних могут быть скуплены одним из крупных акционеров). К этой категории можно отнести **Саратовнефтегаз** и **Удмуртнефть**. Нельзя также исключать, что будут продавать **Башнефть** (в настоящее время 64% ее акций принадлежит Башкирской Топливной Компании). В настоящее время именно эту карту разыгрывают инвесторы **Мегионнефтегаза**, но, как видится, основной потенциал роста этой акции будет реализован уже в ходе нынешнего аукциона по Славнефти.

Юкос, ЛУКОЙЛ

Для тех, кто рискнет вложиться в акции, в случае реализации иного (отличного от нашего прогноза) сценария изменения нефтяных цен, самый оптимальный вариант среди бумаг крупных нефтяных компаний — **ЛУКОЙЛ** и **Юкос**. Первую из этих компаний мы рекомендуем, исходя из наличия у нее диверсифицированной нефтедобычи и нефтепереработки, а также нефтяных месторождений за рубежом. У компании имеются самые крупные, и при этом дешевые, активы. Юкос лидирует по темпам роста и осуществляет активную, но в то же время гибкую стратегию. Менеджмент компании сумел зарекомендовать себя в качестве достойного партнера для любой транснациональной компании. Кроме того, в настоящее время компания разрабатывает планы по выходу на рынки Китая и США.

Примечание: наши аналитики по нефтяным компаниям рекомендуют к покупке акции Сургутнефтегаза (биржевые котировки привлекательны), однако вряд ли стоит включать эту акцию в

стратегические рекомендации до тех пор, пока не ясен дальнейший план действий компании. Остается, например, без ответа вопрос о том, каким образом Сургутнефтегаз планирует распорядиться такой значительной суммой свободных денежных средств.

Газ

Газпром

Акции **Газпрома** стоят на одном из первых мест в списке рекомендуемых нами долгосрочных инвестиций. Основания для этого: хорошие перспективы реструктуризации отрасли, рост спроса на газ в странах Евросоюза и либерализация рынка акций. Однако у компании есть ряд проблем, связанных с оптимизацией внутренних денежных потоков, высокой стоимостью обслуживания долга и ненасытностью в получении новых кредитов для финансирования капзатрат. В ближайшие несколько лет эти проблемы вряд ли будут сняты. Исходя из этого, мы рекомендуем выждать, пока указанные проблемы не будут решены (возможно, до второй половины 2003 г.).

Металлургия

Норильский Никель

Норильский Никель занимает одну из первых строк в списке наших рекомендаций на 2003 г.: здесь имеет место сочетание целой группы факторов, включая решение проблем корпоративного управления, постепенное повышение прозрачности операций с ценными бумагами, осуществленная недавно диверсификация производства (золотодобыча) и прогнозируемый нами в соответствии с базовым сценарием рост цен на цветные металлы на фоне общего роста деловой активности в мире.

Трубы нефте- и газопроводов

Акции **Челябинского трубопрокатного и Выксунского металлургического заводов** рекомендованы нашими аналитиками по металлургическим компаниям для СПЕКУЛЯТИВНОЙ ПОКУПКИ. Эти бумаги — хорошая возможность сыграть на значительных средствах, выделяемых нефтяными компаниями для строительства новых газопроводов.

Машиностроение

ОМЗ (Уралмаш-Ижора)

ОМЗ (Уралмаш-Ижора) — одна из компаний, которая получит крупные преимущества за счет ослабления рубля в 2003 г. (см. наш прогноз по нефти). Мы прогнозируем значительный рост прибыли и очередной (несмотря на быстрый рост в текущем году) 50-процентный потенциал роста до справедливой цены.

Банковский сектор

Сбербанк

Акции **Сбербанка** — единственная возможность (если не считать еврооблигационный заем Альфа-Банка) приобрести бумаги банковского сектора, в котором, как мы полагаем, и будущем году будут идти реформы. Реструктуризация банковского сектора — основная цель правительства и важный компонент создаваемой финансовой инфраструктуры, которая должна обеспечить капитал для роста экономики. Ухудшение качества стремительно растущего кредитного портфеля Сбербанка вызывает беспокойство, однако наш экономический сценарий на 2003 г. свидетельствует о том, эта проблема пока не актуальна. Напротив, мы полагаем, что следует обратить внимание на преимущества реформы банковского сектора. Прежде всего, это снятие ограничений на иностранное участие в капитале банков, которое, в конечном счете, может привести к увеличению доли нерезидентов в капитале Сбербанка.

Основной сценарий

Urals по \$17–\$18/баррель

- В 2003 г. средняя цена нефти сорта Urals составит примерно \$17–\$18/баррель. В этой цифре учтены такие факторы, как резкий всплеск

цены, связанный с началом войны, последующее ее снижение после завершения военной операции, постепенный рост в связи с появлением новых проблем (например, нестабильность режима в Саудовской Аравии), медленный рост добычи нефти в Ираке и увеличивающийся мировой спрос на нефть. Такой вариант развития событий будет в максимальной степени способствовать развитию российской экономики и росту цен акций.

- Контроль над рублём**
- ЦБ достигнет поставленной цели и снизит темпы укрепления реального курса рубля (частично с помощью предполагаемого тренда цены нефти) до нуля или номинального уровня, что позволит еще сильнее затормозить инфляцию. Мы прогнозируем девальвацию рубля по отношению к доллару в 2003 г. на уровне 8% до 35,0 руб./\$, а прогноз инфляции — 12%.
- Рост ВВП на 3,8%**
- В 2003 г. ВВП должен вырасти на 3,8% (аналогичный темп роста ожидается по итогам текущего года), личное потребление — примерно на 6%, промышленное производство останется на уровне нынешнего года (5%).
- Политическая стабильность**
- Политическая стабильность должна сохраниться, и у инвесторов не должно быть ощущения увеличения риска их вложений в России за исключением разве что непродолжительных периодов падения нефтяных цен. Напротив, после того как ситуация на Ближнем Востоке урегулируется, и цена нефти стабилизируется, мы ожидаем дальнейшего снижения риска вложений в Россию.
- Реформы в действии**
- Будут продолжаться реформы в тех областях, которые стратегически важны для создания нормального инвестиционного климата (а именно, — банковской сфере, судопроизводстве, на фондовом рынке и в пенсионной системе). С другой стороны, мы полагаем, что заметных сдвигов по реформированию политизированных секторов экономики (в частности, естественных монополий, ВПК и т.д.) следует ожидать не раньше, чем по окончании всех выборных кампаний. По этой же причине вступление в ВТО, скорее всего, отложат до 2004 г.
- Инвестиционный рейтинг в 2004 г.**
- Россия стремится к получению инвестиционного рейтинга к началу 2004 г., что поспособствует еще большему снижению доходности по суверенным облигациям до уровня «надежного развивающегося рынка» (опять же не раньше, чем закончится период падения цен на нефть).
 - В 2003 г. продолжится процесс консолидации в нефтяной промышленности.
- Внутренние инвесторы более важны**
- Российские инвесторы, по-видимому, будут доминировать на рынке в первой половине будущего года, а во второй половине резко усилится приток иностранных инвестиций (отчасти за счет общего движения средств крупных зарубежных инвестиционных фондов в направлении развивающихся рынков). Возникновение и постепенное укрепление российской пенсионной создаст новые источники поддержки суверенных и корпоративных облигационных выпусков, которые прежде всецело зависели от иностранных инвесторов.

Риски

Основной риск

- Основной риск по-прежнему связан с ценой нефти: в случае падения последней экономика и на макро- и на микроуровне оказывается слишком уязвимой. Точно так же экономика пока не в состоянии справиться с последствиями резкого роста нефтяных цен.

Рецессия мировой экономики

- Другой риск связан с постепенным «сползанием» экономики США и западноевропейских стран в рецессию. В этом случае, во-первых, иссякнет приток средств из-за рубежа, а, во-вторых, существенно снизится спрос (а, значит, и цены) на сырьевые товары и готовую продукцию, экспортируемые Россией.

Замедление реформ

- Третий риск связан с двумя первыми: в случае если эти два риска реализуются, структурные реформы (банковский сектор, пенсионная система, судопроизводство) слишком замедлятся. В результате окажется подорванной вера в то, что правительство в состоянии достичь своих целей, а именно — обеспечить рост и диверсификацию экономики. Соответственно, сократится приток инвестиций в Россию, и снизятся цены на российские активы.

Потеря ЦБР контроля над рублём

- Четвертый риск — макроэкономическая ситуация. Если ЦБ не удастся замедлить укрепление рубля, и если не будут найдены средства ограничения роста издержек, то сильная зависимость экономики от нефти и сырьевых товаров сохранится. Результат будет тот же: сокращение притока инвестиций, снижение цен и отсутствие условий для снижения рискованности вложений в Россию.

Политический

- Пятый риск – общеполитический. Политическая стабильности жидется на популярности Президента РФ. Еще одна террористическая акция типа «НОРД-ОСТ», — и эта существенная предпосылка исчезнет. Кроме того, рост числа убийств и похищений политиков и предпринимателей может создать впечатление, что это не единичные случаи, а система – возврат к ситуации, существовавшей в середине 90-х годов.

Макроэкономика**Основные факторы, которые будут определять отношение инвесторов к России**

Основные факторы, которые будут определять отношение инвесторов к России, можно разбить на несколько групп:

- Политическая стабильность
- Предсказуемость экономического развития
- Сценарии динамики цен на нефть
- Международные потоки ликвидности
- Оценка – абсолютная и относительная
- Корпоративные риски

Политика**Выборы и переговоры о вхождении в ВТО**

В 2003 г. состоятся выборы в ГД РФ и, спустя совсем немного времени, в марте 2004 г., – президентские выборы. В обществе неизбежно развернется широкое обсуждение политики правительства. Особенно это касается таких важных для всех вопросов, как реформа тарифов (влияет на расходы каждого человека), вступление в ВТО (влияет на бизнес), сотрудничество между Россией и США (военная реформа), а также экономическая политика правительства, в частности, реальность достижения более высоких темпов роста, заявленных в одном из выступлений российского президента.

Сотрудничество между Кремлем и Думой достигло небывалого уровня

Ни одна из упомянутых проблем не должна вызывать тревогу у инвесторов. Обычно инвесторы начинают проявлять беспокойство по поводу тех стран, где нет общественной оппозиции правительству, или где общественность не может открыто обсуждать те или иные вопросы. Эффектив-

ность сотрудничества между Кремлем и Думой достигло небывалых высот с начала 2000 г., и хотя обычно такие взаимоотношения недолговечны, тем не менее, факты позволяют надеяться на то, что они будут длительными. Причина тому — очень высокий рейтинг популярности президента РФ В. Путина.

Фигура В. Путина является важным фактором в процессе формирования отношения инвесторов к России

Фигура В. Путина является важным фактором в процессе формирования отношения инвесторов к России. Поэтому любое предположение о том, что его позиции могут быть ослаблены, будет воспринято отрицательно и может даже замедлить процесс присвоения стране инвестиционного рейтинга. Мы полагаем, что на данном этапе это маловероятно, и нынешний Президент РФ останется во главе государства на второй срок. Он будет следовать стратегии, направленной на продвижение реформ и на улучшение политического образа России на международной арене.

Надежды на получение инвестиционного рейтинга незадолго до переизбрания Путина сохраняются

Это означает, что надежды на получение инвестиционного рейтинга незадолго до переизбрания Путина сохранятся и окажут положительное влияние инвестиционные потоки, и, соответственно, на цены суверенных и корпоративных долговых обязательств, особенно во второй половине 2003 г.

Экономика и нефть

Примечание: все цены на нефть относятся к нефти марки Urals, если другое специально не оговорено

Бюджет на 2003 г. исходит из двух возможных вариантах цен на нефть

Бюджет на 2003 г. основан на двух ценовых (цены на нефть) допущениях: (1) \$21,5/барр., тогда потребность в заемных средствах составит \$1 млрд, и (2) \$18,5/барр., тогда потребность в заемных средствах вырастет до \$2 млрд. По нашему мнению, бюджет строится на слишком осторожных допущениях, касающихся экспорта нефти, поэтому в качестве самой низкой цены должен рассматриваться уровень в \$17,0/барр. Помимо этого, мы также считаем, что заложенные в бюджет расходы на обслуживание долга в размере \$18 млрд завышены, если учесть предпринятые в этом году шаги по управлению долгом. На этом основании можно предположить, что в реальном основном сценарии цена нефти составит около \$16/барр. При падении цены ниже этого уровня правительство, по нашему мнению, может прибегнуть к более масштабным сокращениям расходов и более крупным займам, например, у ЦБ РФ, золотовалютные резервы которого приближаются к \$50 млрд.

У России достаточно средств, чтобы пережить период низких цен на нефть

Сейчас у России достаточно средств, чтобы пережить период низких цен на нефть, даже если они упадут до \$10/барр. Таким образом, нет никаких сомнений в том, что экономике не грозит крах или дефолт по долгам.

На представленной ниже Илл. 1 показано, как снижается зависимость бюджета от ценовой составляющей благодаря существенному дополнительному объему добычи нефти, который почти полностью идет на экспорт из-за нулевого увеличения внутреннего спроса.

Илл. 1. Влияние цен нефти марки Urals на бюджет

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П	2003П	2004П	2005П	2006П
Добыча, млн. барр./сутки	6,1	6,0	6,1	6,5	6,9	7,5	8,0	8,4	8,8	9,2
Рост за год, %		-1,6	1,7	6,6	6,2	8,7	6,7	5,0	5,0	5,0
Экспорт за пределы СНГ, млн. барр./сутки	2,1	2,5	2,4	2,6	2,8	3,4	3,9	4,3	4,7	5,1
Суммарный экспорт, млн. барр./сутки	2,6	2,8	2,8	2,9	3,1	3,7	4,2	4,6	5,0	5,4
Рост за год, %		7,7	0,0	3,6	6,9	19,4	13,5	9,5	8,7	8,0
Необходимая цена Urals, \$/барр.	28,0	26,0	26,0	25,5	23,0	18,5	17,0	16,0	14,5	13,5
Фактическая цена Urals \$/барр.	18,3	11,9	17,3	26,5	22,9	23,5				

Источник: статистические данные ГТК, оценка Альфа-Банка

Примечания:

- Приведенные цифры соответствуют сценарию правительственного бюджета при цене \$18,5/барр.
- Поскольку нулевой чистый рост спроса, по нашему мнению, сохранится в течение ближайших нескольких лет, любое увеличение добычи окажет существенное влияние на экспортные поставки.
- “Необходимая” цена основана на предусмотренных в бюджете 2003 г. расчетных расходах с поправкой только на расчетный уровень инфляции.
- Сокращение предусмотренных в бюджете затрат на обслуживание долга на \$1 млрд приведет к снижению необходимой цены почти на \$1/барр.
- В бюджете на 2003 г. заложен более низкий объем добычи и экспорта, чем в заявленных крупнейшими компаниями программами капиталовложений.
- В среднесрочных планах развития нефтяных компаний предусмотрены более высокие показатели добычи нефти в 2005-2006 гг. Однако, мы полагаем, что темпы реализации некоторых программ капиталовложений замедлятся в связи с менее благоприятной ценовой конъюнктурой. Несмотря на это, средневзвешенный рост добычи нефти по компаниям, по нашим оценкам, составит примерно 5%. Увеличение добычи в этих пределах окажет положительное влияние на поток денежных средств (если ценовой тренд будет соответствовать нашим ожиданиям).

Сценарии динамики цен на нефть

Сейчас очень трудно определить средневзвешенную цену нефти в 2003 г, потому что возможно развитие нескольких сценариев с разными ценовыми последствиями.

Все сценарии динамики цен на нефть будут формироваться в зависимости от нескольких факторов

Все сценарии будут разворачиваться на фоне следующих событий:

- Страны ОПЕК добывают нефти больше, чем это предусмотрено согласованными ими квотами, на 2,5-3,0 млн. барр./сутки. Как показывает практика, нефтяной картель неспособен четко контролировать нарушения квот до наступления критического момента (т.е. примерно \$15/барр. или ниже для цены нефти марки Brent). Только тогда страны-члены этой организации начинают закрывать краны. Основной причиной такого положения является, главным образом, отсутствие соглашения о квотах с ОПЕК.
- Считается, что в настоящее время большая часть нефти, добываемой сверх необходимого количества, закачивается в национальные

стратегические резервы или запасы ОПЕК (на случай войны). Это может продолжаться еще около трех месяцев.

- Растет объем поставок стран, не состоящих в ОПЕК, поскольку высокие цены держатся довольно долго. Этот рост будет продолжаться еще год даже в случае резкого падения цен.
- Спрос на нефть будет увеличиваться и достигнет долгосрочного среднего уровня (т.е. 1,5 млн. барр./сутки) в 2003-2004 гг. по мере оздоровления глобальной экономики.
- В результате последних событий и последствий эволюции Ирака возрастет нестабильность на Ближнем Востоке, особенно на севере Персидского залива.
- США (импортируют более 12 млн. барр./сут.) будут рады снижению цен на нефть, так как это вызовет экономический подъем в США и в большинстве стран-членов ОЭСР. Но, скорее всего, США придется смириться с тем, что в долгосрочной перспективе средневзвешенная цена нефти марки Brent составит \$20/барр.

Сценарий №1

Сценарий №1

Войны удалось избежать

Войны удалось избежать. Ирак продолжает сотрудничество с инспекторами ООН и не дает повода для начала атаки. Объем добычи нефти в Ираке по-прежнему ограничен условиями программы ООН «Нефть на продовольствие».

Не исключено, что в цене нефти сохранится «переменная военная премия», т.к. вопрос о начале военных действий остается открытым. Однако ценовой тренд будет нисходящим, т.к. нарушения квот странами-членами продолжатся, поставки стран, не входящих в ОПЕК, будут расти, а стратегические покупатели завершат закупки, и темпы роста мирового спроса замедлятся.

Мы полагаем, что если события будут развиваться по этому сценарию, цена нефти довольно долго будет превышать \$20/барр. Во 2 кв. 2003 г. она начнет снижаться, летом упадет до самого низкого за год уровня \$14/барр., а в конце 3 кв. снова начнет расти благодаря мерам ОПЕК и увеличению спроса.

Наиболее вероятной для этого сценария будет средневзвешенная цена Urals \$19,5/барр. Такое развитие будет идеальным для экономики России, цен активов и подъема глобальных инвестиционных потоков, особенно во второй половине года.

Сценарий №2

Сценарий №2

Нападение на Ирак будет совершено в январе 2003 г.

Нападение на Ирак будет совершено в январе 2003 г., и военная кампания будет развиваться по обычной схеме (т.е. не выйдет за границы Ирака). На свержение правительства потребуется несколько месяцев.

За началом атаки на Ирак неизбежно последует резкий скачок цен на нефть. В первые недели войны возможны перебои с поставками из соседних стран, и из самого Ирака. Но первоначальный скачок цен, наверняка, очень скоро сменится падением (как это произошло в 1991 г.), и цены на нефть довольно скоро опустятся до нижней части второго десятка. Это произойдет из-за опасений, что Ирак сможет быстро восстановить, довести до полной нагрузки и продолжать наращивать добычу нефти, в то время как страны ОПЕК будут испытывать трудности в борьбе с нарушениями квот, а поставки из стран, не входящих в ОПЕК, будут расти.

Однако, в конечном счете, очень скоро станет очевидным, что в результате войны положение в Саудовской Аравии стало еще более нестабильным. Беспокойство по поводу Ирака сменится опасениями смены режима в Саудовской Аравии, как это было когда-то с Ираном.

Кроме того, предположение о том, что Ирак может достичь уровня полномасштабной добычи (3 млн. барр./сутки) за короткий срок, может оказаться ошибочным, т.к. инфраструктура нефтедобычи пострадает от военных действий обеих сторон. Более того, смена администрации не окажется ни быстрой, ни легкой, поэтому реализация инвестиционных программ начнется не сразу. Скорее всего, нефть из Ирака не будет поставляться в течение нескольких месяцев, и восстановление экспорта будет идти медленными темпами. Значительного роста поставок следует ожидать через год и позднее.

Для этого сценария наиболее вероятной будет средневзвешенная цена Urals \$18/барр., которая обеспечит скачок, снижение, и последующий медленный рост. Такое развитие событий также благоприятно для экономики России, цен акций и подъема глобальных инвестиционных потоков, особенно во второй половине года.

Сценарий №3

Сценарий №3

Ирак действительно обладает неким «страшным» оружием

Ирак действительно обладает неким «страшным» оружием. Саддам Хусейн, как загнанная в угол крыса, которая знает, что ее дни сочтены, может использовать это оружие для того, чтобы: а) нанести непоправимый ущерб нефтяной инфраструктуре Саудовской Аравии и/или Кувейта, плюс своей собственной; б) втянуть в войну Израиль в надежде расширить рамки конфликта до войны между арабским и «остальным» миром; или в) расширить террористическую кампанию в США и/или странах Европы в ответ на нападение.

В случае развития событий по этому сценарию трудно представить себе, как высоко взлетят цены на нефть. Сохранение любой цены выше \$26/барр. в течение слишком долгого времени будет иметь разрушительные последствия для экономики России вследствие устойчивости валюты, рублевой эмиссии и инфляции. В то же время, может произойти дальнейшая концентрация ВВП в руках небольшой группы людей, что противоречит инвестиционным целям, поставленным командой президента РФ В. Путина.

Наиболее вероятным является сценарий №2. Именно его мы используем в качестве нашего основного сценария.

Внутреннее потребление

Тенденция к повышению уровня внутреннего личного потребления

Если рост экономики позволит преодолеть существующую в настоящее время высокую степень зависимости от показателя товарооборота, мы должны рассмотреть тенденцию стабильного подъема уровня внутреннего личного потребления. В 90-е годы она была слабо выраженной, и только в 2000 г. наблюдалось значительное увеличение объема потребления (см. Илл. 2). В 2001 г., как и в текущем году, показатели роста потребления оставались практически на одном и том же уровне (почти 9,0%) в силу того, что покупательная способность увеличивалась одновременно с ростом количества товаров. Все это объясняется, с одной стороны, притоком ликвидности в Россию за счет экспорта нефти и других товаров, а с другой — ростом уверенности населения в устойчивости собственного материального благополучия. Население испытывает меньшую потребность в значительных сбережениях. Рост «серой» экономики также мог стать одной из причин роста внутреннего потребления.

Отрасли экономики, не связанные с нефтью, по-прежнему слабы

Между тем, отрасли экономики, не связанные с нефтью, по-прежнему слабы и не могут поддерживать высокие темпы роста без финансовой подпитки со стороны нефтяной отрасли. С начала процесса оздоровления и роста экономики прошло немногим более трех лет. Этого недостаточно для достижения уверенности инвесторов в благополучном состоянии тех отраслей, которые не вовлечены в нефтяные потоки. Если бы

Экономический кризис в РФ удалось преодолеть благодаря высокой цене на нефть, девальвации рубля и загрузке мощностей

цена на нефть резко упала и оставалась на низком уровне больше нескольких месяцев, то темпы реализации планов роста потребления и инвестиций замедлились бы очень скоро. Тем не менее, согласно нашему основному сценарию, средневзвешенная цена нефти марки Urals составит в 2003 г. \$17-\$18/барр., и этого вполне достаточно для поддержания роста на уровне 6,0% ВВП в течение ближайших нескольких лет.

Правы те, кто утверждает, что экономический кризис в РФ удалось преодолеть благодаря сочетанию таких факторов, как цены на нефть, девальвация рубля и загрузка мощностей. Преимущества девальвации рубля были частично исчерпаны в 2001 и 2002 гг. вследствие повышения реального курса рубля и почти максимальной загрузки мощностей в промышленности. Для дальнейшего наращивания мощностей необходимо резко увеличить капиталовложения в отраслях, не производящих товары. Необходимым условием для этого увеличения является сохранение инвестиционных потоков на нынешнем уровне, по крайней мере, в течение ближайших нескольких лет. Обеспечить это доверие может только приемлемая конъюнктура цен на нефть.

Тенденции развития кредитно-денежных отношений

Мнение о том, что экономическая политика российского руководства слаба, все еще сохраняется

Экономика России остается незащищенной от мнения тех, кто считает слабой ее экономическую политику. Реальный курс рубля завышен, и это мешает российской промышленности вести успешную конкурентную борьбу на внутреннем и международном рынках; темпы инфляции остаются высокими. Всемирный Банк констатирует более быстрый рост затрат на заработную плату (реальные затраты на заработную плату в 2002 г. вырастут почти на 15%) по сравнению с темпами роста инфляции, делая вывод о том, что это отрицательно сказывается как на норме рентабельности, так и на конкурентоспособности цен.

После того, как спадет тревога по поводу нефтяных цен, внимание инвесторов будет сосредоточено на макроэкономической политике правительства РФ. Хотя обеспокоенность по общеэкономического развития РФ не окажет немедленного отрицательного влияния на инвестиционные потоки в 2003 г., она приведет к замедлению роста цен акций.

Реформы

Реформы естественных монополий и вооруженных сил, не будут осуществляться до президентских выборов

Инвесторы понимают, что необходимые долгосрочные преобразования в РФ, такие как, например, реформы естественных монополий и вооруженных сил, не будут осуществляться до президентских выборов (март 2004 г.).

Тем не менее, инвесторы надеются на то, что прогресс в реформировании ключевых для инвестиций областях, таких как банковская система, законодательство, государственный аппарат, рынок капитала и управление пенсионными накоплениями, продолжится. Прогресс в указанных областях необходим для привлечения инвестиционных потоков (внутренних и внешних) в экономику и достижения конечной цели — повышения темпов ежегодного роста ВВП и поддержания их на высоком уровне (до тех пор, пока мы не догоним Португалию по уровню ВВП на душу населения). Эти ключевые сферы оказывают непосредственное влияние на оценку риска инвестиций в экономику России и имеют прямое отношение к основной экономической политике правительства РФ.

Продолжение реформ будет рассматриваться инвесторами как положительное явление, которое позволит пересмотреть расчетные цены акций

в сторону повышения, и будет способствовать притоку портфельных инвестиций. Инвесторы отнесутся отрицательно к несоблюдению сроков достижения среднесрочных целей реформ, что приведет к замедлению темпов роста цен активов и инвестиционных потоков.

Структура экономики

50% продукции страны контролируются всего 16 компаниями

Всемирный банк (в октябре) и ЕББР (в ноябре) отмечали в своих отчетах, что существующая структура экономики РФ является потенциальной проблемой для будущего развития страны. Они особо выделяют два следующих факта и призывают Россию обратить на них свое внимание. Во-первых, это то, что 50% продукции страны контролируются всего 16 компаниями, а во-вторых, то, что 50% экономики считается “серой”. Второй вопрос является предметом стратегии правительства, направленной на развитие мелкого и среднего бизнеса. Для этого правительство сокращает количество бюрократических процедур, принимает лицензионные нормы, снижает налоги и создает банковскую и финансовую инфраструктуру, необходимую для обеспечения доступа мелких и средних предприятий к долгосрочным инвестициям и заемному капиталу. Процесс идет медленно и, по всей вероятности, значительные изменения произойдут только к окончанию второго срока президентства Путина. Портфельные и прямые иностранные инвесторы будут настроены продолжать вкладывать свои капиталы в Россию до тех пор, пока они уверены в продолжении реформ. Важным положительным шагом в этом направлении является недавнее заявление премьер-министра РФ М. Касьянова о создании нескольких “особых торговых зон” с более мягким режимом ведения бизнеса для иностранных компаний, т.е. с меньшим бюрократическим вмешательством и льготным налогообложением.

Стоит ли поощрять экономику с концентрацией экономической власти в руках ограниченного числа компаний?

Другой вопрос состоит в следующем: стоит ли поощрять создание экономики с высокой концентрацией экономической власти в руках очень ограниченного числа компаний и их владельцев? Выбор сводится к тому, будет ли Россия развиваться в будущем как Корея и Япония, или пойдет по пути Китая и Тайваня. В России дело не в “поощрении”, а способности правительства диверсифицировать собственников или устанавливать законодательство, затрудняющее высокую концентрацию собственности. В настоящее время правительство не в состоянии сделать ничего конкретного в этом направлении. Оно может только стремиться к достижению своей цели путем создания финансовой и инвестиционной инфраструктуры (банки, законодательство, пенсии), чтобы поощрять других – как внутри страны, так и из-за рубежа – инвестировать в экономику России. Только таким образом можно снизить высокий уровень концентрации собственности, который окажется неизбежным в случае, если правительству не удастся достичь своих экономических целей.

Другим важным вопросом является расширение доступа к российскому рынку капитала (листинги и т.д.) для тех компаний, которые хотят сотрудничать с фондами, занимающимися долгосрочными инвестициями.

Международное положение

Международная инвестиционная конъюнктура имеет ключевое значение для долгосрочного роста цен акций

Международная инвестиционная конъюнктура, особенно в США, имеет ключевое значение для долгосрочного роста цен активов и инвестиционных потоков.

Крупнейшие инвестиционные фонды расположены в США, либо находятся под сильным влиянием американского тренда. Другими словами, когда менеджеры инвестиционных портфельных фондов обеспокоены состоянием амери-

канской экономики и фондовых рынков, они вряд ли будут расширять участие своих активов в других рынках, особенно развивающихся.

Без этого фактора не будет притока средств, и динамика цен активов на развивающихся рынках будет всецело зависеть от относительно небольшой группы специальных или региональных фондов, которые уже полностью инвестировали свои средства, а также трейдеров. Если развивающиеся рынки не обладают обширной базой внутренних инвесторов (организации или частные лица), как это сейчас происходит в России, они будут плохо защищены от нестабильных колебаний под влиянием краткосрочных факторов.

Объем портфелей глобальных фондов акций меньше, чем глобальных фондов, инвестирующих в развивающиеся рынки

В настоящее время объем портфелей глобальных фондов акций меньше, чем глобальных фондов, инвестирующих в развивающиеся рынки (примерно на 3% из-за вложения активов в акции компаний, котирующихся в системе NASDAQ (в основном) в 1997 и 1998 г.). Этот недостаточный вес должен быть преодолен во время следующей игры на повышение. Котировки на глобальных развивающихся рынках ниже их же долгосрочных оценок, особенно с учетом реструктуризации, проведенной после начала игры на понижение на азиатских рынках в 1997 г.

Если будет сделан вывод о том, что американской экономике и рынкам ценных бумаг не грозит двойной застой и обвал котировок, может произойти значительный приток средств крупнейших международных инвестиционных фондов в “безопасные” развивающиеся рынки. Россия может стать одним из них в случае реализации основного нефтяного и экономического сценария.

Оценка

Предположить, по каким ценам будут торговаться российские долговые обязательства (при помощи нашего основного сценария) легче, чем прогнозировать уровень индекса РТС.

Долговые обязательства

Доходность суверенных долговых бумаг зависит от международного долгового рынка

Доходность суверенных долговых бумаг зависит от международного долгового рынка (основанного на казначейских обязательствах США), представления об экономических и политических рисках в России и других факторов.

Если предположить, что наш сценарий экономического развития РФ окажется верным, можно ожидать достижения рейтинга российских суверенных долговых бумаг инвестиционного уровня (на три пункта выше по сравнению с текущим рейтингом) примерно в начале 2004 г. — перед президентскими выборами в РФ. По окончании потенциально неустойчивого и зыбкого 1 кв. 2003 г., рынок, по нашему мнению, начнет учитывать в котировках возможное повышение рейтинга до инвестиционного статуса. Есть веские соображения в пользу российских долговых обязательств (с более длительными сроками погашения). Их доходность почти на 300 пунктов выше по сравнению с казначейскими обязательствами США, имеющими примерно такие же сроки погашения, благодаря хорошим перспективам экономического развития и нулевому риску дефолта (при условии избежания глобального экономического кризиса). Текущая доходность выпусков с погашением в 2028 и 2030 гг. составляет 8,0%, что немного ниже доходности мексиканских бумаг, но выше доходности южно-африканских долговых обязательств.

Россия не планирует выпуск новых долговых обязательств в иностранной валюте до 2004 г.

Россия объявила о том, что не планирует выпуск новых долговых обязательств в иностранной валюте до 2004 г., видимо, для того, чтобы избежать снижения уровня купонных выплат, которое может произойти в результате присвоения инвестиционного рейтинга.

От Европейского Центрального Банка требуют, чтобы он снизил процентные ставки. Если ставки изменятся, то доходность казначейских обязательств США может упасть еще на 50 пунктов; поэтому мы полагаем, что расчетная доходность по Евро-28 и Евро-30 к концу 2003 г достигнет 8,0% и 7,5% соответственно.

Корпоративные долговые обязательства

Корпоративные облигации будут торговаться на уровне, близком к суверенным

Выпуски внутренних долговых бумаг (исключая нефтяной сектор) будут торговаться на уровне, близком к суверенному риску (максимум на 50 пунктов выше вследствие одинаковых экономических рисков). В настоящее время это относится к акциям телекомов и Альфа-Банка.

Во время ожидаемого периода снижения цен на нефть во 2 кв. 2003 г. на котировки связанных с нефтью бумаг повлияют отраслевые риски. Есть все основания предположить, что спрэд доходности к суверенным долговым обязательствам составит 100–150 п.п. Конечно, существует риск снижения доходов в случае падения цен на нефть, но ни в одном из наших трех сценариев риск дефолта по долгам не рассматривается. После стабилизации цен на нефть спрэд доходности по нефтяным выпускам составит 50–100 пунктов к доходности суверенных долговых обязательств.

Ценные бумаги

Трудно прогнозировать уровень индекса РТС из-за большого количества ценных бумаг нефтяного сектора (60%).

Средневзвешенный рейтинг российских нефтяных акций совпадает со средним значением по развивающимся рынкам

Судя по текущим доходам, средневзвешенный рейтинг российских нефтяных акций (на базе коэффициента EV/EBITDA) практически совпадает со средним значением по развивающимся рынкам. Однако российские нефтяные акции приближаются к показателям спреда активов и бизнеса, позволяющим сравнивать их с бумагами, которые торгуются на других глобальных рынках. Мы ожидаем, что во второй половине 2003 г. акции Юкоса, ЛУКОЙЛа и Сибнефть будут развиваться по этому пути.

Кредитные рейтинги компаний будут расти

Судя по активам, российские нефтяные акции очень дешевые (\$1–2,5 за баррель запасов) относительно акций крупных международных компаний (спрэд достигает \$7,5–12/барр.). Со временем, благодаря доступности российской нефти и ее глобальному позиционированию (рост экспорта и соответствующие экспортные маршруты, например, в Китай), крупные международные компании будут создавать альянсы с российскими нефтяными компаниями, что приведет к уменьшению все еще высокого дисконта при оценке активов. В результате изменения условий ведения бизнеса в России постепенно будет сокращаться разница между внутренними ценами и международными ценами (прошлой зимой она была неизменно высокой в течение примерно двух месяцев), поэтому доходы вырастут. Ни первое, ни второе не произойдет в течение 2003 г. Однако в случае, если уверенность инвесторов в реальности этой тенденции укрепитя, рейтинги компаний будут медленно расти, и сыграют роль движущей силы сектора во второй половине года.

Не менее трудно оценить акции энергокомпаний, т.к. реструктуризация и динамика цен могут развиваться по нескольким сценариям. И снова приходится вспоминать такой фактор, как настроение инвесторов.

Значительно возрастут продажи (расширение клиентской базы и использования услуг), и котировки тех акций, доходность которых зависит от развития экономики. Темпы их роста будут также определяться темпами роста и расширения экономики.

Если судить по подготовленному прогнозу доходов на ближайшие несколько лет с использованием модели динамики дисконта, основанной на доходности суверенных долговых обязательств, индекс РТС должен приближаться к отметке 425 пунктов. Однако после окончания этапа, на

котором нефтяной фактор будет играть решающую роль, российские ценные бумаги могут и должны торговаться с премией к подобным бумагам развивающихся рынков благодаря более благоприятному прогнозу доходов по российским бумагам, основанному на анализе реформ и инвестиционных потоков. Реальный уровень будет определяться степенью уверенности инвесторов в темпах реформирования и уровнем политической стабильности.

Корпоративные риски

Корпоративная политика не окажет отрицательного влияния на фондовый рынок в 2003 г.

Мы полагаем, что данный фактор не окажет отрицательного влияния на фондовый рынок в 2003 г. (ни при каком из предложенных сценариев). Большинство торгуемых в России акций уже прошло этот этап, и мы надеемся на дальнейшее улучшение корпоративного управления и повышение степени открытости, которые будут играть положительную роль в некоторых случаях (например, для Норильского никеля и ЛУКОЙЛа).

Мы надеемся, что главными событиями 2003 г. станет ликвидация ограничений прав собственности на акции и либерализация торговли акциями двух крупных государственных акционерных компаний — Сбербанка и Газпрома. Если это произойдет, то улучшится не только рейтинг этих акций, но и представление о связанных с Россией рисках. Кроме того, в результате отмены этих ограничений Сбербанк может быть включен в MSCI, а вес Газпрома существенно повысится. Вес России в MSCI GEM также возрастет, и она сможет привлечь более мощные инвестиционные потоки.

Продолжится процесс совершенствования общего законодательства по корпоративному управлению

Иначе говоря, продолжится процесс совершенствования общего законодательства по корпоративному управлению. Не останутся и реформы рынка капитала, необходимые для обеспечения более простого и дешевого доступа для тех компаний, которым нужны заемные средства.

Прогноз ключевых показателей
Илл. 2. Основные макроэкономические показатели, 1997–2004П

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П	2003П	2004П
ВВП								
Номинальный, \$ млрд	428	280	193	260	310	340	350	365
Реальное изменение, %	0.9	(4.9)	5.4	9.0	5.0	4.0	3.8	4.3
Промышленное производство								
Реальное изменение, %	2.0	(5.2)	11.0	11.9	4.9	3.5	3.3	3.6
Личное потребление								
Реальное изменение, %	5.5	(2.4)	(4.4)	9.3	8.7	8.0	7.0	6.0
Валовый объем инвестиций								
Реальное изменение, %	(5.0)	(12.0)	5.3	17.5	8.6	4.0	4.0	4.0
Индекс потребительских цен, % за год	11.0	84.4	37.0	20.0	18.6	15.0	12.0	10.0
Долговые обязательства								
Внешний долг, \$ млрд	143	156	152	145	130	124	115	108
Внутренний долг, \$ млрд	20	34	34	32	35	30	30	30
Итого долги, \$ млрд	163	190	186	172	165	150	145	138
Внешний долг, % к ВВП	33.4	55.7	78.8	55.8	41.9	36.5	32.5	29.6
Итого долги, % к ВВП	38.1	67.9	96.4	66.2	53.2	45.3	41.4	37.8
Обслуживание долга, \$ млрд	7.2	12.3	11.6	10.2	14.0	14.2	14.6	12.1
% к бюджетным поступлениям	12.8	39.9	46.7	25.4	25.8	20.9	20.9	15.8
Золотовалютные резервы, \$ млрд								
На конец года	16.5	11.6	12.5	27.9	36.6	48.0	55.0	57.0
% к общему объему долга	10.1	6.1	6.7	16.2	22.2	29.8	34.6	37.7
Кол-во месячных объемов импорта	2.7	2.3	3.6	7.5	9.1	10.0	10.0	9.5
Торговый баланс								
Экспорт, \$ млрд	89	75	76	105	102	102	98	99
Импорт, \$ млрд	72	58	40	44	51	55	60	66
Торговый баланс, \$ млрд	17	17	36	61	51	47	38	33
Счет текущих операций, \$ млрд	2.0	0.7	25	46	35	30	22	13
Объем прямых иностранных инвестиций, \$ млрд	4.9	2.8	3.3	2.7	2.5	2.5	2.7	3.0
% к ВВП	1.1	1.0	1.7	1.0	0.8	0.7	0.8	0.8
Курс руб./\$								
Средневзвешенный	5.8	9.8	24.6	28.1	29.2	31.4	33.8	37.1
На конец года	6.0	20.7	27.0	28.2	30.1	32.5	35.0	39.3
Изменение на конец года, %	7.1	245	30.4	4.4	6.7	8.0	8.0	12.3
Нефть марки Urals								
Средневзвешенная цена, \$/барр.	18.3	11.9	17.3	26.5	22.9	23.5	17.0	19.0
Индекс РТС, на конец года	397	59	178	143	260	380	450	
Доходность Евро-30, на конец года				17.8	12.7	9.0	7.5	

Источник: оценки Альфа-Банка

Динамика и оценка акций
Илл. 3. Динамика АДР, с начала месяца, на 27 ноября

Компания	Уровень АДР	Соотношение	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
				за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
Нефть и Газ								
Газпром	114А, REG S	10 в 1	11,7	-12,7	18,3	20,6	8,6	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	67,0	3,5	36,7	73,3	43,0	
Сибнефть	1	10 в 1	19,8	-0,4	164,0	25,8	5,6	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	16,1	-10,5	2,3	23,8	12,3	
Татнефть	2	20 в 1	15,1	-7,8	46,3	17,3	9,3	
Юкос	1	15 в 1	137,0	-1,4	76,2	172,5	62,8	
Энергетика								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	3,3	4,8	-13,3	4,3	1,8	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	21,8	4,8	-26,7	51,0	18,8	
Мосэнерго	1	100 в 1	3,3	0,6	-17,5	5,0	2,2	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	12,0	11,6	-23,1	18,2	7,5	
Телекоммуникации								
ВымпелКом	3	3 в 4	35,5	25,9	36,3	36,2	20,6	
Голден Телеком	3	1 в 1	16,0	8,2	37,2	20,5	10,1	
МТС	3	20 в 1	38,8	18,6	8,8	40,0	23,8	
МГТС	1	1 в 10	5,0	-15,3	-28,6	8,4	5,0	
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	2,2	50,0	32,4	3,0	1,3	
Ростелеком	2	6 в 1	7,2	5,1	37,5	9,9	4,8	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	2,9	13,1	53,9	3,6	1,4	
ЮжТелеком	1	1 в 2	3,0	11,1	-11,6	8,0	2,5	
Прочие сектора								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	20,5	2,4	18,7	25,3	14,9	
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	5,1	-3,7	14,4	7,1	3,8	
ГУМ	1	2 в 1	4,1	37,2	23,3	4,6	2,0	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	18,5	-7,5	-5,0	25,4	16,8	
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	5,0	3,1	1,0	8,9	4,0	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка

Илл. 4. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 27 ноября

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.			2001	2002П	2001	2002П			
		%	%	\$	\$									
Нефть и Газ														
Газпром	0,797	0	54	1,132	0,516	4,3	20 134	6,1	5,5	6,4	4,9	1,200	51	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	16,74	2	37	18,23	10,89	2,5	14 238	6,8	6,6	4,2	4,2	21,4	28	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	2,01	2	176	2,17	0,626	0,6	9 530	7,3	8,5	6,1	5,4	2,1	4	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,323	-10	3	0,470	0,26	1,8	7 694	4,2	4,5	3,0	2,7	0,6	86	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,7605	-7	44	0,853	0,470	0,4	1 726	2,5	3,1	3,1	2,5	1,1	45	ПОКУПАТЬ
Юкос	8,94	-4	72	11,38	4,22	1,3	18 999	5,5	6,2	4,8	3,9	11,8	32	НАКАПЛИВАТЬ
Petrobras	12,9	-3	-11	25,7	9,1	0,0	13 562	5,1	4,0	2,3	2,1			
MOL	23,4	11	13	23,4	17,3	5,6	2 242	Н/З	8,2	23,2	5,4			
PetroChina	0,2	3	9	0,2	0,2	9,2	33 818	5,9	6,2	3,2	3,1			
Среднее								5,5	6,1	9,6	3,5			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,074	0	-10	0,092	0,058	0,0	353	Н/З	Н/Д	-23,1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Ленэнерго	0,280	0	-22	0,505	0,247	0,0	214	6,2	Н/Д	2,8	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Мосэнерго	0,033	2	-19	0,048	0,024	0,6	936	104,0	Н/Д	3,3	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
РАО ЕЭС	0,120	10	-24	0,179	0,076	4,1	4 929	3,6	Н/Д	3,1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
CEZ	3,0	7	20	3,2	2,2	2,9	1 475	5,0	3,5	3,5	3,9			
Sopel	1,8	-10	-60	5,0	1,7	1,6	1 197	9,1	6,8	3,9	3,3			
Eletrobras	5,5	-1	-40	12,2	3,9	9,3	4 957	5,5	3,1	4,4	6,1			
Среднее								6,5	4,5	3,9	4,4			
Телекомы														
МГТС	6,6	-1	10	7,5	5,5	0,0	574	50,1	18,3	5,5	3,9	7,0	6	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	10,3	5	15	10,7	7,8	3,5	4 515	12,1	8,9	2,9	2,6			
Tele Norte Leste	5,2	10	-39	9,3	4,1	3,6	2 445	22,4	12,0	1,3	2,3			
Среднее								17,3	10,4	2,1	2,4			
Ростелеком	1,210	7	33	1,660	0,828	0,5	1 068	8,8	7,1	3,1	2,6	1,60	32	НАКАПЛИВАТЬ
Indosat	0,90	4	-14	1,56	0,70	3,1	939	8,7	7,8	4,1	2,6			
Embratel	0,93	27	-68	3,68	0,52	3,9	283	Н/З	Н/З	2,9	1,7			
Среднее								8,7	7,8	3,5	2,2			
Вымпелком	35,5	26	36	36,2	20,6	8,1	1 909	40,4	13,3	14,0	6,7	31,0	21,1	ПОКУПАТЬ
МТС	38,8	19	9	40,0	23,8	6,2	3 867	18,6	12,2	9,4	5,9	44,0	13	НАКАПЛИВАТЬ
Turkcell	6,940	37	20	8,080	4,250	0,3	611	16,0	12,0	5,7	Н/Д			
Mobinil	7,8	5	-9	9,6	6,3	0,0	772	6,9	6,4	4,8	4,4			
Среднее								6,9	9,2	5,2	4,4			
Голден Телеком	16,0	8	37	20,5	10,1	0,5	386	Н/З	13,8	15,1	5,9	24,0	50	ПОКУПАТЬ
Netia	1,0	20	-23	1,7	0,4	0,3	32	Н/З	Н/З	Н/З	16,8			
Металлургия														
Норильский Никель	20,2	2	19	25,0	15,0	0,7	4 321	9,2	11,5	3,5	4,4	28,9	43	ПОКУПАТЬ
Ampplats	37,8	-3	-21	59,0	31,1	0,2	8 120	11,1	10,6	7,0	6,6			
Eramet	21,6	40	-37	39,4	13,7	0,0	541	9,7	6,6	3,6	3,7			
WMC	4,7	11	-12	5,7	3,8	3,8	9 265	19,1	18,0	9,2	9,3			
Среднее								13,3	11,7	6,6	6,5			
Северсталь	52,0	-5	18	84,0	38,1	0,0	1 148	-2,5	12,2	4,3	3,3	75,0	44	НАКАПЛИВАТЬ
China Steel	0,6	3	44	0,6	0,4	96,6	5 145	24,0	21,1	9,7	9,2			
POSCO	95,1	0	-6	134,6	82,9	0,3	8 637	13,5	10,4	5,8	5,5			
Среднее								18,7	15,8	7,8	7,4			
Продукты														
Балтика	13,8	-2	51	15,3	9,0	0,0	1 472	11,4	9,3	7,3	5,8	18,0	31	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	5,0	3	1	8,9	4,0	0,0	504	6,9	8,1	6,8	8,2	6,5	30	НАКАПЛИВАТЬ
Вимм Билл Данн	18,5	-7	-5	25,4	16,8	0,2	813,1	25,6	15,9	12,4	9,4	25,3	36,9	
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	2,00	0	40	2,00	1,20	0,0	120	9,4	7,5	5,2	4,8	2,10	5	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	3,2	5	27	3,3	2,5	0,0	274	17,5	15,7	13,3	11,3			
Matahari Putra Prima	0,1	-8	11	0,1	0,0	0,5	142	5,1	7,4	2,0	2,3			
Среднее								11,3	11,5	7,7	6,8			
Машиностроение														
ОМЗ	5,0	-9	30	6,4	3,8	0,0	175	6,8	10,5	3,2	2,7	8,4	69	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	18,0	22	-14	31,3	13,0	0,2	1 370	10,5	4,0	5,1	4,6			
Atlas Copco	22,9	9	-11	28,7	15,0	1,5	4 688	13,7	14,2	5,8	5,9			
Среднее								12,1	9,1	5,4	5,2			

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

Илл. 5. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 27 ноября

Тикер Компания Тикер	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	9,55	3	74	9,9	3,8	7,6	1 086	10,5	10,4	4,8	5,2	11	15	ПОКУПАТЬ
Пурнефтегаз	3,15	0	-15	5,5	2	9,2	319	14,8	8,9	6,5	5,0	2,4	-24	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	2,2	0	-17	3,25	1,93	0,9	161	3,7	4,2	4,9	4,1	4,5	105	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	85	0	209	100	27,5	0,3	297	3,5	4,0	2,1	1,7	140	65	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,133	1	32	0,183	0,090	27,6	138	2,7	Н/Д	1,7	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Красноярскэнерго	0,250	0	211	0,320	0,081	3,2	149	31,7	Н/Д	7,3	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Кубаньэнерго	2,60	0	31	3,1	1,6	10,9	46	10,7	Н/Д	2,2	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Кузбассэнерго	0,18	0	53	0,220	0,115	60,1	109	Н/3	Н/Д	2,9	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Новосибирскэнерго	2,3	0	28	4,0	1,8	0,0	31	Н/3	Н/Д	7,8	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Пермэнерго	1,55	0	-3	2,15	1,42	17,8	56	4,4	Н/Д	1,2	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Ростовэнерго	0,015	0	-3	0,020	0,011	16,9	45	11,3	Н/Д	4,9	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Самарэнерго	0,042	0	47	0,042	0,026	19,7	147	12,6	Н/Д	4,4	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Свердловэнерго	0,162	3	60	0,168	0,083	24,1	85	16,6	Н/Д	1,4	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Челябэнерго	0,013	5	79	0,013	0,005	0,7	58	26,9	Н/Д	2,1	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Телекомы														
Башинформсвязь	0,05	0	-29	0,088	0,042	7,9	49	4,6	1,4	1,7	1,4	0,09	80	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	1,2	22	32	1,45	0,81	67,3	126	14,7	5,5	4,2	2,6	1,64	37	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,374	2	-11	0,57	0,345	25,2	196	17,5	12,0	3,5	4,3	0,45	20	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,02	23	33	0,03	0,02	29,66	77	10,2	11,3	3,1	3,2	0,04	50	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинфооом	0,015	8	65	0,778	0,009	58,3	127	101,9	19,5	5,2	19,9	0,025	72	ПОКУПАТЬ
ЦентрТелеком	0,271	8	13	0,37	0,191	84,3	148	41,0	14,2	7,1	4,1	0,38	40	НАКАПЛИВАТЬ
ЮжТелеком	0,0665	-1	9	10,69	0,05	70,3	94	9,1	3,8	3,4	2,4	0,13	95	НАКАПЛИВАТЬ
Другие сектора														
Аэрофлот	0,310	-1	-13	0,407	0,275	51,1	344	6,4	4,7	3,4	3,1	0,35	12	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	25,5	-6	43	38,9	15,1	163,9	757	8,6	3,5	2,7	3,0	51,0	100	ПОКУПАТЬ
ГАЗ	21	5	-28	43	18	37,3	110	61,5	1,7	4,4	3,2	17	-19	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	197	5	154	199,5	42	233,5	3 851	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	220	12	СПЕК. ПОКУПКА
Челябинский труб- ный з-д	0,14	0	87	0,165	0,062	6,2	66	4,6	6,7	2,0	2,2	0,2	43	СПЕК. ПОКУПКА

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

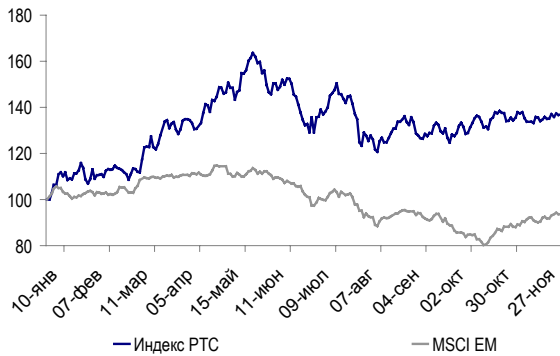
Илл. 6. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 27 ноября

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2002П \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Сургутнефтегаз прив.	0,227	1	14	0,259	0,169	195,7	30	0,0090	4	0,36	58	ПОКУПАТЬ
Татнефть прив.	0,468	-3	33	0,615	0,300	3,9	39	0,0280	6	0,66	41	ПОКУПАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,105	17	-11	0,135	0,066	147,2	13	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	0,765	18	59	0,850	0,401	32,5	37	0,0267	3	0,94	23	НАКАПЛИВАТЬ

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

Графики

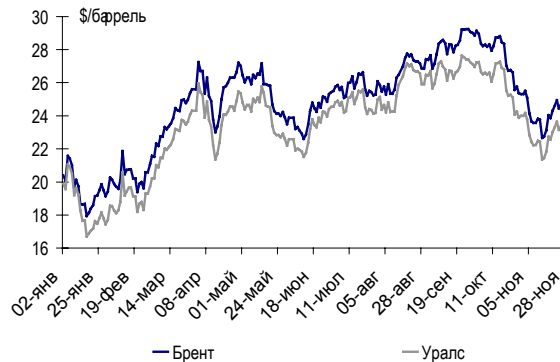
Илл. 7. РТС и индекс MSCI EM, с начала года



Источники: РТС, Рейтер

- Индекс РТС вырос на 1% в ноябре при неизменном среднем объеме торгов за день

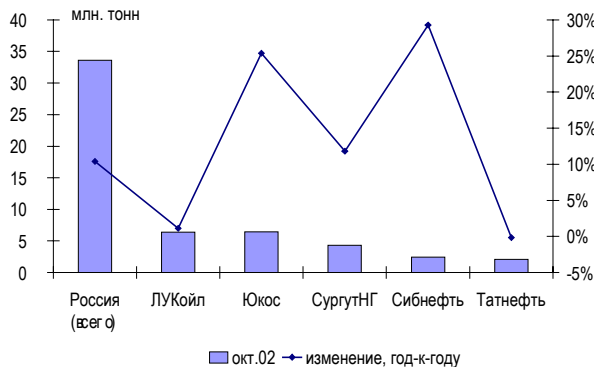
Илл. 9. Динамика цен на нефть, с начала года



Источник: Блумберг

- Цена на нефть укрепились в ноябре на фоне опасений того, что Ирак не подчинится резолюции ООН
- Спрэд между внутренними и экспортными ценами на нефть продолжил уменьшаться в ноябре

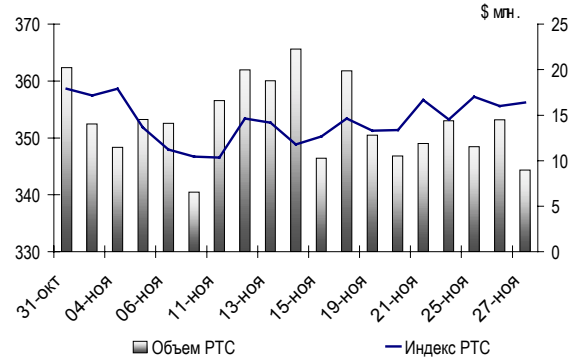
Илл. 11. Добыча нефти компаниями, октябрь 2002г



Источник: Министерство энергетики

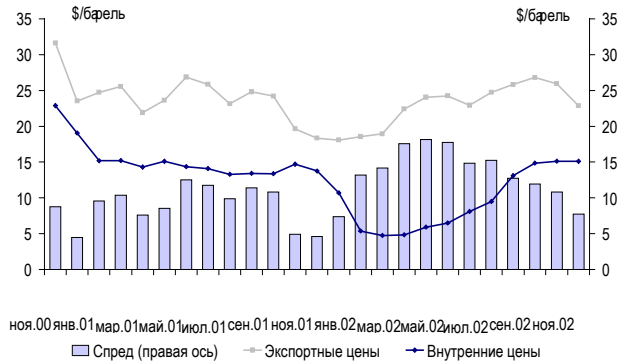
- Добыча нефти оставалась на высоком уровне в октябре; по итогам года ожидается рост в 9%
- Цены на никель и медь поднялись на 0,4 и 3,8%, соответственно, в ноябре

Илл. 8. Динамика РТС, с начала месяца



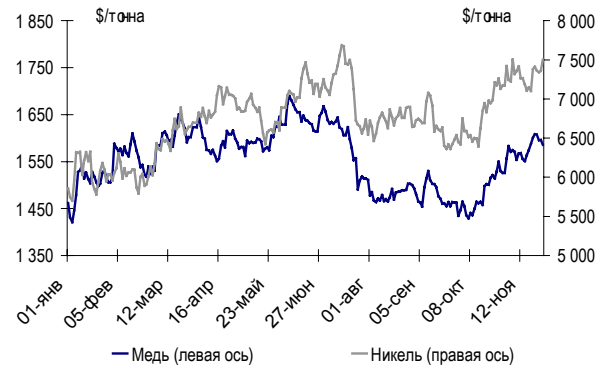
Источник: РТС

Илл. 10. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2002

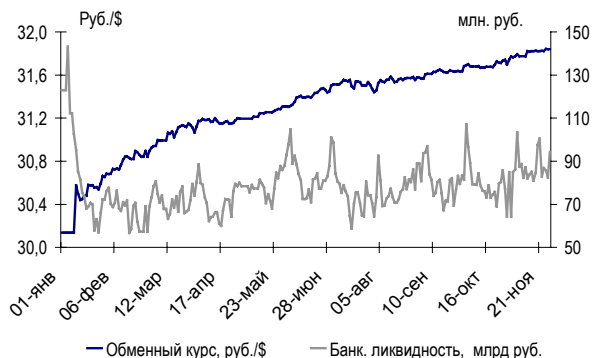


Источник: Министерство энергетики

Илл. 12. Цены на медь и никель, с начала года

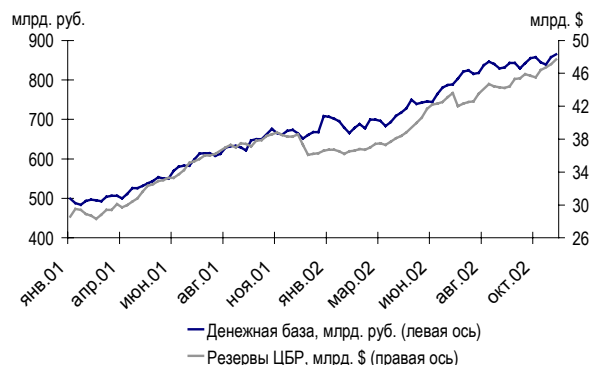


Источник: Блумберг

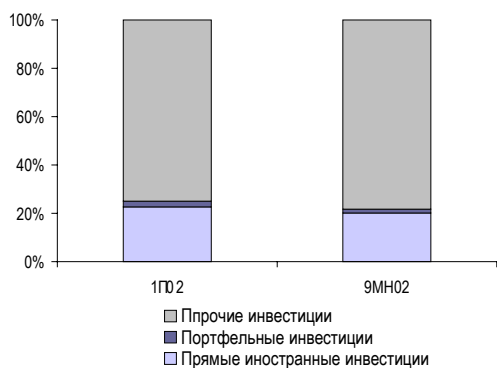
Илл. 13. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Операции репо и депозитные аукционы в ноябре сократили давление на валютном рынке
- Резервы ЦБР достигнут \$48 млрд. к концу года, валютный курс – 32,5 рублей за доллар

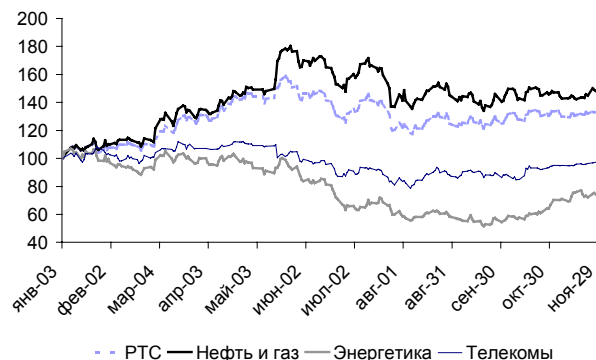
Илл. 14. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года


Источник: ЦБР

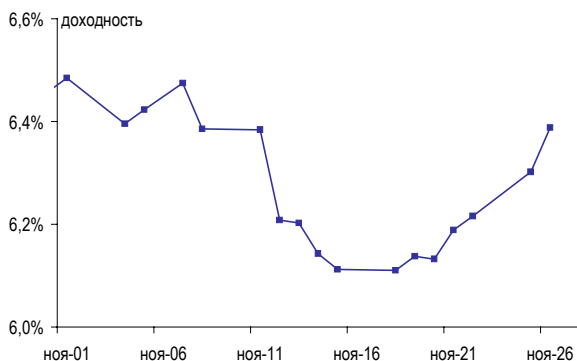
Илл. 15. Соотношение инвестиций, 1П02–9М02г.


Источник: Минфин

- Прямые иностранные инвестиции составили \$2,6 млрд. за 9М02, или 20% от всех инвестиций
- Акции энергетики росли быстрее рынка в октябре, поддерживаемые интересом к бумагам РАО ЕЭС

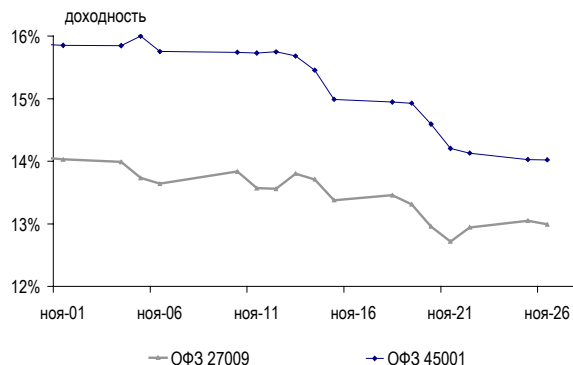
Илл. 16. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 17. Динамика Евро-07, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Долговой рынок жил в ноябре ожиданиями повышения российского суверенного рейтинга
- Изменения в депозитной политике ЦБР привело к росту цен на рынке ОФЗ

Илл. 18. Динамика ОФЗ 27005- 27018, с начала года


Источник: Рейтер

Календарь событий
Илл. 19. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
Декабрь		
5	Макроэкономика	Консолидированный бюджет на три года будет обсуждаться на заседании правительства
2	ОМЗ	Рoad-шоу в Великобритании
5	ОМЗ	Будет объявлена дивидендная политика
11	Макроэкономика	Четвертое чтение бюджета на 2003 год
11	Макроэкономика	Второе чтение закона о НПФ
12	Нефтегазовый сектор	Встреча ОПЕК в Вене
12-13	РАО ЕЭС	Встречи председателя правления РАО ЕЭС с портфельными инвесторами в Лондоне
16	ГМК Норильский Никель	Слушания в Московском Арбитражном суде
18	Нефтегазовый сектор	Аукцион по приватизации 75% Славнефти
18	РАО ЕЭС	Результаты второго чтения в Думе по пакету энергетических законопроектов
18	РАО ЕЭС	Юбилейная конференция РАО ЕЭС
18	Макроэкономика	Совет Федераций принимает решение по бюджету на 2003 год
19	ОМЗ	Заседание Совета директоров
26	Нефтегазовый сектор	Аукцион на лицензию по разработке Талаканского нефтегазового месторождения
27	РАО ЕЭС	Заседание Совета директоров

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Замедление экономических реформ по политическим соображениям

По нашим оценкам, рост ВВП в 2003 г. составит 3,8%, ...

...а инфляция не превысит 12%, при незначительном росте тарифов

Основные факторы — рост инвестиций на 4% и кредитования на 15%

Мы полагаем, что в 2003 г. экономические реформы могут замедлиться по политическим причинам. ГД РФ предстоит рассмотреть такие вопросы, как банковская реформа, законопроект о пенсионном обеспечении, реструктуризация естественных монополий, подготовка налоговой реформы, и единственным удобным временем для их решения будет 1 кв. 2003 г., т.к. выборы в парламент состоятся в декабре следующего года. Соображения международной политики (например, начало предвыборной кампании в США) могут привести к замедлению переговоров о вступлении России в ВТО.

Именно поэтому основное внимание должно уделяться макроэкономическим показателям. Цены на нефть по-прежнему являются определяющим фактором для российской экономики. Если в 2003 г. цена нефти марки Urals не превысит \$17 за баррель, мы полагаем, что рост ВВП составит 3,8%. По нашим оценкам, промышленное производство будет играть более скромную роль, что приведет к увеличению разницы между ростом ВВП и промышленного производства.

Следующий год будет решающим для новой команды ЦБР в таких областях, как банковская реформа и денежная политика. ЦБ РФ планирует внедрить одно- и двухнедельные операции обратного выкупа и увеличивать уровень доходности на внутреннем долговом рынке. Мы положительно оцениваем эти шаги и полагаем, что они должны быть реализованы без промедления. По нашему мнению, инфляция понизится до 12% благодаря более осторожной политике повышения тарифов.

Мы можем выделить два фактора, позволяющих оценить перспективы экономического развития в 2003 г. Во-первых, это рост инвестиций, который в следующем году, по нашим оценкам, может достичь 4%. Во-вторых, это увеличение кредитного портфеля российских банков на 15%. Нас особенно беспокоит то, что банки могут увеличить объем кредитования только для восполнения оборотного капитала и финансирования старых долгов. В результате подобной тенденции возрастает вероятность кризиса в связи с безнадежными долгами.

Илл. 20. Перечень реформ, намеченных на 2001–2002 гг.

Отрасль	План	Результаты	Статус
Финансовая инфраструктура	• Налоговая реформа, включая сокращение налога на прибыль с 35% до 24% начиная с 2002 г.	• Снижение налогового бремени с 45% ВВП до 35% ВВП	Внедрено в 2001–2002 гг.
	• Пенсионная реформа, создание системы фиксированных отчислений	• Ежегодные фиксированные отчисления в размере \$1,5 млрд были инвестированы в фондовые инструменты	Внедрено в январе 2002 г.
	• Реформа системы страхования • Банковская реформа	• Налогообложение выплат по полисам страхования жизни • Внедрение обязательного страхования автомобилей • Новое руководство ЦБ РФ разработало свою программу банковской реформы	Намечено на январь и июль 2003 г. соответственно Еще не утверждено
Промышленное развитие	• Законопроект о дерегулировании	• Направлен на сокращение количества стандартов на 90%	Не выполнено в срок, законопроект должен быть утвержден правительством в декабре 2002 г.
	• Реформа ЖКХ	• Закон о концессиях, направленный против повышения тарифов на коммунальные услуги	Не выполнено в срок, должен быть одобрен правительством в 2002 г.
Государственное управление	• Реформа РАО "ЕЭС России", Газпрома и ж/д • Кодекс о земле	• Создание рынков электроэнергии и газа с целью достижения более экономичного потребления энергоресурсов • Не затрагивает оборот земель сельскохозяйственного назначения	Продвигается вперед медленными темпами Одобен в 2002 г.
	• Закон о банкротстве	• Закон должен защитить предприятия от неблагоприятной процедуры банкротства	Наложено вето

Источник: Альфа-Банк

Илл. 21. Прогноз макроэкономических показателей на 2002–2003 гг.

	2002 г.	2003 г.
Цены на нефть, Brent \$/барр.	24,7	22
Торговый баланс, \$ млрд	44	38
Торговый баланс, % ВВП	13	11
Обменный курс, руб/\$	32,5	35,0
Инфляция, %	15	12
Рост ВВП,	4,0	3,8
Промышленный рост, %	3,5	3,3

Источник: Альфа-Банк

Илл. 22. График публикаций макроэкономических показателей в 2003 г.

Показатель	Источник	Дата публикации
ВВП	Госкомстат	Апрель, июль и октябрь
Промышленное производство	Госкомстат	Примерно 20 числа каждого месяца
Инфляция	Госкомстат	Примерно 5-7 числа каждого месяца
Резервы ЦБ РФ	ЦБ РФ	Четверг
Торговый баланс	ЦБ РФ	Середина месяца

Источник: Альфа-Банк

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	32,5	
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28,0	36,6	48,0	
Годовые							
Рост ВВП, %	0,8	-4,9	5,4	8,3	5,0	4,0	3,8
Инфляция, %	11,0	84,0	37,0	20,2	18,6	15,0	12
Курс рубля на конец года, руб./\$	6,0	20,7	27,0	28,1	30,1	32,5	35
Золотовалютные запасы на конец года, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28,0	36,6	48,0	55
Сальдо торгового баланса	16,6	16,9	36,0	61,0	51,0	47,0	38,0
Экспорт	89,0	74,9	75,8	105,0	102,0	102,0	98
Импорт	72,0	58,0	39,6	44,0	51,0	55,0	60

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

Илл. 24. Основные события

Дата	Событие
1 ноября	Объем платежей РФ по внешнему долгу в ноябре составляет \$536,9 млн. В частности, 1 ноября Минфин выплатил МВФ \$25,6 млн.
1 ноября	Минфин обнародовал сроки проведения аукционов в ноябре и параметры предлагаемых к размещению выпусков: 1. 6 ноября состоится аукцион по размещению дополнительного транша ОФЗ-ФК 27015 объемом 6 млрд. руб. Дата погашения выпуска — 4 февраля 2004 г. В результате аукциона объем выпуска ОФЗ-ФК 27015 увеличится до 16 млрд. руб. Объем выплат Минфина 6 ноября составляет 6,1 млрд. руб. (погашение ГКО 21159 и купонные выплаты). 2. 20 ноября состоятся аукционы по размещению 6-месячной ГКО объемом 5 млрд. руб. и дополнительного транша ОФЗ-АД 45001 ориентировочно на 4 млрд. руб.
5 ноября	Инфляция в РФ октябре составила 1,1%, за 10 месяцев 2002 г — 11,5%. Ранее Госкомстат прогнозировал инфляцию в октябре на уровне 1,3–1,6%. Более низкий показатель инфляции связан с замедлением роста цен на потребительские товары и услуги в последнюю неделю месяца.
6 ноября	Профицит бюджета РФ за январь–октябрь составил 0,9% ВВП. За январь–сентябрь 2002 г профицит бюджета составлял 1,7% ВВП. Уменьшение профицита вызвано увеличением расходов бюджета в октябре на 1,1% ВВП (до 19,3% ВВП). В то же время доходы бюджета в октябре увеличились незначительно (до 20,2% ВВП по сравнению с 20% ВВП за 9 месяцев 2002 г). Это привело к сокращению профицита и снижению остатков на счетах Казначейства на \$800 млн. По нашей оценке, основной причиной ухудшения профицита стал рост непроцентных расходов.
6 ноября	Укрепление евро не будет иметь значительного эффекта в России; \$540 млн. дополнительных долговых платежей в 2003 г. будут покрыты \$550 млн., полученными от экспортных пошлин. Подверженность российских компаний изменению долга, номинированного в евро, очень незначительна. Что касается влияния на бюджет, усиление евро также коснется платежей по иностранным заимствованиям, так как в следующем году России предстоит выплатить \$14,6 млрд. по долгам, из которых только \$5,4 млрд. номинированы в евро. Таким образом, усиление евро на 1% увеличит платежи по долгам на \$54 млн.
11 ноября	ЦБР начнет операции 1-дневного РЕПО с гособлигациями 18 ноября, депозитные аукционы – 21 ноября. Мы позитивно оцениваем стремление ЦБР расширить набор инструментов, направленных на регулирование ликвидности банковской системы. Одновременное введение двух типов операций регулирования уровня краткосрочной ликвидности, направленных как на ее увеличение, так и на связывание денег, свидетельствует о продуманности денежно-кредитной политики ЦБ.
12 ноября	Объем прямых иностранных инвестиций в РФ за 9 месяцев 2002 г снизился на 10% к аналогичному периоду прошлого года и составил \$2,6 млн. При этом общий объем иностранных инвестиций за аналогичный период увеличился на 33%, что говорит о привлекательности РФ для иностранных инвесторов. Снижение притока прямых инвестиций в РФ не добавляет оптимизма. С одной стороны, снижение прямых инвестиций на 10% за январь–сентябрь к аналогичному периоду прошлого года по сравнению с 25% в первом полугодии 2002 г свидетельствует о некотором улучшении ситуации. Однако номинальный объем прямых инвестиций в третьем квартале был ниже среднего показателя за первое полугодие. Поэтому, хотя мы по-прежнему оцениваем приток прямых иностранных инвестиций по итогам года на уровне \$4 млрд, данные за 9 месяцев 2002 г не свидетельствуют о качественном изменении их динамики.
13 ноября	Инфляция в России с 1 по 11 ноября составила 0,5%. Ускорение инфляции в первой декаде ноября было ожидаемым и вызвано ростом непроцентных расходов бюджета. До конца года, помимо увеличения расходов бюджета, ускорению инфляции будет способствовать тарифная политика правительства. В частности, ФЭК приняло решение об увеличении тарифов на электроэнергию на ФОРЭМ. Это решение расходится с предыдущими заявлениями правительства. В случае утверждения этого решения, возможность сдерживания инфляции по итогам года на уровне 14% (верхний предел, заложенный в бюджет текущего года) будет маловероятна.
13 ноября	ФЭК приняла решение повысить оптовые тарифы на э/э в среднем на 15%, повышение вступит в силу после утверждения Правительством. Ранее глава ФЭК Георгий Кутовой заявил, что тарифы должны быть повышены в ноябре, по крайней мере, на 10%, чтобы избежать серьезного падения рентабельности энергетических компаний. Стало известно, что ФЭК одобрила повышение оптовых тарифов на 15% и передала это предложение в Правительство. Если оптовые тарифы на э/э будут повышены до конца текущего года, это создаст более высокую базу для их повышения в следующем году.
14 ноября	Объем финансового резерва на 1 июля 2002 г составлял \$1,56 млрд, а на 1 апреля – \$1,53 млрд. Бюджет на 2002 г предполагает формирование финансового резерва на конец года в объеме \$6 млрд. Увеличение финансового резерва в III квартале в два раза является позитивным фактором. В I полугодии происходило снижение финансового резерва (относительно начала года) в результате его использования на погашение внешнего долга из-за недостаточности доходов бюджета. Рост резерва в III квартале произошел, несмотря на значительный объем внешних платежей (\$4,2 млрд за три месяца по сравнению с \$6,1 млрд в I полугодии).
15 ноября	ЦБР ожидает объем золотовалютных резервов в размере \$48 млрд на конец 2002 г. Ранее ЦБ оценивал объем золотовалютных резервов по итогам года в размере \$45-47 млрд. Повышение прогноза связано, прежде всего, с более высокими ценами на нефть. По нашей оценке, также причиной ожидания 30%-ного роста резервов по итогам года является сокращение дефицита счета капитальных операций на 30%.
15 ноября	Минимальный курс продажи на валютном аукционе для нерезидентов, имеющих средства на "С"- счетах, составил 31,90 руб., объем заявок – \$3,3 млн.
15 ноября	ЦБР проведет на этой неделе депозитный аукцион, аукционы РЕПО. Первый депозитный аукцион пройдет 21 ноября с минимальной суммой 10 млн. руб. Срок привлечения денежных средств – 2 недели. Дата перечисления средств на депозит в ЦБ – 21 ноября; дата возврата – 5 декабря. Максимальные начальные процентные ставки по депозиту Банком России не устанавливаются.
19 ноября	Рост ВВП РФ за 10 месяцев 2002 г. составил 4%. Рост реальных доходов населения за этот же период составил 8,9%. В то же время прирост инвестиций за январь–октябрь был зафиксирован на уровне 2,5%. Необходимым фактором поддержания экономического роста, с нашей точки зрения, является снижение налогового бремени для предприятий и продолжение структурных реформ экономики.
19 ноября	Дума переносит второе чтение законопроектов по электроэнергетике на 18 декабря, первое чтение законопроектов о ЖКХ отложено на неопределенный срок. Депутаты перенесли второе чтение законопроектов с 29 ноября на 18 декабря в связи с большим количеством полученных поправок. Основные спорные вопросы традиционно решаются во время первого и второго чтений, когда вносится большая часть поправок, тогда как третье чтение носит более технический характер.
25 ноября	Минфин планирует привлечь в декабре с рынка гособлигации 10 млрд. руб. 4 декабря состоится аукцион по размещению ГКО на сумму 4 млрд. руб., а 18 декабря – размещение амортизационного выпуска ОФЗ на сумму 5 млрд. руб. Минфин рассматривает возможность выпуска новой амортизационной бумаги сроком обращения 9 лет. Однако не исключено, что рынку будет предложен дополнительный транш ОФЗ-АД.
26 ноября	Минфин РФ планирует в начале января провести операции своп с ОФЗ на сумму около 13,5 млрд. руб. Основной объем ОФЗ, подлежащих обмену, в объеме 11,5 млрд. руб. находится в портфеле Пенсионного фонда. Оставшаяся часть приходится на низколиквидные ОФЗ 26-й серии, обращающиеся на рынке. Объем этих выпусков составляет 2-2,2 млрд. руб.

Источник: оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей

Константин Резников
(7 095) 795-3612

Анна Бутенко
(7 095) 795-3745

Внимание инвесторов сфокусируется на СургутНГ— из-за ожидаемого улучшения корпоративного управления

Наши прогнозы чистой прибыли пяти наиболее крупных нефтяных компаний на 2002 г. выросли на 42,5%

Ключевое событие — приватизация Славнефти; наиболее вероятный победитель — Сибнефть

Прогресс программы реструктуризации ЛУКойла остаётся основным фактором роста акций компании

Наш модельный портфель «Нефть и газ» опередил рост индекс РТС

Нефть и газ

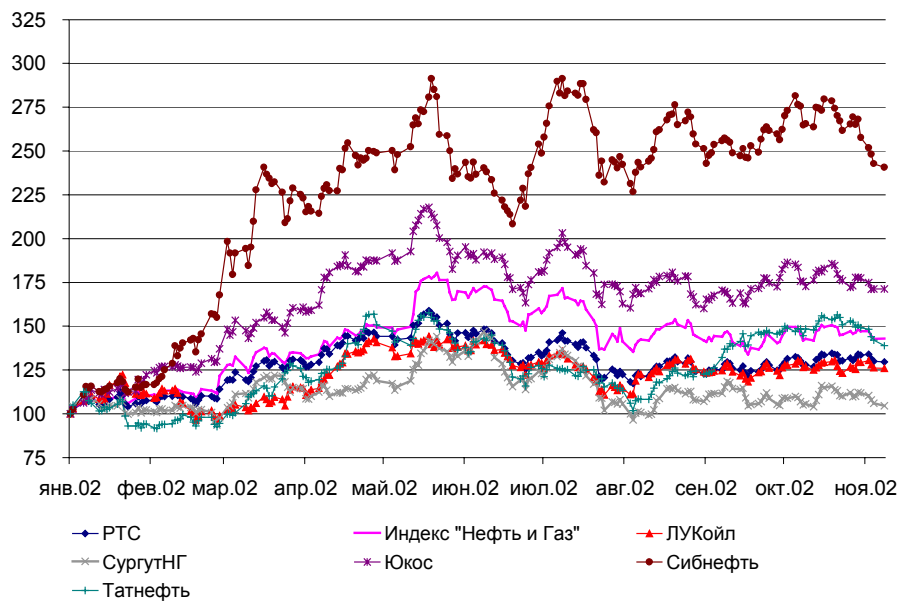
Мы полагаем, что акции Сургутнефтегаза останутся во внимании инвесторов, в связи с вероятными изменениями в политике корпоративного управления и дивидендных выплат. Кроме того, мы ожидаем, что в следующем году в отрасли будет происходить дальнейшая консолидация, а также слияния и поглощения. Победитель на аукционе по продаже 75% акций Славнефти займется консолидацией пакетов миноритариев в дочерних компаниях. По нашему мнению, аукцион послужит толчком для консолидации акций ОНАКО/Оренбургнефти и, впоследствии, первичного размещения акций или продажи стратегическому партнеру доли в TNK International.

В связи с сохранением напряженности в отношениях с Ираком и ограничений на добычу нефти, установленных ОПЕК и некоторыми независимыми производителями, в 2002 г. цены на нефть превысили ожидания. В результате за период, прошедший с начала года, средняя цена нефти марки Brent составила \$24,75/барр. Мы повышали наш прогноз по расчетной цене нефти марки Brent в 2002 г. с \$19/барр. до \$22/барр. в апреле и с \$22/барр. до \$24,75/барр. в сентябре. Вслед за этими двумя повышениями расчетный чистый доход пяти отобранных нефтяных компаний в 2002 г. вырос в среднем на 25% и 14% соответственно.

Самым главным событием для российской нефтяной отрасли в 2002 г. является, вне всякого сомнения, приватизация Славнефти. Список возможных претендентов расширился после того, как правительство решило продать 75% акций компании вместо запланированных ранее 19,7%. Из всех нефтяных компаний и банков, заинтересованных в приобретении акций Славнефти, мы считаем Сибнефть наиболее вероятным победителем, хотя участие Сургутнефтегаза добавляет неопределенности и усложняет интригу. По нашим оценкам, стоимость пакета составляет \$2 млрд при коэффициенте EV/добыча \$26,2/барр. Мы полагаем, что в результате присоединения запасов Славнефти стоимость Сибнефти возрастет в конечном итоге на \$5,2 млрд после консолидации запасов и оптимизации добычи. Это означает, что наша расчетная цена акций Сибнефти, составляющая в настоящее время \$2,1, возрастет на 49%.

Другим важным событием текущего года в нефтяной отрасли стала начатая в апреле реструктуризация ЛУКойла. Компания нацелена на снижение затрат и рост выручки за счет роста экспортных поставок и отделения сервисных компаний. В результате этого должна повыситься эффективность операционной деятельности компании и ее капиталовложений. С начала реализации программы реструктуризации операционные расходы ЛУКойла снизились с \$3,6/барр. в 3 кв. 2001 г. до \$2,96/барр. во 2 кв. 2002 г.

В 2002 г. наш нефтегазовый портфель превысил индекс РТС. По состоянию на 10 ноября индекс РТС вырос на 29,5% с начала года в то время как рост нашего портфеля нефтегазовых акций за тот же период составил 42,9% (см. Илл. 25). Котировки Сибнефти и Юкоса значительно превзошли индекс РТС в этом году: акции этих двух компаний выросли с начала года на 140% и 70% соответственно. Котировки акций Сургутнефтегаза были невысокими на протяжении всего года, поскольку компания так и не предоставила планы стратегического развития или улучшения корпоративного управления.

Илл. 25. Динамика индекса РТС, нефтегазового индекса и котировок акций нефтяных компаний в 2002 г.


Источники: РТС, оценка Альфа-Банка

Организация банка качества нефти должна сократить дисконт нефти Urals по отношению к Brent

Мы полагаем, что ситуация вокруг Ирака будет влиять на рынок сырой нефти и в следующем году. По нашему мнению, цены на нефть снизятся к концу 2003 г. Однако все будет зависеть от того, как скоро Ирак сможет увеличить добычу нефти, и от реакции ОПЕК на ожидаемое превышение предложения сырой нефти над спросом. На внутреннем рынке внедрение банка качества Транснефтью окажет серьезное влияние не только на таких производителей тяжелой высокосернистой нефти, как Татнефть и Башнефть, но и на отрасль в целом, т.к. приведет к снижению дисконта цены нефти марки Urals к цене нефти марки Brent.

Развитие новых экспортных мощностей остаётся жизненно важным для российских производителей нефти

Мы планируем провести подробный анализ финансово-стоимостных показатели ЛУКОЙЛА за 3 кв. текущего года, чтобы найти свидетельства дальнейших шагов по снижению расходов и доказательства эффективности ориентированной на экспорт стратегии. В то же время, успех реструктуризации позволит компании разместить 5,9% пакет по установленной правительством расчетной цене.

В связи с быстро растущей добычей Юкоса, компания все больше нуждается в новых экспортных маршрутах, поэтому ключевым фактором для нее остается успех в реализации проекта строительства китайского нефтепровода. Кроме этого, увеличение количества акции в свободном обращении очень важно и для Юкоса, как и для Сибнефти. Одной из самых сложных проблем для Сургутнефтегаза является недостаточно эффективное корпоративное управление. Лакмусовой бумажкой в этом вопросе станет выплата дивидендов.

Газпром

Акции Газпрома отставали от рынка из-за задержки в реализации основных факторов роста

В начале 2002 г. акции Газпрома стремились вверх, т.к. события 2001 г., как всем казалось, предвещали проведение долгожданных реформ как самого газового гиганта, так и российской газовой промышленности в целом. В 1 кв. 2002 г. котировки обоих классов акций (местных и АДА) росли вместе со всем рынком, однако позднее запал иссяк, и во 2 кв. они сильно отставали от остального рынка. Фактически все надежды были отложены, а движущие силы заморожены до 2003-2004 гг.

По программе реструктуризации Газпрома прогресса не достигнуто

Российская газовая промышленность во многом отличается от ориентированной на рынок нефтяной отрасли, т.к. она отстает даже от двух дру-

гих регулируемых государством естественных монополий (энергетической и ж/д) в проведении структурных реформ. В 2002 г. не было достигнуто никаких значительных успехов в реструктуризации несмотря на то, что Газпром (крупнейшая в отрасли компания) уже участвовал в реформировании по трем направлениям:

- либерализация рынка акций (т.е. ослабление «защитного барьера»);
- дерегулирование и демополизация российской газовой промышленности;
- либерализация европейского рынка газа.

ФКЦБ предложила упростить «защитный барьер» сразу, а не постепенно

Ослабление «защитного барьера» застопорилось после того, как рабочая группа, занимающаяся либерализацией рынка акций Газпрома, представила свои рекомендации (включая повышение реальной доли иностранной собственности до 20% уставного капитала) президенту Путину в сентябре 2001 г., который поручил правительству подготовить всю необходимую документацию. Единственным объяснением нынешней отсрочки может быть нежелание российских властей допустить рост прямого присутствия (в противоположность серым схемам) иностранных инвесторов в реестре акционеров Газпрома до того, как государство вернет газовую монополию под свой контроль. Тем не менее, предложение ФКЦБ отменить «защитный барьер» сразу, без предлагавшегося ранее последовательного осуществления трех этапов, несколько скрасило впечатление от относительно бедного событиями года.

Медленное движение реформы энергетики привело к замедлению реформы газового сектора

Отсрочка реструктуризации российской газовой отрасли еще в большей степени свидетельствует о том, что правительство не хочет (или даже не может) проводить более радикальные реформы. Начиная с осени 2000 г., правительство постоянно откладывает обсуждение проекта реструктуризации газовой отрасли и может опять не уложиться в намеченные на декабрь 2002 г. сроки. Фактически, нежелание правительства устанавливать рыночные отношения в газовой отрасли или даже повышать внутренние цены на газ более быстрыми темпами (с \$20/тыс. куб. м на данный момент до экономически обоснованной цены на уровне \$40-45/тыс. куб. м) объясняется трудностями в проведении реформ в энергетике (крупнейшего потребителя газа в России) и необходимостью поддерживать неэффективные отрасли экономики.

Газпрому удалось отбить атаку на систему долгосрочных обязательств контрактов

Не удивительно, что Газпром достиг более существенных успехов в вопросах, связанных с продолжающейся либерализацией европейского рынка газа, главным образом, потому, что ЕС твердо намерен завершить преобразования. Так, Газпрому удалось отбить атаки на систему долгосрочных обязательных контрактов, которые по-прежнему являются краеугольным камнем газоснабжения в Европе. Российскому газовому гиганту вместе с другими крупнейшими компаниями Европы удалось доказать, что сохранение этой системы крайне необходимо для обеспечения долгосрочной энергетической безопасности в свете ожидающегося роста зависимости Европы от импортных поставок газа. Единственный вопрос, который в настоящее время обсуждается Газпромом с ЕС, — это право покупателя перепродавать контрактные поставки другим европейским странам. Тем не менее, Газпром еще не может похвастаться тем, что доходы от продаж с немедленной поставкой за наличный расчет полностью дополняют выручку от долгосрочных контрактных поставок.

Структурные реформы остаются основными катализаторами роста газового сектора в 2003 г.

В 2003 г. самой главной движущей силой для газовых компаний по-прежнему будет структурная реформа, хотя в связи с началом предвыборной борьбы российским властям будет трудно ускорить ход реформ. Особенно в уязвимых в социальном плане областях. В этом смысле многое зависит от способности руководства Газпрома успешно лоббировать более существенное повышение (вплоть до требуемых 40%) внутренних цен на газ, чем 20%, предлагаемых Минэкономразвития.

Укрепление имиджа Газпрома и снятие «защитного барьера» — специфические факторы роста

Продолжающиеся перестановки в руководстве Газпрома должны, наконец, дать положительные результаты в следующем году в виде роста (или сохранения) объемов добычи и экспорта газа, более существенной экономии затрат и реструктуризации задолженности. Однако в результате этого компания сможет профинансировать лишь инвестиции, необходимые для поддержания добычи газа на достигнутом уровне в течение ближайших 5-7 лет. Для поддержания долгосрочной стабильности или роста добычи газа необходимы крупные капиталовложения в масштабные проекты (разработка месторождений Ямал и Штокманов). Газпром должен коренным образом изменить свой имидж и добиваться отмены «защитного барьера», чтобы повысить рыночную капитализацию и улучшить перспективы получения внешнего финансирования (до \$5 млрд в год). Именно эти факторы будут определять перспективы развития Газпрома в 2003 г.

Независимые газодобывающие компании в 2003 г. ожидают значительные изменения

Независимые газодобывающие компании также возлагают большие надежды на 2003 г. Крупные нефтяные компании планируют начать разработку своих весьма существенных газовых запасов (до 25% дополнительно к текущей стоимости) и поэтому лоббируют обсуждение вопросов реструктуризации в ГД РФ. Уступая их натиску, с сентября этого года Газпром начал проводить ежемесячные электронные торги на основе системы Межрегионгаза, на которых независимые компании постоянно наращивают объем продаж газа потребителям (до 250-300 млн. куб. м) с гарантированной поставкой по ценам, превышающим устанавливаемые ФЭК тарифы на 25-35%. В 2003 г можно ожидать прорыва в переговорах между Россией и Китаем о сотрудничестве в газовой промышленности вслед за подписанием договоров о сотрудничестве в области поставок нефти. Непосредственный выигрыш от этого получают небольшие независимые компании из Восточной Сибири, в частности, Русиа Петролеум.

Илл. 26. Ключевые факторы влияния на нефтяную отрасль

Компания	Фактор	Дата
Нефтяная промышленность	Объем добычи нефти в странах-членах ОПЕК и Ираке Внедрение банка качества нефти Транснефтью	В течение года 1 кв. 2003 г.
ЛУКОЙЛ	Отчет за 3 кв. 2002 г. по GAAP США Приватизация 5,9% пакета	Январь 2003 г. 1 кв. 2003 г.
Юкос	Начало строительства нефтепровода в Китай АДР 3-го уровня	Середина 2003 г. 2003 г.
Сургутнефтегаз	Политика дивидендных выплат Кодекс корпоративного управления	Апрель 2003 г. 2 кв. 2003 г.
Сибнефть	Консолидация / обмен нефтяных активов с ТНК Дивидендные выплаты за 2002 г. Рост кол-ва акции в обращении (3-5%)	1 кв. 2003 г. 2 кв. 2003 г. 2003 г.
Татнефть	Строительство НПЗ Внедрение банка нефти Транснефтью	В течение года 1 кв. 2003 г.

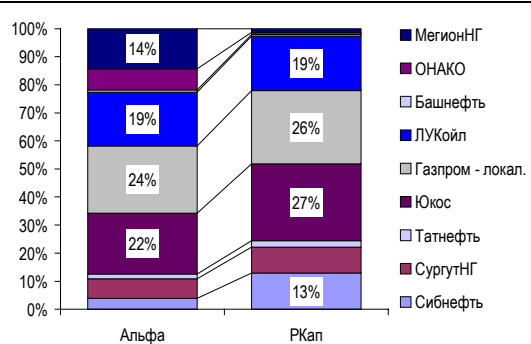
Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 27. Структура портфеля «Нефть и газ»

Компания	RIC	Рекомендация	Акции '000	Вес %
Сибнефть	SIBN.RTS	ДЕРЖАТЬ	280	3,20
Юкос	YUKO.RTS	НАКАПЛИВАТЬ	347	17,85
ЛУКОЙЛ	LKOH.RTS	НАКАПЛИВАТЬ	165	15,77
Сургутнефтегаз	SNGS.RTS	ПОКУПАТЬ	3016	5,70
Газпром – локал.	GAZPPE.RTS	ПОКУПАТЬ	4250	19,69
Татнефть	TATN.RTS	ПОКУПАТЬ	326	1,42
МегионНГ	MFGS.RTS	ПОКУПАТЬ	207	11,74
ОНАКО	ONAK.RTS	ПОКУПАТЬ	1000	6,25
Башнефть	BANE.RTS	СПЕК. ПОКУПКА	45	0,66
Всего акций				82,27
Деньги				17,73
Всего портфель				100,00

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 28. Портфель «Нефть и газ» против рынка



Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Газпром

Илл. 29. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	17 108	17 938	17 069	17 262
EBITDA, млн. \$	4 999	6 495	5 833	6 065
Чистая прибыль, млн. \$	2 666	2 933	2 824	3 018
P/E	6,1	5,5	6,7	6,3
EV/EBITDA	6,4	4,9	5,5	5,3
Капитализация, млн. \$	20 134			
EV, млн. \$	32 034			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	184			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 30. 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. 31. Основные события

Дата	Событие
1 ноября	<p>Собрание Совета Директоров Газпрома.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Собрание Совета Директоров обсудило следующие вопросы по текущей деятельности: • Постепенная либерализация цен на газ, используя систему электронных торгов Межрегионгаза в качестве прототипа, позволяя Газпрому продавать до 5% добычи на свободном рынке. • Недискриминирующий доступ к газопроводам. <p>В качестве неосновного вопроса, Газпром решил НЕ инвестировать дополнительные средства в проект по производству труб большого диаметра и НЕ увеличивать объемы закупок труб.</p>
12 ноября	<p>Газпром и ЕЭС построят североамериканский трубопровод мощностью 18,7 млрд. куб. м в год и стоимостью \$10 млрд. к 2007–2009 гг. Председатель правления Газпрома Алексей Миллер и Генеральный директор Комиссии по Энергетике и Транспорту ЕС Франсуа Лямурё (François Lamoureux) достигли соглашения по вопросу строительства североамериканского трубопровода по дну Балтийского моря запланированной мощностью 18,7 млрд. куб. м в год. Стоимость проекта оценивается в \$10 млрд. и стороны ожидают, что он будет завершён к 2007–2009 гг.</p>
20 ноября	<p>Совет Директоров Газпрома: государство намерено восстановить пакет из 51% акций; «защитный экран» будет упразднён только после этого. Совет Директоров Газпрома, наконец, обсудил дважды откладывавшийся вопрос либерализации торговли его акциями. Как ожидалось, переговоры не привели к прорыву, в основном потому, что Правительство (а не Совет Директоров Газпрома) должно принимать все решения. Наиболее значительным результатом собрания стал факт, что члены Кабинета в первый раз открыто подтвердили намерение государства восстановить 51%-ную долю в российском газовом гиганте. Это заявление сразу вызвало оживлённую дискуссию по поводу путей приобретения дополнительных 12% к уже существующему пакету из 38,3% акций. Так как скупка этих акций на открытом рынке представляется маловероятной (из-за проблем с изысканием \$1,5–2,0 млрд. и затруднениями в бюджетном процессе), внимание сконцентрировалось на других вариантах, а именно на акциях, которыми владеет сам Газпром.</p>
26 ноября	<p>Газпром, наконец, опубликовал свою отчётность за 1П02 по МСФО. Снижение выручки на 17,2% год-к-году было ожидаемым, так как цены по европейским контрактам были в 1П02 ниже среднего (минимум в 1П02 — \$80/млн. куб. м, в среднем — \$92/млн. куб. м), по сравнению с рекордно высокими ценами на газ в Европе в 1П01 (максимум — \$150 / млн. куб. м, в среднем — \$132/млн. куб. м). Однако снижение внутренних продаж на 0,8% было неожиданным, так как внутренне потребление не снижалось, тогда как объём переработки газа внутри страны поднялся на 20% с 15 февраля (отсюда наиболее значительное отличие от нашего прогноза выручки — 22,7%). В своем последнем отчете Газпром переключился с разделения процентных доходов и расходов к комбинированной сумме чистых финансовых затрат, которые более чем удвоились (до \$517 млн.).</p>
27 ноября	<p>Менеджмент Газпрома прокомментировал консолидированную отчётность за 1П02 по МСФО. Альфа-Банк организовал телеконференцию с менеджментом Газпрома для обсуждения вопросов, касающихся опубликованной на прошлой неделе консолидированной отчётности компании за 1П02 по МСФО. Конференцию провели топ-менеджеры различных отделов Газпрома.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ
Илл. 32. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 106	11 933	10 781	11 154
EBITDA, млн. \$	3 834	4 025	3 265	3 557
Чистая прибыль, млн. \$	2 109	2 269	1 769	2 038
P/E	6,8	6,3	8,0	7,0
EV/EBITDA	4,2	4,0	5,0	4,6
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. 33. 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. 34. Основные события

Дата	Событие
12 ноября	ЛУКОЙЛ и Statoil будут совместно разрабатывать каспийское шельфовое месторождение стоимостью \$5,6 млрд. Во время визита Владимира Путина в Норвегию ЛУКОЙЛ подписал партнёрское соглашение с норвежской компанией Statoil, касающееся продолжения их совместных проектов в каспийском регионе. ЛУКОЙЛ владеет долями в проектах Азери-Чираг-Гюнешли (10%) и Шах Дениз (5%) в Азербайджане. Партнёры согласились совместно участвовать в разработке нефтяного месторождения Яламо-Самур в российской части Каспийского моря. В августе 2002г. Путин подписал указ, предоставляющий статус СПП Яламо-Самурскому месторождению.
16 ноября	Планы ЛУКОЙЛА по продаже 10% АЧГ в Азербайджане за \$1,25 млрд. повышают расчётную цену на \$0,9 до \$21,4. В случае успеха эта сделка окажется реальным шагом к выполнению объявленной в апреле 2002 г. стратегической программы реструктуризации. Компания рассматривает возможность сокращения своего участия в проектах, в которых она не является оператором, и переходит к инвестированию капитала в высокоэффективные приобретения активов, в том числе в ходе приватизации. Продажа пакета в АЧГ за такую сумму повысит стоимость ЛУКОЙЛА на \$0,93 на акцию. Т.о., мы повышаем рекомендацию с НАКАПЛИВАТЬ до ПОКУПАТЬ и повышаем нашу расчётную цену до \$21,4.
17 ноября	ЛУКОЙЛ будет сотрудничать с Газпромом для добычи и транспортировки 50 млрд. куб. м газа к 2010 г. ЛУКОЙЛ и Газпром подписали соглашение о сотрудничестве в разработке нефтегазовых запасов на Ямальском полуострове и в Ненецком АО, а также в российской части каспийского шельфа. Партнёры совместно рассмотрят проекты по переработке газа и производству нефтехимических продуктов. ЛУКОЙЛ поможет Газпрому транспортировать нефть и газовый конденсат от Ямала по морю. В то же время, наиболее значительным для ЛУКОЙЛА аспектом этого соглашения стала возможность транспортировки газа через систему трубопроводов Газпрома.
19 ноября	ЛУКОЙЛ размещает 5-летние конвертируемые облигации на сумму \$350 млн. под 7%. ЛУКОЙЛ размещает 5-летние конвертируемые облигации под 7% годовых. Облигации могут быть конвертированы в ГДР компании, если цена акции увеличится на 22% от текущего уровня. Изначально компания планировала разместить облигации на сумму \$270 млн. с возможностью увеличения до \$300 млн., но позже в результате большого числа заявок на покупку, компания повысила сумму выпуска до \$350 млн. Т.о. компания привлекает \$1,6 млрд. (включая продажу 10%-ной доли в АЧГ), которые она намерена использовать для инвестиций в увеличение добычи нефти и газа. Среди возможных применений ЛУКОЙЛ рассматривает участие в приватизации Славнефти.
20 ноября	Ежегодный объём производства НПЗ НОРСИ, принадлежащего ЛУКОЙЛУ, увеличится в 2002–2003П на 39%. НПЗ ЛУКОЙЛА НОРСИ намерен перерабатывать 12,5 млн. т (250 млн. б/с) сырой нефти в 2003 г., на 14% больше, чем в 2002П, и на 92%, чем в 2001. Т.о. компания ожидает увеличения загрузки мощностей до 83%. Вся переработанная нефть поставляется ЛУКОЙЛОМ. Рост объёмов переработки стал возможен благодаря модернизации, предпринятой ЛУКОЙЛОМ. В соответствии с программой модернизации НОРСИ, ЛУКОЙЛ намерен вложить \$700 млн. в 2002–2005 гг. и ещё \$500 млн. к 2010 г.
22 ноября	ЛУКОЙЛ планирует увеличение в 2003 г. объёма добычи на 3% и объёма переработки на 7%. Компания планирует дальнейшее увеличение объёмов переработки, на 9,6% в 2002П и 6,7 в 2003П. Этот рост будет сопутствовать росту глубины переработки, с 71% в 2001 г. до 73,4% в 2003 г. ЛУКОЙЛ теперь более сконцентрирован на эффективности капиталовложений и намерен сократить в этом году капитальные затраты на 4,8%. Тем не менее, компания продолжает выполнение долгосрочных проектов, отдача по которым ожидается только в 2005–2007 гг. Дивиденды планируются на уровне прошлого года – 15 рублей на акцию, что означает доходность 2,8% на текущую цену акции.
27 ноября	ЛУКОЙЛ планирует инвестировать от \$150 до \$850 млн. в течение 2-3 лет в Лукойл-Нефтехим. Лукойл-Нефтехим – нефтехимическое подразделение компании, которое объединяет два завода в России – Ставролен и Саратоворгсинтез, а также ЛУКОР, оперирующий в Украине. Фактический размер инвестиций будет зависеть от того, как быстро компания будет развивать свою ресурсную базу. В настоящее время НПЗ Лукойл перерабатывает на своих нефтехимических заводах 1.6 млн. т.н.э., а также дополнительно 0.4 млн. тонн на Болгарском НПЗ Бургаз, что представляет около 2-3% суммарной добычи. С ростом нефтехимических активов Лукойл стремится в долгосрочной перспективе увеличить долю переработки на этих заводах до 10-15% добытой нефти и, соответственно, 50% газа.
26 ноября	ЛУКОЙЛ, Юкос, Сибнефть и ТНК проведут исследования Мурманского экспортного пути, пропускной способностью 1,6 млн. б/с, стоимостью \$4 млрд. Партнёры изучат экономическое обоснование проекта и подготовят декларацию о намерениях (ДН) в отношении маршрута, структуры собственности, доступа к трубопроводу третьих сторон и прочих деталей. ДН должна быть подготовлена к апрелю 2003 г., анализ технико-экономического обоснования проекта и разработка плана строительства ожидаются в течение 2003–2004 гг. Строительство запланировано на период 2004–2007 гг.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 35. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 576	4 035	3 974	4 403
ЕБИТДА, млн. \$	1 719	1 920	1 911	2 217
Чистая прибыль, млн. \$	1 305	1 119	951	1 078
P/E	7,3	8,5	10,0	8,8
EV/ЕБИТДА	6,1	5,4	5,4	4,7
Капитализация, млн. \$	9 530			
EV, млн. \$	10 402			
Добыча, млн. бнэ	151			
Запасы, млн. бнэ	4 646			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 36. 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. 37. Основные события

Дата	Событие
1 ноября	Добыча нефти Сибнефтью выросла на 27,6% в сентябре; экспорт составил 42% от добычи. В целом операционные результаты компании соответствуют нашим ожиданиям, и мы подтверждаем наш прогноз чистой прибыли для 2002 на уровне \$1.1 млрд.
5 ноября	Сибнефть получила кредиты на \$600 млн. за 1П02; для покупки 75% в Славнефти компания может занять дополнительно \$400 млн. С момента объявления долговой позиции в \$1.44 млрд. на 30 июня 2002, Сибнефть получила дополнительно \$600 млн. кредитов, используя экспорт нефти в качестве обеспечения. Компания также находится в процессе переговоров с банками относительно займа в \$150-170 млн. с ожидаемой ставкой кредитования LIBOR + 3.25% сроком на три года. Кредитный лимит компании все еще составляет 55% от активов в \$4.5 млрд.
10 ноября	Сибнефть и МНК будут совместно управлять московским НПЗ мощностью 200 тыс. б.с. Сибнефть и московское правительство, которые соответственно контролируют по 38.5% и 50.6% в московском НПЗ, достигли договоренности относительно совместного управления НПЗ. Партнеры согласились избрать общий совет директоров и координировать поставки нефти на НПЗ. Конфликт, связанный с НПЗ привел к перерывам поставок в сентябре-октябре.
25 ноября	Сибнефть разместит евробонды на \$500 млн. с доходностью 10.75%, готовясь к покупке Славнефти. Сибнефть до 28 ноября разместит 7-летние Евробонды на сумму \$500 млн. Ожидаемая доходность составит 10.75%, что ниже доходности евробондов, размещенных в начале этого года по номиналу (на сумму \$400 млн) с купоном в размере 11.5%. Более низкая доходность станет результатом понизившихся суверенных российских ставок. На данный момент долг компании составляет \$2 млрд., и новое заимствование увеличит долг до \$2,5 млрд., а коэффициент долга к собственному капиталу до 55% (рассчитанный на акционерный капитал на конец первого полугодия).
26 ноября	ЛУКОЙЛ, Юкос, Сибнефть и ТНК проведут исследования Мурманского экспортного пути, пропускной способностью 1,6 млн. б/с, стоимостью \$4 млрд. Партнёры изучат экономическое обоснование проекта и подготовят декларацию о намерениях (ДН) в отношении маршрута, структуры собственности, доступа к трубопроводу третьих сторон и прочих деталей. ДН должна быть подготовлена к апрелю 2003 г., анализ технико-экономического обоснования проекта и разработка плана строительства ожидаются в течение 2003-2004 гг. Строительство запланировано на период 2004-2007 гг.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 38. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 951	5 799	5 434	5 992
ЕБИТДА, млн. \$	2 602	2 801	2 445	2 777
Чистая прибыль, млн. \$	1 840	1 698	1 380	1 581
P/E	6,3	6,8	8,4	7,3
EV/ЕБИТДА	3,0	2,7	3,1	2,8
Капитализация, млн. \$	7 694	*		
EV, млн. \$	7 694	*		
Добыча, млн. бнэ	321			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	43 428			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 39. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 40. Основные события

Дата	Событие
12 ноября	Сургутнефтегаз инвестировал \$20 млн. для увеличения переработки газа на 33% в ОЗП. Сургутнефтегаз инвестировал около \$20 млн. в переработку газа в 2002 после того, как компания купила Сургутский ГПЗ. В результате обновления оборудования Сургутский ГПЗ планирует увеличить переработку попутного газа на 32% до 3.7 млрд. куб. м. Запланированное производство газа возрастет на 33% до 3.47 млрд. куб. м. и производство жидких продуктов вырастет на 25% до 388,000 т. в 2003.
12 ноября	Сургутнефтегаз заинтересован в покупке 800 АЗС в Германии. Компания пополнила список российских компаний, заинтересованных в покупке 800 АЗС, принадлежащих ВР в Германии, и на данный момент проводит переговоры с ВР относительно условий возможной сделки. Сами по себе АЗС не достаточно прибыльны для того, чтобы обеспечить соответствующий возврат на инвестиции, однако Сургутнефтегаз намерен использовать его для маркетинга нефтепродуктов с Киришского НПЗ. Мы полагаем, что это станет возможным только после серьезной модернизации Киришского НПЗ.
20 ноября	Рост затрат СургутНГ привёл к чистой прибыли \$5,1/баррель в 2001 г. Выручка СургутНГ в 2001 г по стандартам U.S. GAAP сократилась на 8,9% до \$5,23 млрд. Рост добычи нефти в прошлом году на 9% не компенсировал в полном объеме снижения цен на нефть и нефтепродукты. Цена нефти Urals снизилась в 2001 г. на 14,7%, внутренние цены на нефть оказались на 12–13% ниже, чем год ранее. Прибыль до налогов сократилась только на 20,2%, а более низкие налоговые платежи привели к ещё меньшему снижению чистой прибыли до \$1,6 млн. (снижение на 19,4% год-к-году). Общая чистая прибыль на баррель добычи составила \$5,1/баррель.
22 ноября	Чистая прибыль Сургутнефтегаза за 9М02 по РСБУ снизилась на 24% до \$1,158 млн. из-за возросшей амортизации. Компания Сургутнефтегаз объявила неконсолидированные результаты за 9М02 по РСБУ. Валовая выручка компании выросла на 7,8% до \$4,34 млрд. притом, что производство выросло на 12%, а экспортные цены снизились на 5,3% год-к-году. В то же время операционные затраты компании выросли на значительные 44,5%. В результате операционная прибыль снизилась на 24,6% до \$1,497 млрд., в то время как чистая прибыль снизилась на 23,5% год-к-году до \$1,158 млрд., что на 25,7% превышает прогноз. Чистая рентабельность снизилась до 26,7% с 37,6% за 9М01. Мы ожидаем, что компания по итогам года получит выручку по РСБУ на уровне \$6,57 млрд., и чистую прибыль — \$1,33 млрд.

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 41. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 997	3 504	2 967	3 140
EBITDA, млн. \$	831	1 029	883	998
Чистая прибыль, млн. \$	702	566	441	551
P/E	2,4	2,9	3,8	3,0
EV/EBITDA	3,1	2,5	2,9	2,6
Капитализация, млн. \$	1 726			
EV, млн. \$	2 568			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 455			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 42. 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%)
- Независимые 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

Илл. 43. Основные события

Дата	Событие
12 ноября	Татнефть разместила среди менеджеров опционы на 0,4% акций по 0,4% рыночной цены. Татнефть разместила среди высшего руководства опционы на покупку 9,4 млн. акций компании, что представляет 0,4% обыкновенных акций в обращении. Цена опциона составила 10 коп. (0,3), или 0,4% от текущей рыночной цены акции. Эта опционная программа довольно спорна в отношении корпоративного управления, но мы считаем, что эта программа, стартовавшая в апреле, уже учтена в ценах акций.

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 44. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	7 309	9 211	9 269	9 589
EBITDA, млн. \$	3 985	4 843	4 788	5 059
Чистая прибыль, млн. \$	3 473	3 073	3 035	3 232
P/E	5,8	6,5	6,6	6,2
EV/EBITDA	4,8	3,9	4,0	3,8
Капитализация, млн. \$	18 999	*		
EV, млн. \$	18 999	*		
Добыча, млн. бнэ	424			
Запасы, млн. бнэ	13 375			
Количество акций, млн.	2 237			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 45. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Существенный объем денежных средств для 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. 46. Основные события

Дата	Событие
13 ноября	Юкос намерен выплатить промежуточные дивиденды; мы ожидаем \$200–300 млн., дивидендная доходность составит 1–1,6%. Новые поправки к закону об акционерных обществах позволяют выплачивать промежуточные дивиденды, если это одобряют акционеры. Мы ожидаем, что компания выплатит промежуточные дивиденды на уровне прошлого года, т.е. \$200–300 млн. Это соответствует доходу 1,0–1,6% от текущей цены акции. Суммарные дивиденды за год могут быть в интервале 15–20% от чистой прибыли, или \$460–615 млн. (\$505 млн. в 2001 г.) Т.о. суммарная дивидендная доходность за 2002 г. окажется в интервале 2,5–3,3%.
20 ноября	Юкос может подписать соглашение с CNPC для реализации проекта трубопровода в Китай стоимостью \$1,7 млрд. в следующем месяце. Юкос и китайская компания CNPC близки к подписанию соглашения о сотрудничестве в проекте строительства нефтепровода, стоимостью \$1,7 млрд. Партнёры подготовили ТЭО для проекта и ожидают утверждения правительствами обеих стран, намеченного на январь–февраль 2003 г. Китай импортирует 1,8 млн. б/с нефти и нефтепродуктов, 40% из которых происходят из Средней Азии. С помощью запланированного нефтепровода Россия сможет поставлять в Китай 0,6 млн. б/с сырой нефти в 2010–2030 гг. Этот проект важен для развития Юкоса, так как недостаток экспортных возможностей препятствует увеличению добычи нефти. На данный момент Юкос экспортирует нефть в Китай по железной дороге и ожидает увеличения поставок на 25% в 2003 г. до 2,5 млн. т (5 млн. б/с) на общую сумму \$400–450 млн.
25 ноября	Юкос может повысить добычу в 2003 на 15–18%, что увеличит наш прогноз чистой прибыли на \$20–100 млн. Производственный план Юкоса на 2003 выше темпа роста добычи 14,3%, который мы закладываем в свою финансовую модель. При корректировке роста объёмов добычи до 15–18%, наш прогноз чистой прибыли на 2003 г. повышается на 0,6–3,4%, что соответствует \$19–99 млн. Однако мы ещё не будем корректировать модель, так как это всего лишь предварительные прогнозы.
26 ноября	ЛУКОЙЛ, Юкос, Сибнефть и ТНК проведут исследования Мурманского экспортного пути, пропускной способностью 1,6 млн. б/с, стоимостью \$4 млрд. Партнёры изучат экономическое обоснование проекта и подготовят декларацию о намерениях (ДН) в отношении маршрута, структуры собственности, доступа к трубопроводу третьих сторон и прочих деталей. ДН должна быть подготовлена к апрелю 2003 г., анализ технико-экономического обоснования проекта и разработка плана строительства ожидаются в течение 2003–2004 гг. Строительство запланировано на период 2004–2007 гг.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ольга Филиппова
(7 095) 795-3735

Энергетика

Краткий обзор

Пакет законов по эл/энергетике — правовая база для новой структуры отрасли

Принятие пакета законов по электроэнергетике будет способствовать формированию предпосылок для перехода к свободному рынку, т.к. в результате этого будет создана нормативно-правовая база для новой структуры энергетической отрасли.

Стратегия «3+3» — представление о будущей структуре отрасли

Одобрение Советом директоров РАО «ЕЭС России» стратегии корпоративного развития «3+3» будет иметь существенное значение для привлечения инвестиций в энергетику, т.к. оно даст инвесторам четкое представление о будущей структуре отрасли, а также средствах и методах ее реформирования.

Реформа ЖКХ необходима для повышения эффективности

С точки зрения среднесрочной перспективы, внедрение системы регулирования тарифов по принципу «инфляция минус» вместо принципа «затраты плюс» позволит энергокомпаниям повысить рентабельность уже на этапе перехода к свободному рынку.

Производство электроэнергии в России ожидается в 2002 г. неизменным

С точки зрения долгосрочной перспективы, для повышения эффективности отрасли необходимо проведение реформы ЖКХ. Она является краеугольным камнем плана ликвидации перекрестного субсидирования муниципальных потребителей и населения естественными монополиями.

Ключевые тенденции

В 1999 г., впервые после кризиса 1998 г., выработка электроэнергии в России выросла на 2,8% по сравнению с предыдущим годом. В 2000 г. производство электроэнергии увеличилось на 3,7%, однако в 2001 г. произошло снижение темпов роста производства электроэнергии. Он составил всего 1,4%. Согласно оценкам РАО «ЕЭС России», в этом году производство электроэнергии в России расти не будет, и останется на уровне 875 ТВтч, но в следующем году рост возобновится, и его темпы составят 1,0–1,5% в год.

Между тем, судя по проявившимся тенденциям производства и поставок электроэнергии, годовые темпы роста поставок РАО «ЕЭС России» как электричества, так и тепла могут быть ниже по сравнению с показателями в целом по России. В 1 кв. текущего года общий объем энергопотреб-

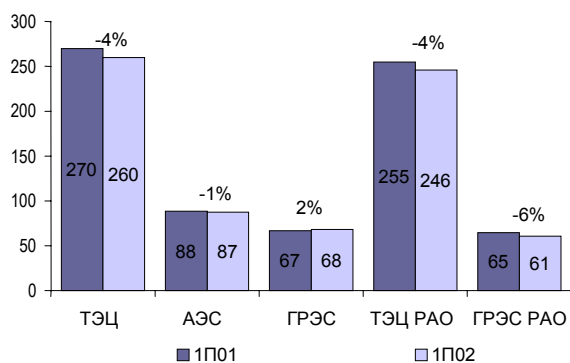
ления в России уменьшился на 1% по сравнению с тем же периодом прошлого года. Более значительное падение объема поставок РАО «ЕЭС России» (-2%), по нашему мнению, объясняется следующими причинами: 1) ростом поставок независимых производителей электроэнергии; и 2) увеличением количества генерирующих мощностей, находящихся в собственности крупных промышленных потребителей.

Тенденция роста производства со стороны независимых производителей и ряда крупных промышленных потребителей

Вполне вероятно, что как независимые производители энергии (в частности, Росэнергоатом), так и ряд крупных промышленных потребителей будут продолжать наращивать выработку собственной электроэнергии и тепла в обозримом будущем. Задача увеличения производства электроэнергии на АЭС и ГЭС прописана в стратегии развития энергетики России до 2020 г.

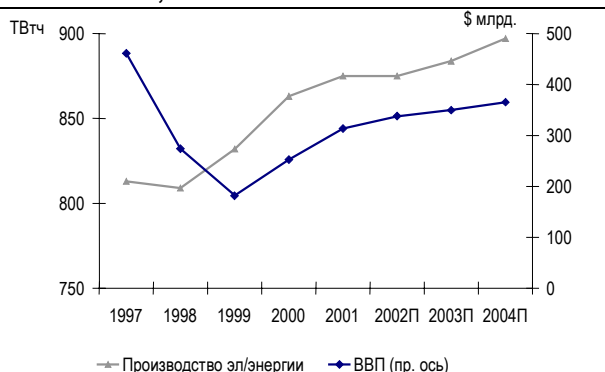
Во многих регионах розничные тарифы на электроэнергию достаточно высокие, а возможности полностью перейти на ФОРЭМ нет, поэтому промышленные потребители вынуждены расширять собственные генерирующие мощности, особенно в тех случаях, когда электроэнергия и тепло составляют значительную долю общих эксплуатационных затрат. Для либерализации рынка электроэнергии всей страны потребуются много времени, в силу чего вышеуказанная тенденция, скорее всего, будет сохраняться в течение нескольких лет.

Илл. 47. Выработка электроэнергии, Россия и РАО ЕЭС, 1 пол. 2001 г. – 1 пол. 2002 г.



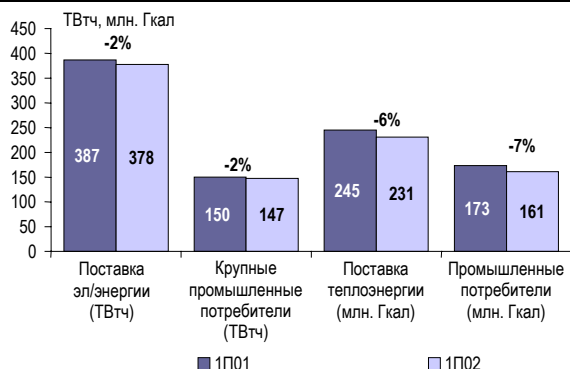
Источник: отчеты компаний

Илл. 48. Выработка электроэнергии, 1 пол. 2001 г. – 1 пол. 2002 г., РСБУ



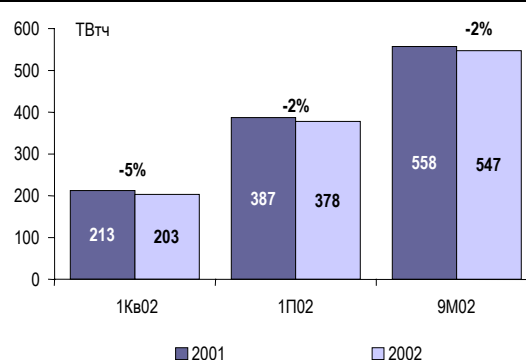
Источник: отчеты компаний

Илл. 49. РАО ЕЭС, Поставки электроэнергии и тепла, 1 пол. 2001 г. – 1 пол. 2002 г.



Источник: отчеты компаний

Илл. 50. РАО ЕЭС – Поставки электроэнергии, 2002 г.



Источник: отчеты компаний

Судя по результатам РАО «ЕЭС России» за первое полугодие текущего года по МСФО, рентабельность передачи электроэнергии по магистральным сетям выросла, рентабельность АО-энерго увеличились незначительно, а рентабельность федеральных электростанций снизилась существенно.

Рост рентабельности передачи э/энергии по магистральным сетям,...

Рост рентабельности передачи электроэнергии по магистральным сетям на операционном уровне объясняется, главным образом, почти 40%-ым ростом абонплаты по сравнению с прошлым годом, за счет которой, в частности, финансируются капиталовложения всей группы.

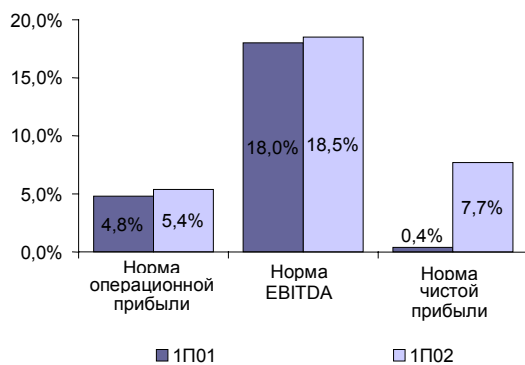
..., незначительное улучшение рентабельности АО-энерго,...

Рентабельность региональных энергокомпаний выросла благодаря снижению затрат на топливо в результате снижения выработки электроэнергии и перехода на более дешевое топливо (газ вместо угля и нефтепродуктов).

..., существенное ухудшение рентабельности федеральных электростанций

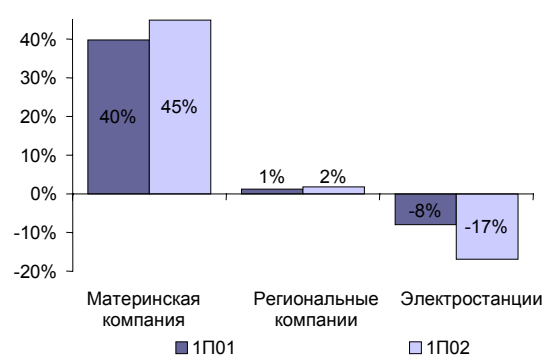
Существенное ухудшение рентабельности федеральных электростанций было вызвано их неспособностью найти баланс между возросшими операционными расходами и выручкой, рост которой сдерживался строго регулируруемыми оптовыми тарифами. Если региональные энергокомпании могут отстаивать свои интересы во время переговоров с региональными энергетическими комиссиями, то возможности федеральных электростанций ограничены стремлением правительства не выпускать инфляцию из-под своего контроля.

Илл. 51. Рентабельность головной компании РАО ЕЭС, 1 пол. 2001 г. – 1 пол. 2002 г., МСФО



Источник: отчеты компаний

Илл. 52. Рентабельность РАО ЕЭС и дочерних компаний, 1 пол. 2001 г. – 1 пол. 2002 г., МСФО



Источник: отчеты компаний

Рост акций энергетических компаний второго эшелона, поддерживаемый стратегическими покупками

Динамика отраслевых показателей и котировок акций

В результате стратегических покупок, осуществляемых местными финансовыми и промышленными группами, котировки акций некоторых энергетических компаний второго эшелона (см. Илл. 53) существенно выросли. Среди стратегических покупателей можно отметить следующие группы: 1) организации с высокой долей затрат на электроэнергию, стремящиеся по этой причине контролировать структуру своих расходов (например, производители алюминия и металлов); 2) компании, обладающие значительными финансовыми средствами, которые стремятся диверсифицировать свой бизнес и/или использовать собственный газ (например, нефтегазовые компании); 3) независимые инвесторы, которые рассчитывают получить долю бизнеса в этой отрасли.

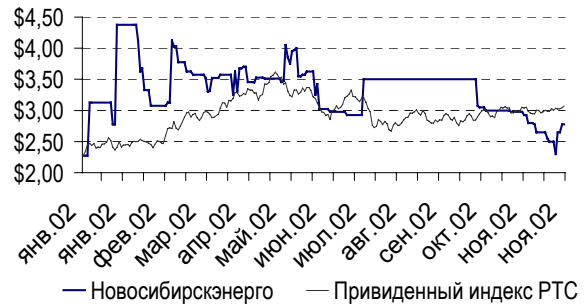
Илл. 53. Региональные энергокомпании – победители и отстающие за истекший с начала текущего года период

Победители	Изменение с начала года, %	Отстающие	Изменение с начала года, %
Красноярскэнерго	211	РАО «ЕЭС России»	-29
Новосибирскэнерго	81	Мосэнерго	-22
Челябинскэнерго	64	Ленэнерго	-19
Свердловэнерго	58	Иркутскэнерго	-10
Самараэнерго	47	Пермьэнерго	-3
Индекс РТС	33	Ростовэнерго	-2
Кубаньэнерго	31		
Башкирэнерго	29		
Кузбассэнерго	6		

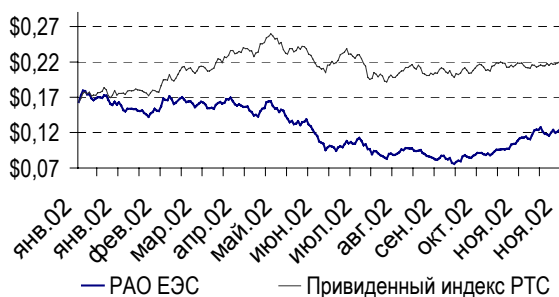
Источник: РТС

Илл. 54. Акции Красноярскэнерго и индекс РТС, 2002 г.


Источник: отчеты компании

Илл. 55. Акции Новосибирскэнерго и индекс РТС, 2002 г.


Источник: отчеты компании

Илл. 56. Акции РАО ЕЭС и индекс РТС, 2002 г.


Источник: отчеты компании

Илл. 57. Акции Мосэнерго и индекс РТС, 2002 г.


Источник: отчеты компании

Основные факторы влияния в отрасли

Принятие пакета законов по электроэнергетике – нормативная база для будущего свободного рынка

Принятие пакета законов по электроэнергетике будет способствовать формированию предпосылок для перехода к свободному рынку, т.к. в результате этого будет создана нормативно-правовая база для новой структуры энергетической отрасли.

В частности, законодательством предусмотрено создание новых отраслевых организаций, принадлежащих конкурентоспособному сегменту (независимые генерирующие компании и поставщики), либо естественным монополиям (передающие и распределительные компании). Новые законы определяют правовую базу конкурентного и розничного рынков, а также методы формирования новых тарифов, включая цены на передачу и распределение энергии.

В стратегии РАО ЕЭС «3+3» определены сроки проведения реформы

Отсутствие ясности в таких вопросах, как средства, методы и сроки реформирования РАО «ЕЭС России», включая будущую структуру акционерного капитала, сдерживает приток стратегических и портфельных инвестиций в отрасль. Появление стратегии корпоративного развития РАО «ЕЭС России», известной как «3+3», и ее утверждение Советом директоров компании (намечено на февраль) будут способствовать привлечению инвестиций, т.к. программа должна дать инвесторам четкое представление о структуре отрасли в будущем.

«Инфляции минус» вместо «затраты плюс»

Действующий в настоящее время метод ценообразования в отрасли «затраты плюс» не стимулирует снижение расходов, потому что более высокие затраты означают больший объем выручки для региональных компаний. Поскольку для осуществления либерализации рынка всей страны необходим длительный период времени, руководство РАО «ЕЭС России» предлагает ввести новый метод тарифообразования, известный как «инфляция минус». При помощи этого механизма будет устанавливаться потолок роста тарифов, и одновременно региональные компании смогут увеличить прибыль за счет снижения затрат. Если правительство от-

кликнется на предложение РАО «ЕЭС России», тогда компании отрасли получат возможность повышать рентабельность во время переходного периода.

Реформа ЖКХ позволит увеличить эффективность энергетики

После внесения поправок пакет законопроектов по энергетике получил поддержку значительного большинства депутатов ГД РФ в первом чтении. Президент Путин и правительство поддержали два других важных документа, законы об энергетической стратегии России до 2020 г. и о реформировании ЖКХ, которые теперь должны быть одобрены Думой.

Целью принятия закона «О стратегии энергетике России до 2020 г.» является повышение эффективности энергетики страны в два раза к 2005-2007 гг. при помощи ряда мер, включая либерализацию ценообразования как в газовой отрасли, так и в энергетике.

Однако камнем преткновения на пути структурной реформы естественных монополий является жилищно-коммунальное хозяйство, на нужды которого тратится около \$7 млрд в виде субсидий за счет низких внутренних цен на газ, электроэнергию и тепло. При этом из-за сильного износа основных средств РАО ЕЭС и Газпрому необходимо увеличить объем капитальных вложений. Это, в свою очередь, требует либерализовать российский рынок газа и электроэнергии. Если же ЖКХ и дальше не реформировать, то единственным результатом такой либерализации будет переходящая из года в год задолженность бюджета.

Илл. 58. Факторы влияния на отрасль в 2003 г.

Дата	Событие	Комментарий
Январь-Февраль	Одобрение пакета законопроектов по энергетике	Создаст основы для перехода к свободному рынку, т.к. принятие законов приведет к формированию нормативно-правовой базы новой структуры энергетики.
Февраль	Утверждение стратегии «3+3» Советом директоров РАО ЕЭС	Программа должна дать инвесторам четкое представление о будущей структуре отрасли и механизмах реструктуризации.
2003-2005	Закон «О реформировании ЖКХ» должен быть одобрен	Реформа ЖКХ крайне необходима для повышения эффективности отрасли в долгосрочном плане, т.к. является краеугольным камнем плана ликвидации перекрестного субсидирования.
2003-2005	Пересмотр механизма назначения тарифов	Тарифообразование по принципу «инфляция минус» позволит энергокомпаниям повысить рентабельность уже на переходном этапе реформирования.

Источник: оценка Альфа-Банка

РАО ЕЭС

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

Илл. 59. Основные события

Дата	Событие
4 ноября	Совет Директоров РАО ЕЭС одобрил две из трёх сделок с активами, привлек четырёх экспертов без права голоса к сотрудничеству с Рабочей группой: <ul style="list-style-type: none"> • Одобрена продажа Шахтинской ТЭЦ (Ростовэнерго) • Одобрено получение кредита под залог активов Брянскэнерго • Отвергнут залог акций Богучанской ГЭС для получения кредита • Пересмотрена программа сокращения издержек • Оставлен без изменений Состав Рабочей группы
12 ноября	Газпром и ЕЭС построят североамериканский трубопровод мощностью 18,7 млрд. куб. м в год и стоимостью \$10 млрд. к 2007–2009 гг. Председатель правления Газпрома Алексей Миллер и Генеральный директор Комиссии по Энергетике и Транспорту ЕС Франсуа Лямуре (Francois Lamouereux) достигли соглашения по вопросу строительства североамериканского трубопровода по дну Балтийского моря запланированной мощностью 18,7 млрд. куб. м в год. Стоимость проекта оценивается в \$10 млрд. и стороны ожидают, что он будет завершён к 2007–2009 гг.
12 ноября	РАО ЕЭС оценивает объем перекрестного субсидирования в \$1,3 млрд., или 8,3% консолидированной выручки за 2002 год. Объем перекрестного субсидирования между промышленностью и населением составит в 2002 г. порядка 40 млрд. руб. (\$1,3 млрд.), или 8,3% консолидированной выручки за текущий год. Таким образом, РАО ЕЭС ожидает выручку в размере порядка 482 млрд. руб. (\$14,5 млрд. по курсу на конец 2002 года), что на 20% выше выручки за прошлый год в размере 400 млрд. руб. (\$13,3 млрд.). С учетом ожидаемой нами годовой инфляции в размере 14,5% рост выручки составит в 2002 г. 5% год-к-году по сравнению с 14% год-к-году в 2001 году.

Основные события (Продолжение)

12 ноября	<p>РАО ЕЭС опубликовало результаты головной компании по РСБУ за 9M02. Рост выручки на 36% был обеспечен примерно 40% ростом год-к-году абонентской платы, тогда как отпуск электро- и теплоэнергии сократился на 3% и 5%, соответственно. Частично это объясняется более теплой погодой. Несмотря на рост операционной прибыли на 26%, соответствующая маржа сократилась до 60% с 65% за аналогичный период прошлого года. Оценочный размер маржи EBITDA сократился меньше – до 71% с 72%.</p> <p>Впечатляющий рост чистой прибыли на 229% за 9M02 был преимущественно обусловлен разовыми неденежными операциями: разница между рыночной и остаточной стоимостью имущества, переданного в уставные капиталы Федеральной Сетевой Компании и Системного Оператора была отражена как доход;</p> <p>разовый доход в 1Кв02 от «Чешской сделки» на сумму 16,95 млрд., или \$533 млн.</p>
13 ноября	<p>Операционная прибыль по МСБУ РАО ЕЭС выросла на 20% год-к-году в 1P02 при неизменной рентабельности EBITDA на уровне 18%. РАО ЕЭС объявило результаты за 1P02 по МСБУ. Рост выручки на 6% был поддержан ростом тарифов на электроэнергию и тепло в среднем, соответственно, на 26% и 18%, в то время как поставки тепла и электроэнергии снизились соответственно на 2% и 6%. В то время как второе увеличение тарифов на газ на 15% произошло с июля текущего года, результаты за 9M02 по МСБУ будут более репрезентативными с точки зрения усилий компаний по сокращению издержек, а также с точки зрения годовых итогов.</p>
21 ноября	<p>EBITDA группы РАО ЕЭС за 9M02 по РСБУ осталась практически неизменной, операционная рентабельность снизилась. РАО ЕЭС объявила результаты группы за 9M02 по РСБУ. Рост выручки на 15% за 9M02 был обусловлен ростом средних тарифов на электроэнергию на 17% год-к-году, и, соответственно, на тепло на 11% год-к-году, а также ростом абонплаты на 38%. Рост затрат на 21% был прежде всего обусловлен 1) возросшими амортизационными отчислениями в связи с переоценкой основных средств (на 1 января 2002) 2) ростом тарифов на покупную энергию порядка на 18% и 3) ростом цен на топливо на фоне дополнительного повышения тарифов на газ на 15% с июля текущего года.</p> <p>Рост чистой прибыли на 76% был обусловлен разовыми доходами, таким, как 1) разница между остаточной и рыночной стоимостью активов, переданных в уставной капитал ФСК и СО и 2) прибылью по “чешской” сделке в размере \$530 млн. Операционная прибыль снизилась на 21%, показатели рентабельности продолжили ухудшаться как на операционном, так и на EBITDA уровне. EBITDA рентабельность, которая с учетом переоценки основных средств дает более репрезентативную оценку деятельности группы, снизилась до 17% с 19% за 9M01.</p>
21 ноября	<p>Окончательный проект плана «3+3» будет завершён в январе и передан в Совет Директоров РАО ЕЭС в феврале. На собрании Рабочей Группы (РГ) в пятницу были обсуждены два основных вопроса:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Предложения консорциума консультантов по корпоративной стратегии, известной как «3+3»; • Поправки, относящиеся к регламенту Рабочей Группе.
26 ноября	<p>Группа миноритарных акционеров РАО ЕЭС встретилась с председателем Совета Директоров компании, внеочередное собрание акционеров маловероятно. Акционеры договорились о внесении в Устав РАО поправок, запрещающих продажу основных активов холдинга до завершения его реорганизации. Необходимость во внеочередном собрании, скорее всего, отпадет, так как работа над желаемыми поправками уже ведётся, при этом механизм их внесения в Устав будет обсуждаться</p>
27 ноября	<p>Пилотные проекты по оценке активов РАО ЕЭС компанией Deloitte&Touche планируется завершить до конца года. Компания планирует завершить реализацию пилотных проектов по оценке дочерних компаний РАО ЕЭС к концу этого года. Данные пилотные проекты включают:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Нижегородскую ГЭС (100% «дочка» РАО ЕЭС); • Объекты Тулэнерго, формируемые в процессе реструктуризации компании; • Тульскую сбытовую компанию; • Тульскую управляющую компанию; • Приокскую территориальную генерирующую компанию; • Имущество, вносимое в уставной фонд ММСК. <p>Целью пилотных проектов является тестирование оценочной методологии, которая была разработана Deloitte&Touche для оценки активов РАО ЕЭС.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Ленэнерго

Илл. 60. Основные события

Дата	Событие
12 ноября	<p>Генерирующие активы Ленэнерго будут консолидированы с активами энергокомпаний Новгородской, Тверской и Смоленской областей. Новая генерирующая компания, основанная на активах Ленэнерго, будет консолидироваться с активами соседних Новгородской, Тверской и Смоленской областей в процессе реструктуризации отрасли.</p> <p>В записке, подготовленной рабочей группой при Совете Директоров Ленэнерго, отмечается, что новая компания генерирующая будет основана на генерирующих (3,2 ГВт) и теплосетевых активах Ленэнерго. При этом менеджмент компании отказывается более арендовать Киришскую ГРЭС (2,1 ГВт), которая будет включена в одну из новых оптовых генерирующих компаний.</p>
13 ноября	<p>Ленэнерго прогнозирует чистую прибыль за 2002 на уровне \$50 млн. по РСБУ, что на 47% выше прошлогоднего показателя. Компания ожидает получить чистую прибыль на уровне \$50 млн. в 2002 г., что на 47% выше по сравнению с \$34 млн. в 2001 г. Компания ожидает выручку за 2002 г. в размере порядка \$700 млн., что на 21% выше показателя 2001 года и означает норму чистой прибыли на уровне 7% по РСБУ.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Андрей Богданов
(7 095) 795-3613

Елена Роговина
(7 095) 795-3742

Телекомы

В 2002 г. главными событиями для российских компаний проводной связи и для мобильных телекомов стали, соответственно, консолидация регио-

нальных дочерних предприятий Связьинвеста и экспансия операторов мобильной связи в регионы.

Илл. 61. Основные события 2002 года

Время	Событие
2002	Консолидация региональных «дочек» Связьинвеста
2002	Начало активной региональной экспансии мобильных операторов

Источник: оценки Альфа-Банка

Реструктуризация региональных телекомов близка к завершению

Начавшаяся в 1999 г. реструктуризация региональных телекомов (т.е. консолидация более 70 «дочек» Связьинвеста в семь узловых панрегиональных компаний) близка к завершению. Реорганизация Уралтелекома, Дальсвязи, Северо-Западного Телекома и Южтелекома почти окончена, а ВолгаТелеком, Сибирь Телеком и ЦентрТелеком будут созданы до конца года.

Уровень проникновения мобильной связи в России уже достиг 10,6%

2002 г. был годом начала региональной экспансии российских операторов мобильной связи: доли региональных абонентов в общей абонентской базе МТС и ВымпелКома выросли с 23% и 10% (в 2001 г.) до 50% и 20% (оценка на конец 2002 г.), соответственно. По нашим оценкам, в 2002 г. поступления из регионов обеспечат 30% и 12% выручки МТС и Вымпелкома, соответственно. Согласно консалтинговому агентству АСМ, уровень проникновения мобильной связи в России достиг в октябре 10,6%, тогда как в регионах (вне Москвы и Санкт-Петербурга) эта цифра равнялась 5,5%.

Динамика цен акций телекомов была хуже динамики индекса РТС

Большинство акций российских телекомов котировались хуже Индекса РТС, который с начала года вырос на 33%. Мы считаем, что это произошло не по каким-либо фундаментальным причинам, а в силу общего негативного настроения мирового рынка по отношению к сектору телекоммуникаций.

Илл. 62. Сравнительная динамика МТС и скорректированного Индекса РТС

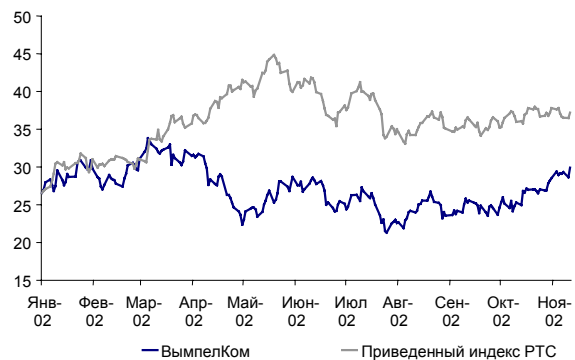

Источники: Bloomberg, РТС, Альфа Банк

Акции МТС и ВымпелКома вели себя по-разному в 2002

В 2002 г. динамика акций МТС и Вымпелкома была разнонаправленной. Если акции Вымпелкома с начала года выросли в цене на 10%, то акции МТС потеряли 7% — из-за уменьшения доли компании на рынке Москвы. В то же время акции Голден Телекома выросли на 14%, при том что индекс Nasdaq упал на 32% (с начала года).

Наиболее сильно выросли цены акций Ростелекома

Из других телекомов лучшую динамику продемонстрировал Ростелеком, чьи обыкновенные и привилегированные акции подорожали, соответственно, на 27% и 40% — на основе роста рентабельности за счет сокращения расходов и на волне ожиданий высокой чистой прибыли из-за продажи Совинтела.

Илл. 63. Сравнительная динамика ВымпелКома и скорректированного Индекса РТС


Источники: Bloomberg, РТС, Альфа Банк

По нашим оценкам, в 2003 г. состояние глобального рынка телекоммуникаций начнет стабилизироваться, что окажется позитивным фактом и для российского рынка телекомов. Эффективность компаний мобильной связи будет зависеть от успеха их региональной экспансии, как в операционном плане (т.е. от числа абонентов), так и в финансовом (т.е. от EBITDA и выхода на безубыточность). Тем не менее, потенциал роста акций мобильных телекомов ограничен — из-за их сравнительно высокой текущей стоимостной оценки.

У акций Golden Telecom хороший потенциал роста

Мы считаем, что Голден Телеком потенциально обладает наибольшим запасом роста — с учетом продолжающегося расширения основного бизнеса и возможных крупных приобретений на рынке альтернативных операторов.

Следующий год может стать хорошим и для региональных телекомов

Для региональных телекомов год сможет стать хорошим благодаря завершению консолидации, продолжающегося роста местных тарифов и улучшения ликвидности. Впрочем, в краткосрочной перспективе не исключен риск избытка предложения акций.

Илл. 64. Основные события, могущие повлиять на сектор коммуникаций в 2003 г.

Событие	
Мобильная связь	Дальнейшая региональная экспансия, покупка региональных операторов мобильной связи в России и СНГ; сужение разрыва между абонентскими базами МТС и Вымпелкома в регионах, с одной стороны, и их абонентскими базами в Москве, с другой.
Проводная связь	Завершение консолидации региональных телекомов, включая их дочерние компании, предоставляющие «новые» услуги связи; реформа местных тарифов; введение поминутной оплаты; рост трафика дальней связи.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 65. Основные факторы роста акций

Событие	Сроки	
МТС	Консолидация UMC (Украинская мобильная связь) в финансовой отчетности, начиная с 1-го кв. 2003 г. На конец сентября абонентская база второго по величине украинского оператора GSM составляла 1,535 млн абонентов (46% рынка мобильной связи Украины), а выручка – \$211 млн (за 9 месяцев 2002 г.) при 52%-ной рентабельности EBITDA. Ожидается, что МТС сделает ряд новых приобретений, например, купит Таиф-Телком (Татарстанский оператор с абонентской базой в 220.000).	1-й кв. 2003 г.
Вымпелком	Начало операций в Санкт-Петербурге и в Северо-Западном регионе запланировано на 1-й кв. 2003 г.; в течение года будут получены лицензии на остающиеся макро-регионы.	1-й кв. 2003 г.
Голден Телеком	Приобретения на рынке альтернативных операторов	
Ростелеком	Введение оплаты за звонки с обычных телефонов на мобильные в Москве; повышение интегральной расчетной таксы (ISR).	
МГТС	Консолидация московских альтернативных операторов на базе МТУ-Информ и их включение в финансовые показатели МГТС; выпуск АДР 3-го уровня.	

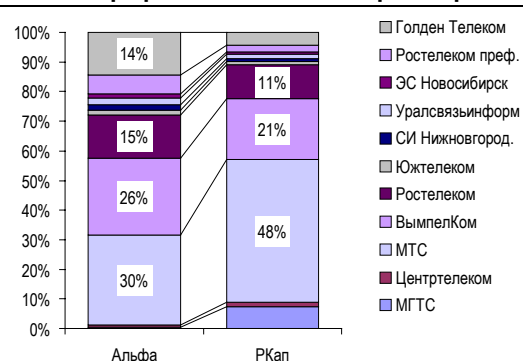
Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 66. Структура портфеля «Телекомы»

Компания	RIC	Рекомендация	Акции '000	Вес %
Ростелеком	RTKM.RTS	НАКАПЛИВАТЬ	2578	14,79
Ростелеком преф.	RTKM_p.RTS	НАКАПЛИВАТЬ	1407	4,93
МГТС	MGTS.RTS	ДЕРЖАТЬ	64	1,97
Центртелеком	ESMO.RTS	НАКАПЛИВАТЬ	1535	1,97
ВымпелКом	VIP.N	ПОКУПАТЬ	131	21,69
МТС	MBT.N	НАКАПЛИВАТЬ	125	22,68
Голден Телеком	GLDN.O	ПОКУПАТЬ	198	14,79
Южный Телеком	KUBN.RTS	ПОКУПАТЬ	5629	1,97
ЭС Новосибир. обл.	ENCO.RTS	ПОКУПАТЬ	31623	3,94
Уралсвязьинформ	URSI.RTS	ПОКУПАТЬ	58231	3,94
СИ Нижегород. обл.	NNSI.RTS	ПОКУПАТЬ	649	3,94
Сев.-Зап. Телеком	SPTL.RTS	ДЕРЖАТЬ	541	0,99
Дальсвязь	ESPK.RTS	НАКАПЛИВАТЬ	302	0,99
Всего акций				98,59
Деньги				1,41
Всего портфель				100,00

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 67. Портфель «Телекомы» против рынка



Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 68. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	140	309	351	399
ЕБИТДА, млн. \$	24	99	123	152
Чистая прибыль, млн. \$	(39)	42	51	51
P/E	N/3	9.6	7.9	7.8
EV/ЕБИТДА	15.8	3.8	3.1	2.5
Капитализация, млн. \$	401			
EV, млн. \$	376			
Кол-во акций, млн.	24			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 69. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Сильные балансовые показатели
- Предоставляет полный набор телекоммуникационных и Интернет услуг
- Приход Альфа Групп как стратегического инвестора

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

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. 70. Основные события

Дата	Событие
4 ноября	Выручка Голден Телекома за 3Кв02 повысилась на 18%, ЕБИТДА — на 23% из-за покупки Совинтела; мы сохраняем расчётную цену \$24. Планы выручки компании на 2002 и 2003 гг. — \$190–200 млн. и \$320–340 млн. соответственно, норма ЕБИТДА должна быть чуть выше 30% (абсолютный уровень ЕБИТДА в 2003 г. оценивается в \$100–120 млн.) Мы также меняем наши прогнозы на 2002 г. в свете запоздавшей консолидации Совинтела (изначально консолидация была намечена гораздо раньше, чем 17 сентября). Учитывая коэффициенты на 2003 г. EV/Выручка 1.1x, EV/ЕБИТДА 3.2x и P/E 8.2x, она остаётся наиболее привлекательно оценённым телекомом с сильными перспективами роста.
19 ноября	Два директора, предложенные Ростелекомом, присоединятся к Совету Директоров ГТИ; никакого эффекта на стратегии компаний. Голден Телеком заявил об избрании новых членов Совета Директоров: Владимира Андросика (финансовый директор / заместитель генерального директора Ростелекома), Дэвида Хермана (David Herman, бывший вице-президент General Motors) и Майкла Норта (Michael North, управляющий партнёр Eurokapital Verwaltungs GmbH). Андросик и Норт были предложены Ростелекомом в результате продажи Совинтела, после которой Ростелеком стал 15%-ным акционером ГТИ. Чтобы создать места для них, Стэн Аббелус (Stan Abbeoos) и Дэвид Стюарт (David Stewart) ушли со своих постов в Совете Директоров, но продолжают свою деятельность в качестве COO и CFO, соответственно.

Источник: оценки Альфа-Банка

МТС

Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	893	1,294	1,540	1,746
ЕБИТДА, млн. \$	424	589	716	812
Чистая прибыль, млн. \$	207	259	297	335
P/E	15.1	12.1	10.6	9.4
EV/ЕБИТДА	7.6	5.5	4.5	4.0
Капитализация, млн. \$	3,139			
EV, млн. \$	3,239			
Число абонентов, '000	3,070			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 72. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Чрезвычайно прочное финансовое положение
- Высокая доходность на инвестированный капитал

Слабые стороны

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

Возможности

- Покупка Кубань GSM и СМАРТС
- Рост компании вследствие роста объема услуг Интернет и передачи данных

Угрозы

- Уменьшение доли рынка новых абонентов в Москве
- Потерять преимущество по оплате интерконнекта ниже рыночных тарифов с 2Н2002-1Н2003

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 73. Основные события

Дата	Событие
5 ноября	МТС получит контроль над UMC по \$268 за абонента, исходя из EV/абоненты. МТС приобретёт контроль над UMC таким образом: Первоначально, МТС купит 57,6% UMC у Deutsche Telecom (16,3%), Dutch KPN (16,3%) и Укртелекома (25%) на общую сумму \$194,2 млн. МТС также заключила соглашение с датской TDC о покупке пакета 16,3%. Опцион пут имеет цену исполнения \$55 млн. (по опциону колл нет информации). Опцион колл может быть исполнен с 5 августа 2003 г. по 5 ноября 2004. У МТС также есть опцион на покупку у Укртелекома оставшегося 26%-ного пакета (период исполнения — 5 февраля 2003 г. по 5 ноября 2005 г.) с ценой исполнения \$87,6 млн. В результате МТС получит контрольный пакет UMC в любом случае. Мы сохраняем рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ по акции МТС с расчётной ценой \$38.
6 ноября	МТС объявила о консолидации UMC с 1Кв03. МТС провела телефонную конференцию по поводу возможного поглощения ей UMC — второго по размеру украинского мобильного оператора. UMC не будет консолидирована в МТС в 2002 г, но предполагается, что сделка по приобретению 57,7% акций будет завершена в 2002 г., что позволит МТС консолидировать эту компанию начиная с 1 января 2003 г. Свободный денежный поток UMC положителен. Будущие капитальные затраты оцениваются на уровне \$300–400 млн. в период 2003–2005 гг. К концу сентября 2002 г. капитальные затраты накопленным итогом составили \$413,8 млн.
14 ноября	МТС ввела тарифы pre-raid, мы не ожидаем значительных изменений в доле чистых подключений в среднесрочном периоде. МТС ввела новый тарифный план под торговой маркой «Джинс». Новое предложение будет распространяться в 38 регионах с 15 ноября. Новые тарифы не предусматривают ежемесячной абонентской платы и имеют более простую процедуру подключения. Стоимость подключения составит только \$7, за которые абонент получит SIM-карту и \$5 на счёте. Посекундная тарификация будет доступна в двух вариантах: с первой секунды и с шестьдесят первой со стоимостью минуты \$0,33 (\$0,16 внутри сети) и \$0,21 (\$0,12 внутри сети) за минуту, соответственно. МТС также пытается поддержать существующий разрыв в ARPU с ВымпелКомом с помощью введения карт pre-raid с большим номиналом и/или более коротким сроком истечения.
27 ноября	МТС в 2003 г. вложит \$60 млн. в белорусскую дочернюю компанию. Компания намерена в 2003 г. вложить \$60 млн. в белорусскую дочернюю компанию. В течение этого года МТС вложила \$5,3 млн. в Беларусь и \$32,1 в развитие сетевой инфраструктуры. Смирнов заметил, что МТС сейчас изучает рынок Молдовы (несмотря на недавний неудачный тендер) и западно-европейские рынки.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	423	706	884	1,031
ЕБИТДА, млн. \$	148	228	301	365
Чистая прибыль, млн. \$	47	84	111	145
P/E	26.3	14.8	11.2	8.6
EV/ЕБИТДА	9.5	6.2	4.7	3.9
Капитализация, млн. \$	1,244			
EV, млн. \$	1,411			
Число абонентов, '000	1,570			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 75. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Лучшая сеть и клиентское обслуживание в Москве
- Приход Альфа Групп в качестве стратегического инвестора

Слабые стороны

- Менее конкурентоспособен чем МТС в тарифообразовании
- Не очень высокий доход на инвестированный капитал

Возможности

- Выход на рынок Санкт-Петербурга
- Уменьшить плату за интерконнект в связи со структурными изменениями на московском рынке связи

Угрозы

- Отказ в получении лицензии на Северо-Западный регион

Источники: оценки Альфа-банка

Альфа-банк или подконтрольные ему структуры имеют имущественные интересы в компании Вымпел Коммьюникейшнз. Акции Вымпел Коммьюникейшнз включены в список бумаг, котирующихся 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. 76. Основные события

Дата	Событие
5 ноября	Доля Вымпелкома в числе новых абонентов возросла до 20% в регионах, и до 60% в Москве. Общее число пользователей мобильной связи в стране выросло на 7% до 15.1 млн., и распределение рыночных долей осталось практически неизменным: МТС, Вымпелком и Мегафон соответственно заняли 37%, 28% и 16% рынка сотовой связи.
12 ноября	Вымпелом объявил об осуществлении 2-го транша инвестиций в Вымпелом-Р. ВымпелКом объявил о завершении сделки по инвестированию \$175,44 млн. в ВымпелКом-Р, проведённой в равных долях ВымпелКомом, Альфа-Групп и Теленором в денежной форме. Это был второй транш инвестиций в собственный капитал ВымпелКом-Р, третий запланирован на ноябрь 2003 г., когда Альфа-Групп вложит дополнительно \$58,52 млн. После сделки ВымпелКом владеет 65% ВымпелКом-Р, Альфа-Групп и Теленор — примерно по 17,5% каждая. Окончательная структура владения ВымпелКома-Р после завершения третьего транша будет следующей: Вымпелком, Теленор и Альфа будут иметь 55%, 15% и 30% соответственно.
21 ноября	Результаты ВымпелКома за 3Кв02 превысили ожидания, ARPU повысилась до \$20. ВымпелКом опубликовал финансовые результаты за 3Кв02, которые превысили наши и рыночные ожидания, в основном из-за сезонного эффекта. Средняя выручка с одного абонента ARPU увеличилась в 3Кв02 с \$18,9 до \$ 19,8, также улучшилось финансовое положение компании в регионах. Выручка увеличилась на 28% до \$221 млн. (\$202,4 млн. в Москве и \$21,7 млн. в регионах), тогда как ЕБИТДА резко возросла на 42% до \$103 млн. Это повысило норму ЕБИТДА до 46%, хотя рынок ожидал её снижения. Чистая прибыль практически удвоилась до \$40 млн. (\$43,5 млн. прибыль в Москве и убыток \$2,4 млн. у ВымпелКом-Р). Основным фактором роста акции компании остаются финансовые результаты компании за 4Кв02 и дальнейшая региональная экспансия.

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	273	287	342	342
EBITDA, млн. \$	121	129	166	158
Чистая прибыль, млн. \$	13	32	54	57
P/E	49.4	19.6	9.6	9.1
EV/EBITDA	5.7	5.4	4.1	4.4
Капитализация, млн. \$	562			
EV, млн. \$	690			
Используется линий, '000	169			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 78. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Относительно ликвидная региональная компания
- Контрольный пакет МТУ-Информ

Слабые стороны

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

Возможности

- Наибольший потенциал роста после пересмотра тарифов
- Введение поминутной тарификации со второй половины 2002 г.

Угрозы

- Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах в случае консолидации в Центральный Телеком
- Погашение значительного долга в 2002 г.

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 79. Основные события

Дата	Событие
1 ноября	Выручка МГТС за 9М02 выросла на 23% из-за роста тарифов, операционная выручка выросла на 61% до \$64 млн. МГТС опубликовала результаты за 9М02. Выручка выросла на 23% благодаря росту тарифов, в то время как затраты выросли на 11% (мы полагаем, что это связано с понизившейся инфляцией и введением системы бюджетирования). Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ростелеком

Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	872	906	943	973
EBITDA, млн. \$	319	386	422	361
Чистая прибыль, млн. \$	151	187	123	88
P/E	6.3	5.1	7.7	10.8
EV/EBITDA	2.7	2.3	2.1	2.4
Капитализация, млн. \$	848			
EV, млн. \$	870			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 81. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2004 г.
- Обладает инфраструктурой национального значения

Слабые стороны

- Бизнес не диверсифицирован
- Значительный объем долга

Возможности

- Стать ведущим провайдером услуг Интернет
- Более справедливая схема расчетов с региональными компаниями

Угрозы

- Консолидация региональных компаний связи
- Значительная девальвация рубля

Источники: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

**Мы сохраняем рейтинг
ПОКУПАТЬ по акциям
ГМК Норильский Ни-
кель**

Акции металлургических компаний занимают 6% российской рыночной капитализации

Отраслевым фаворитом остается ГМК Норильский Никель. На основе модели DCF его следует оценить в \$29 за акцию. По коэффициенту EV/EBITDA (2003 г.) Норильский Никель торгуется с дисконтом 58% к среднему значению для производителей основных металлов и с дисконтом 51% – к производителям МПГ. Масштабы торговли акциями ГМК Норильский Никель значительны: среднемесячный объем операций в РТС в 2002 г. составил \$20 млн. Мы сохраняем по акциям Норильского Никеля рекомендацию ПОКУПАТЬ и полагаем, что главными катализаторами роста его котировок станут заключение долгосрочных контрактов на поставку палладия и объявление долгосрочной стратегии компании.

В 2002 г. лучшую рыночную конъюнктуру в отрасли имела стальная продукция: с начала года экспортная цена на холоднокатаную сталь из стран

За 8 месяцев 2002 г. экспорт стального проката из России вырос в годовом исчислении на 5,4%

В 2002 г. «Большая тройка» компаний – производителей стали увеличит свою операционную рентабельность до 23%

СНГ выросла на 74%, а на горячекатаную сталь – на 90%. Российские компании смогли воспользоваться укреплением мирового рынка стали – несмотря на ужесточение (в начале года) антидемпинговых мер в США и ЕС. По данным за первые 8 месяцев с.г. российский экспорт стального проката вырос, в годовом исчислении, на 5,4%. Несмотря на рост экспорта на 5,4%, производство стального проката выросло лишь на 2,7% (год-к-году), из-за вялого отечественного спроса (коэффициент использования мощностей в отрасли – около 85%).

В этот период лучше других преуспела «Большая тройка» производителей плоского стального проката (Северсталь, НЛМК, ММК), ибо экспорт этого вида продукции вырос на 16% (в годовом исчислении), а доля этих трех компаний в суммарном экспорте увеличилась на 3 процентных пункта (до 39%). Полагаем, что рост экспортной выручки в 2002 г. позволит этим компаниям поднять прибыльность (средняя операционная рентабельность выросла у них с 20% в 2001 г. до 23% (оценка) в 2002 г.).

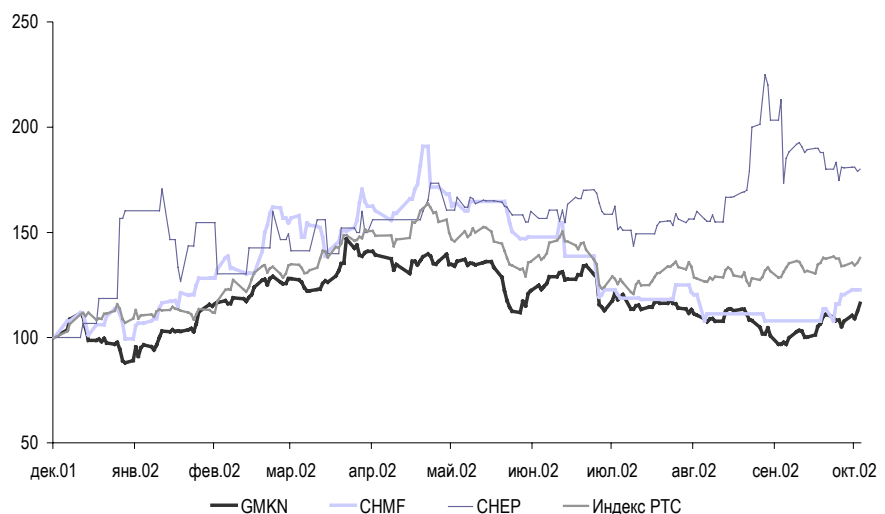
Илл. 82. Динамика цен на металлы, 2002 г.

	Цена	Изменение, с начала года	
	\$	%	Изменение, последние 6 месяцев %
Никель	7,260	24.0	4.9
Медь	1,566	7.1	-2.0
Алюминий	1,375	2.9	2.9
Платина	588	23.0	10.1
Палладий	285	-35.2	-19.8
Золото	319	14.4	3.7
Горячекатаная сталь	280	89.8	36.6
Холоднокатаная сталь	360	73.5	48.5

Источник: Bloomberg

С начала года «крупные» металлургические акции выросли в цене. Если более ликвидные акции котировались хуже, чем рос Индекс РТС {ГМК Норильский Никель (-22% по сравнению с Индексом РТС, при среднем дневном объеме торгов в РТС порядка \$1,0 млн) и Северсталь (-15% против Индекса РТС, при объеме торгов в \$66 300)}, то менее ликвидные акции торговались гораздо лучше рынка {Челябинский трубопрокатный завод (+42% против Индекса РТС, при объеме торгов \$7 800), Выксунский завод (+69% против Индекса РТС, объем торгов \$5 600)}.

Илл. 83. Динамика акций в металлургической отрасли



Источник: РТС

Определяющим для эффективности ГМК Норильский Никель является рынок палладия

В 2003 г. ключевым фактором роста отраслевых котировок будет конъюнктура мировых рынков металлов, поскольку российские металлургические компании экспортируют около 80% продукции черных и 55% продукции цветных металлов. Мы полагаем, что в 2003 г. повышение цен на никель и медь поспособствует росту выручки ГМК Норильский Никель, тогда как главным вопросом будет восстановление рынка палладия. Т.о., главным катализатором роста котировок компании станут ее долгосрочные контракты с конечными потребителями палладия. В 2003 г. важными событиями также будут: раскрытие данных о запасах и производстве, публикация прошедших аудит (по МСФО) итогов 2002 г. и дальнейшие корпоративные покупки в сфере золотодобычи.

В 1-м полугодии 2003 г. Северсталь возобновит поставки холодного проката в США

Наряду с факторами, определяющими цены на сталь (мы ожидаем, что цена стального экспорта в 2003 г. будет, в среднем, на 11% выше, чем в 2002 г.), ключевыми катализаторами для Северстали станут возобновление экспортных поставок холодного проката в США и прогресс в деле создания СП Севергал (компаниями Северсталь и Arcelor). Полагаем, что переговоры между Россией и США о смягчении антидемпинговых мер позволят российским сталелитейным компаниям увеличить поставки проката в США в 1-м полугодии 2003 г.

ЧТПЗ ожидает рост конкуренции со стороны ТМК и украинских производителей труб

2002 г. был отмечен консолидацией трубного холдинга ТМК, контролирующего 42% российского производства труб, а также роспуском группы ОМК из-за отказа Челябинского трубопрокатного завода (ЧТПЗ) от дальнейшего участия). Способность ЧТПЗ противостоять растущей конкуренции со стороны ТМК и украинских трубопрокатчиков станет главным фактором, влияющим на котировки акций компании в 2003 г.

Илл. 84. Основные события

Дата	Событие	Комментарий
Норильский Никель		
Январь	ГМК Норильский Никель получает пятилетнюю квоту на экспорт палладия и годовую квоту – на экспорт родия	У ГМК Норильский Никель уже имелась десятилетняя квота на экспорт палладия, однако его квота на экспорт платины в прежние времена должна была возобновляться ежегодно. Наличие долгосрочных квот позволяет компании заключать долгосрочные контракты.
Март	ГМК Норильский Никель получает \$178 млн от продажи 9% акций в НЛМК	Норильский Никель продал свой пакет на весьма выгодных условиях, предполагающих оценку НЛМК на уровне \$2,0 млрд.
Апрель	ГМК Норильский Никель стабилизирует рынок, передав в залог 60.000 т никеля	Кредит в \$200 млн позволил компании продолжить программу инвестиций независимо от краткосрочных колебаний цен на металлы.
Май	Норимет и Алмазювелирэкспорт заключают соглашение, позволяющее Норимету торговать продукцией ГМК Норильский Никель (металлами платиновой группы) под контролем Алмазювелирэкспорт	Новое соглашение позволит ГМК Норильский Никель усилить контроль над продажами МПГ. Норимет, остающийся крупным коммерческим подразделением ГМК Норильский Никель по сбыту никеля и меди, сможет теперь более рационально организовать 90% всех продаж компании.
Июнь	Совет директоров ГМК Норильский Никель утверждает долгосрочную дивидендную стратегию	Начиная с 2003 г. компания будет выплачивать в виде дивидендов 20-25% чистой прибыли (по МСФО). Предложенная дивидендная политика позволит сбалансировать потребности компании в притоке инвестиций и улучшении корпоративного управления.
Сентябрь	ГМК Норильский Никель публикует итоги за 2001г. по МСФО	Выручка снизилась на 27% (в годовом исчислении), операционная рентабельность упала до 29% (из-за низкого показателя прибыли). Данные о производстве основных металлов обнародованы впервые с 1996 г.
Октябрь	ГМК Норильский Никель объявляет о заключении долгосрочного контракта с компанией GM на поставку палладия, платины и родия	Хотя мы не ожидаем, что новый контракт, заключенный более чем на два года, охватит существенные объемы металлов, его подписание – значительный успех для ГМК Норильский Никель.
Октябрь	Норильский Никель объявляет о покупке 100% акций крупнейшего в России предприятия по добыче золота «Полус»	Приобретение Полуса добавит 6% к чистой прибыли ГМК Норильский Никель за 2003 г.
Северсталь		
Март	США налагают пошлины (8-30%) на большую часть стального импорта из ряда стран, в том числе из России	Американское решение оказало на Северсталь неблагоприятное воздействие, учитывая, что в 2001 г. на рынок США пришлось 6% всех продаж Северстали
Март	Группа Северстали объявляет, что в целях разделения разных направлений бизнеса она применит инновационную схему реструктуризации	Реструктуризация упрощает управление бизнесом, придает корпоративной структуре большую прозрачность.

Основные события (Продолжение)

Июнь	ММК продает Северстали свою долю в компании Кузбассуголь	Приобретая на аукционе контрольный пакет компании Кузбассуголь, ММК и Северсталь обеспечивали себе надежную поставку угля.
Сентябрь	Северсталь публикует итоги 2001 г. (по МСФО)	Снижение выручки на 14% (до \$1,8 млрд). Чистые убытки достигли \$467 млн (по сравнению с \$453 млн чистой прибыли в 2000 г.).
Октябрь	ОМК объявляет о прекращении участия в проекте "Альянс-1420"	Среди причин неудачи проекта "Альянс-1420" назовем неопределенность в отношении спроса на трубы большого диаметра со стороны Газпрома, отсутствие внутренних ресурсов на финансирование проекта, а также "размежевание" ЧТПЗ и ОМК.

Челябинский трубопрокатный завод (ЧТПЗ)

Сентябрь	ОМК заключает контракт на поставку 70% труб для второй очереди Балтийской трубопроводной системы	ЧТПЗ поставит для второй очереди Балтийской трубопроводной системы трубы большого диаметра в объеме 14 000 тонн (35% всего контракта).
Октябрь	ЧТПЗ отказывается от дальнейшего участия в ОМК	Планы ОМК по организации IPO были отложены на 3-5 лет.
Октябрь	Правительство отменяет специальные пошлины на стальные трубы, импортируемые из Украины.	После отмены пошлин на украинский импорт ЧТПЗ сохранит за собой 15% рынка.

Выксунский металлургический завод (ВМЗ)

Январь	ВМЗ объявляет о допэмиссии 1,5 млн акций.	Условия эмиссии пока не объявлены.
Сентябрь	Трубный холдинг ОМК покупает 58,4% акций Альметьевского трубопрокатного завода.	Покупка Альметьевского трубопрокатного завода увеличит рыночную долю ОМК (которая включает ЧТПЗ и ВМЗ) до 31%.
Сентябрь	ВМЗ размещает на рынке облигации с трехгодичным сроком погашения на сумму в 1 млрд руб (\$31,6 млн).	ВМЗ планирует заменить часть своего краткосрочного долга (300–500 млн руб) облигациями со сроком погашения в 3 года (суммарный долг после размещения облигаций вырос до 1,8–2,0 млрд руб, а коэффициент D/E увеличился с 16,7% до 21,8%).
Октябрь	Альфа-Эко продает 42% акций Таганрогского металлургического завода инвестиционной компании Ринако, владевшей контрольным пакетом в 56%.	Мы полагаем, что объединенный пакет из 97% акций Таганрогского металлургического завода будет передан под контроль холдинга ТМК, образованного группой МДМ. После слияния Таганрогского металлургического завода и ТМК более сильную конкуренцию с их стороны почувствует ЧТПЗ.

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа Банка

Илл. 85. Ключевые события 2003 г.

Дата	Событие	Комментарий
Норильский Никель		
Дек. 2002 г.	Объявление долгосрочной стратегии	Норильский Никель сохранит текущую инвестиционную программу для ГМК и продолжит капиталовложения в перспективные металлургические проекты, главным образом, в сфере золотодобычи
Янв. 2003 г.	Итоги 1-го кв. и 2-го кв. 2001 г. (по МСФО)	Мы ожидаем снижения прибыльности из-за малых объемов продаж палладиаума
Май 2003 г.	Итоги 2002 г., прошедшие аудит, согласно МСФО	Наши прогнозы: объем продаж за 2002 г. (оценка) в размере \$3,3 млрд., EBITDA – \$1,0 млрд
2002-2003 гг.	Объявление о заключении долгосрочных контрактов на поставку палладия	Новые долгосрочные контракты обеспечат в 2003 г. сбыт палладиаума на уровне 2,5 млн унций
2003 г.	Конъюнктура цен на никель и медь	В 2003 г. цена никеля составит в среднем \$7.600/т (рост 15% год-к-году)
2003-2004 гг.	Раскрытие данных о запасах металлов	Повышение прозрачности позволит установить параметры стоимостной оценки компании
Северсталь		
1-е полугодие 2003 г.	Конъюнктура мировых цен на сталь	Повышение цен на сталь обеспечат компании рост прибыльности в 2003 г.
1-е полугодие 2003 г.	Ослабление антидемпинговых мер	В 1-м полугодии 2003 г. Северсталь сможет возобновить поставки холодного стального проката в США
2003 г.	Создание СП Севергал (компаниями Северсталь и Arcelor)	Суммарные инвестиции в проект оцениваются в \$180 млн, основная инвестиционная программа запланирована на 2-е полугодие 2003 г.
Челябинский трубопрокатный завод		
4-й кв. 2002 г. - 1-й кв. 2003 г.	Публикация финансовой отчетности за 2001 г. (по МСФО)	Публикация этих итогов способна увеличить прозрачность компании, однако может случиться и так, что публикация будет отложена из-за отсрочки IPO.
2003 г.	Объявление о заключении долгосрочных контрактов	Участие в тендере по проектам "Сахалин-1" и "Сахалин-2" (200.000 т), Балтийская трубопроводная система и т.д.
Выксунский металлургический завод		
1-й кв. 2003 г.	Объявление долгосрочной стратегии (на пять лет)	Унификация подразделений маркетинга и сбыта в рамках ОМК, оформление портфеля заказов на продукцию по всей номенклатуре изделий
4-й кв. 2003 г.	Новый проект производства труб большого диаметра	Производство труб диаметром 1067 мм для Транснефти позволит компании захватить выгодный рынок труб большого диаметра
1-й кв. 2003 г.	Модернизация мощностей по производству труб с термостойким покрытием	Производство этих труб будет расширено на объем 150.000 т.

Ключевые события 2003 г. (Продолжение)

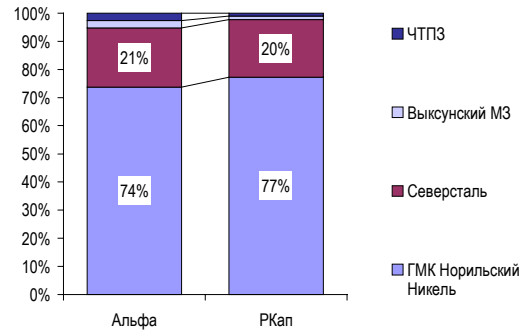
4-й кв. 2002 г. – Публикация финансовых итогов за 2001 г. Публикация этих итогов способна увеличить прозрачность компании, однако может случиться 1-й кв. 2003 г. (по МСФО) ся и так, что публикация будет отложена из-за отсрочки IPO.

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа Банка

Илл. 86. Структура портфеля «Металлы»

Компании	RIC	Рекомендация	Акции '000	Вес %
ГМК Норильский Никель	GMKN.RTS	ПОКУПАТЬ	691	70,00
Северсталь	CHMF.RTS	НАКАПЛИВАТЬ	77	20,00
Выксунский МЗ	VSMZ.RTS	СПЕК. ПОКУПКА	14	2,50
ЧТПЗ	CHEP.RTS	СПЕК. ПОКУПКА	3968	2,50
Всего акций				95,00
Деньги				5,00
Всего портфель				100,00

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 87. Портфель «Металлы» против рынка


Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Норильский Никель

Илл. 88. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 378	3 374	4 112	4 329
ЕБИТДА, млн. \$	1 320	1 066	1 534	1 642
Чистая прибыль, млн. \$	469	377	868	1 036
P/E	9,2	11,5	5,0	4,2
EV/ЕБИТДА	3,5	4,4	3,0	2,8
Капитализация, млн. \$	4 321			
EV, млн. \$	4 656			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 89. 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 (золото и др.)

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Северсталь

Илл. 90. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 789	1 820	2 041	1 875
ЕБИТДА, млн. \$	284	372	530	289
Чистая прибыль, млн. \$	-467	94	217	35
P/E	-2,5	12,2	5,3	32,9
EV/ЕБИТДА	4,3	3,3	2,3	4,2
Капитализация, млн. \$	1148			
EV, млн. \$	1223			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 91. 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

Илл. 92. Основные события

Дата	Событие
1 ноября	Северсталь опубликовала сильные результаты за 3Кв02 по РСБУ. Благоприятная конъюнктура рынка стали позволила компании увеличить производство на 5% кв-к-кв, в то время как рост средней цены достиг 24% кв-к-кв. В результате, выручка компании возросла на 29% до \$540 млн., что на 3% выше нашего прогноза. Мы ожидаем, что в 2001 выручка Северстали по РСБУ составит \$1.8 млрд., что на 1% выше год-к-году. Мы сохраняем рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ акции компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

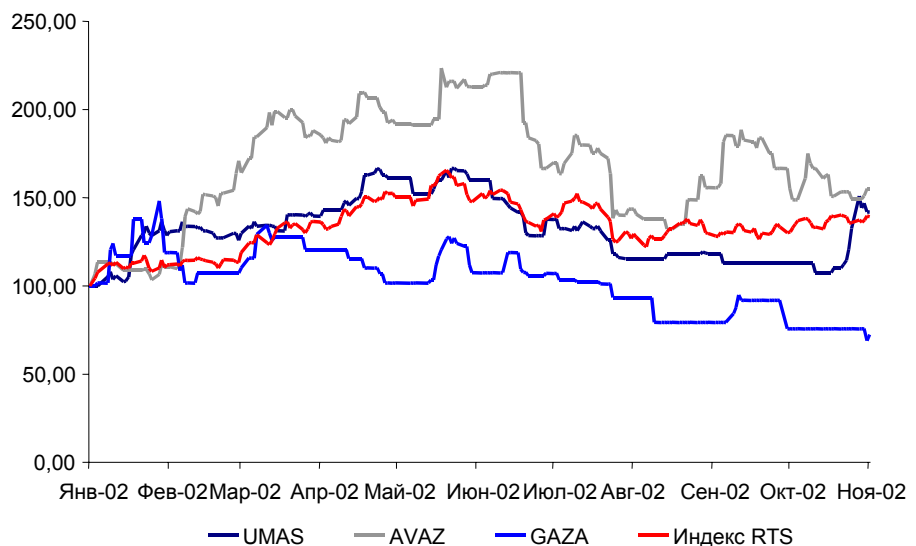
Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Наш фаворит — Группа Уралмаш-Ижора; при расчетной цене ее акции в \$7,3 потенциал роста составляет 40%

Машиностроение

В машиностроении фаворитом является Группа Уралмаш-Ижора, чему способствует ее ясная стратегия развития и прочная позиция на целевых рынках. На основе модели DCF мы оцениваем компанию по \$7,3 за акцию, и с учетом текущего уровня цен определяем ее потенциал роста в 40%.

В 2002 г. наиболее ликвидными акциями в отрасли были: АвтоВАЗ (среднедневной объем торгов в РТС = \$85.000), Уралмаш-Ижора (\$53.000) и ГАЗ (\$16.000). С 1 января по 1 ноября акции этих трех компаний явно вели себя по-разному: на конец периода обыкновенная акция АвтоВАЗа котировалась на 16 процентных пунктов лучше индекса РТС, акция ГАЗа была хуже (-69 п.п.), а акция Уралмаш-Ижоры (+3 п.п.) с небольшими колебаниями двигалась в этом периоде вместе с индексом РТС. Неясная стратегия развития ГАЗа обусловила негативную динамику его котировок с начала года (-28%). В первой половине года цена акций АвтоВАЗа удвоилась – на волне слухов о стратегическом покупателе. Позднее акции поплыли вниз – по мере увеличения числа нереализованных автомобилей (под влиянием возросшей конкуренции со стороны торговцев подержанными иномарками).

Илл. 93. Динамика акций в машиностроении и индекс РТС


Примечание: за 100 приняты цены от 01/01/02
Источник: РТС

Илл. 94. Динамика акций в 2002 г.

	01/01/02	1М	3М	6М	9М	С начала года
UMAS	3,81	31%	40%	38%	13%	42%
AVAZ	17,4	11%	86%	70%	55%	55%
GAZA	29	19%	21%	7%	-24%	-28%
Индекс РТС	256,75	12%	36%	41%	31%	39%

Источник: РТС

Основные тенденции

Резкий рост импорта негативно влияет на эффективность отечественных автомобильных компаний

Одной из главных тенденций года в автомобильной отрасли был резкий рост ввоза иномарок. Хотя автомобилестроители активно лоббировали ужесточение протекционистских мер, правительство РФ утвердило соответствующую программу лишь в июле, а конкретные меры по защите рынка были введены только в сентябре. Они выразились в повышении импортных пошлин на иномарки старше семи лет.

Поскольку повышение пошлин предсказывалось заранее, торговцы успели ввезти в страну большое количество подержанных иномарок (за 1-е полугодие 2002 г. импорт автомобилей вырос на 45%). Оказавшись прямой заменой отечественной техники, доступные иномарки изменили характер спроса на легковые автомобили. В данное время все российские автозаводы испытывают сложности в связи с появлением и увеличением запасов нереализованной продукции (АвтоВАЗ сократил производственный план 2002 г. на 25.000 автомобилей). Производителям даже приходилось на некоторое время останавливать конвейеры.

Мы считаем, что в 2003 г. начнется процесс замещения импортных иномарок собранными в России автомобилями иностранных фирм, т.к. СП увеличат объемы производства, а импорт старых автомашин будет сдерживаться высокими пошлинами.

В 2002 г. портфель заказов компании Уралмаш-Ижора вырос до \$1 млрд.

Одним из ключевых катализаторов роста котировок акций Уралмаш-Ижоры остается наличие большого портфеля заказов. В 2002 г. совокупный портфель заказов компании вырос на 36% (до \$1 млрд). Расширение заказов в сфере судостроения (+850%) и оборудования для АЭС (+60%) помогло с лихвой компенсировать сокращение заказов, размещенных в других подразделениях компании. Сегодня судостроительное подразделение Группы Уралмаш-Ижора обеспечено заказами до 2005 г. В секторе машиностроения также наблюдается снижение спроса, особенно со стороны нефтяных и металлургических компаний. В портфеле заказов группы объем заказов нефтяного оборудования уменьшился за 9 месяцев 2002 г. на 72% (до \$55 млн), а металлургического оборудования – на 55%. В 2001-2002 гг. нефтедобывающие компании удовлетворяли отложенный спрос на новое нефтегазовое оборудование и в настоящий момент пересматривают планы развития, сокращая закупки.

После бурного периода корпоративных поглощений компания объявила 6-месячный мораторий на новые покупки

В этом году Уралмаш-Ижора продолжила активную политику поглощений, включая консолидацию предприятий в сфере машиностроения. Компания купила ряд судостроительных заводов (Алмаз, Нижегородский теплоход и Судоремонтный завод имени 3-го Интернационала), а также несколько конструкторских бюро (Коралл, Проектверфь, Friede & Goldman Ltd.). Приобретения усиливают судостроительное подразделение компании и соответствуют ее стратегии проникновения на рынок плавучих буровых платформ. В октябре 2002 г. компания объявила шестимесячный мораторий на новые покупки. В то же время Уралмаш-Ижора продолжает освобождаться от непрофильных видов бизнеса и сервисных подразделений, за 9 месяцев 2002 г. сократив персонал на 12% (или на 5.000 человек).

В 2003 г. главными катализаторами роста котировок Группы Уралмаш-Ижора будут ее успешный листинг на Лондонской фондовой бирже (что повысит ликвидность акций), а также реорганизация приобретенных предприятий и их тесную интеграцию в холдинг для усиления эффекта синергии.

Илл. 95. Основные тенденции / события в 2002 г.

Дата	Событие	Комментарий
Машиностроение		
Июль	Правительство утверждает план развития автомобильной отрасли	
Июль	За 1-е полугодие 2002 г. импорт автомобилей вырос, в годовом исчислении, на 45%.	Накануне повышения импортных пошлин ввезенные иномарки образовали "навес", из-за которого спрос на отечественные легковые автомобили сильно упал. Это заставило российских автомобилестроителей пересмотреть годовые плановые задания и даже на время остановить сборочные линии.
Сентябрь	Повышение импортных пошлин на подержанные иномарки	
Уралмаш-Ижора		
Январь	Уралмаш-Ижора получает от агентства S&P рейтинг "CCC+"	
Март	Начало консолидации "Судостроительного завода Алмаз"	Консолидация завода Алмаз повысит выручку Группы Уралмаш-Ижора (2002 г., оценка) на 6%.
Май	Россия заключает с Китаем соглашение об экспорте 8 подводных лодок.	В 2003 г. этот контракт добавит \$70 млн к денежному потоку Группы Уралмаш-Ижора
Май	Уралмаш-Ижора покупает машиностроительную компанию Friede & Goldman Ltd. (США)	После этого приобретения Уралмаш-Ижора усилила позиции в сегменте плавучих буровых платформ.
Сентябрь	Уралмаш-Ижора публикует финансовую отчетность за 2001 г. (по US GAAP)	Благодаря улучшению операционной рентабельности выручка увеличилась на 30%, чистая прибыль подскочила на 1.600%
Сентябрь	Уралмаш-Ижора объявляет о планах обеспечить в 2003 г. листинг своих акций на Лондонской фондовой бирже.	Это поможет улучшить ликвидность акций
Октябрь	Правительство дает все необходимые разрешения, позволяющие Группе Уралмаш-Ижора продолжить выполнение контракта на поставку подлодок (стоимостью \$170 млн)	
Октябрь	Рейтинг по национальной шкале, присвоенный агентством S&P компании Уралмаш-Ижора, достигает инвестиционного уровня "ruBBB"	
АвтоВАЗ		
Январь	В соответствии с новой схемой реструктуризации задолженности ежегодные выплаты по долгам уменьшились на 15%	
Апрель	Объявлен коэффициент дивидендных выплат на уровне 10%, однако чистая прибыль оказалась на 40% ниже прогноза.	
Май	Заявление о том, что СП GM-АвтоВАЗ может начать производство автомобиля марки Opel Astra.	Это добавит к стоимости капитала компании АвтоВАЗ по меньшей мере \$40 млн.
Сентябрь	СП АвтоВАЗ-GM в должный срок начинает проект (стоимостью \$332 млн.) по производству автомобиля марки Chevrolet-Niva	
Октябрь	Решение о снижении выпуска автомобилей на 25.000 штук; из-за избыточного предложения производство приостановлено на две недели.	Снижение объемов производства совпало с нашим прогнозом, так что никаких изменений в модель DCF мы не вносим
Октябрь	Публикация промежуточных финансовых итогов за 1-е полугодие 2002 г. (по МСФО)	Из-за роста себестоимости реализованной продукции операционная рентабельность упала до 17%
ГАЗ		
Июнь	Публикация итогов за 2001 г. по РСБУ	Выручка упала на 7%, показатель чистой прибыли стал положительным (\$1,5 млн. — по сравнению с убытком в \$183 млн. в 2000 г.)
Июль	Производство автомобилей было приостановлено на 10 дней из-за недостатка финансов для закупок стального проката. Производство автобусов не прерывалось.	
Август	Конец массового производства дизельных двигателей типа «Steyr»	
Ноябрь	Объявление о планах вложить свыше \$20 млн. в модернизацию производства автомобилей марки «Волга» в 2003 г.	

Источник: оценка Альфа Банка

Илл. 96. Основные факторы роста в 2003 г.

Срок	Событие	Комментарий
Уралмаш-Ижора		
Март 2003 г.	Поставка бурового оборудования компании Роснефть	Рост выручки составит \$9 млн
1-й кв. 2003 г.	Размещение облигаций	Размещение облигаций на сумму \$30 млн. в целях рефинансирования выпуска долговых бумаг с близким сроком погашения
1-й кв. 2003 г.	Листинг на Лондонской фондовой бирже	Улучшение ликвидности, способствующее росту курса акций
2003 г.	Сохранение значительного размера портфеля заказов	По состоянию на октябрь 2002 г. портфель заказов компании оценивался в \$1 млрд
1-е полугодие 2003 г.	Успех на аукционе за право поставлять оборудование на новую финскую АЭС	Портфель заказов увеличится на \$1 млрд.
2003 г.	Разработка программы финансирования Группы Уралмаш-Ижора	Компания ожидает, что эта программа принесёт дополнительно \$25 млн. выручки в 2003 г. и \$50 млн в 2004 г.
АвтоВАЗ		
Октябрь 2003 г.	Начало экспорта автомобиля марки Chevrolet Niva	
2003 г.	Разработка финансовой программы в целях поддержки модернизации модельной линии ("Калина" и модель 2151)	На финансирование своей инвестиционной программы компании ежегодно требуется по меньшей мере 7 млрд руб (\$0,2 млрд)
	Создание сети сбыта	
	Восстановление спроса на легковые автомобили после ликвидации "навеса" из подержанных иномарок, образовавшегося в ожидании повышения импортных тарифов.	

Источник: оценка Альфа Банка

Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 97. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	355	394	410	454
ЕБИТДА, млн. \$	55	66	65	78
Чистая прибыль, млн. \$	26	17	23	33
P/E	6,8	10,5	7,7	5,4
EV/ЕБИТДА	3,2	2,7	2,7	2,2
Капитализация, млн. \$	175			
EV, млн. \$	175			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 98. 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

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Пищевая промышленность и розничная торговля

В 2003 г. отраслевой рост произойдет за счет увеличения доходов населения

Консолидация в секторе продуктов питания продолжилась. Самым активным регионом стал Северо-Запад

В 2002 г. консолидация продолжалась и в секторе товаров народного потребления. Компания Вимм-Билль-Данн (WBD) купила ряд предприятий по производству соков и молочных продуктов. Развивающаяся компания Планета Менеджмент, обещающая стать сильным конкурентом WBD, приобрела два молокозавода и крупнейшую в стране молочную ферму. Пищевые компании продолжали региональную экспансию, причем особенно активно – на Северо-Западе. В сегменте пивоварения нежданный

Лучшей компанией в 2003 г. мы считаем WBD, расчетная цена акций которой равна \$25,30, что означает резерв роста в 30%.

спад производства (-5%) в октябре, общее замедление роста потребления пива и повышение налогов заставило Балтику сократить инвестиционные планы 2003 г. В целом мы верим в дальнейшее расширение пивного рынка в следующем году, пусть и меньшими темпами, чем ожидалось. В 2003 г. мы прогнозируем рост на 8,2%, но эта оценка может быть снижена в зависимости от отраслевых итогов 4-го кв. 2002 г.

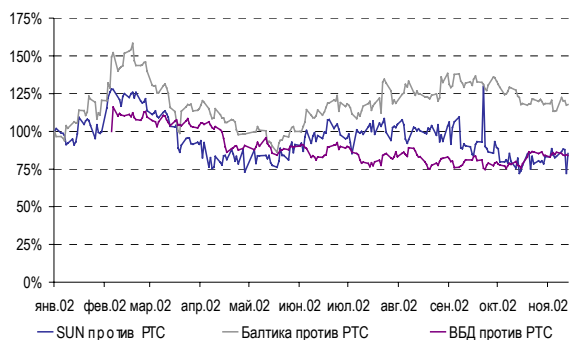
Наиболее привлекательной компанией в 2003 г. мы считаем Вимм-Билль-Данн, т. к. она продолжает активно расширять свое присутствие в сегментах молочных продуктов и соков. Ожидается, что к концу 2002 г. WBD займет 14,0% рынка молочных продуктов и 35,7% рынка соков (рост на 12 п.п. и 6 п.п., соответственно). Выручка компании от сбыта молочных продуктов в 2002 г. увеличится на 29%, а в 2003 г. – еще на 18%. По модели DCF справедливая цена акций WBD равна \$25,30, что предполагает резерв роста в 30%. В настоящий момент компания торгуется на равных с аналогичными компаниями на развивающихся рынках, но мы считаем, что она должна торговаться с премией – благодаря блестящим показателям роста.

Динамика акций компаний пищевой промышленности и розничной торговли в 2002 г.

Балтика лидирует (с начала года ее рост составил 54%). Акции компаний САН и WBD котировались хуже индекса РТС

В секторе пищевой промышленности лидирует Балтика (с начала года ее рост составил 54%, до \$13,60). Второй по эффективности была компания САН Интербрю (рост лишь на 12%), а показатели у Вимм-Билль-Данн не изменились. Между тем Индекс РТС с начала года вырос уже на 31%. Мы относим значительный рост курса акций Балтики, главным образом, на счет позитивных производственных показателей – производство компании за 9 месяцев 2002 г. выросло на 22%, тогда как по сектору в целом – лишь на 13% (с начала года). При этом компания САН сообщила недавно, что в 3-м кв. 2002 г. ее производство осталось без изменений, после чего акции САН пошли вниз.

Илл. 99. Компании пищевой и пивоваренной промышленности и Индекс РТС, с начала года

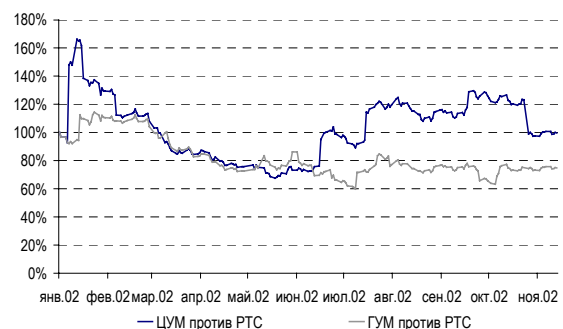


Источник: Bloomberg

Примечание: начало торгов по акциям WBD – 7 февраля 2002 г.

Лучшим в секторе розничной торговли был ЦУМ, однако, сам сектор оказался хуже рынка

Илл. 100. Компании в сфере розничной торговли в сопоставлении с Индексом РТС, с начала года



Источник: Bloomberg

В секторе розничной торговли с начала года отмечена такая динамика: ЦУМ – рост на 31%, ГУМ – снижение на 2%. Мы считаем, что обе компании показали результат хуже рынка, поскольку за последние два года сектор в целом имел темп роста, измеряемый двузначными числами, а объемы продаж ЦУМ'а и ГУМ'а за тот же период выросли только на 5%. Тем не менее цена акций ЦУМ'а поднялась на волне позитивного интереса к новым владельцам и руководителям компании.

Катализаторы роста в пивоваренном секторе

Рост объемов производства в секторе пивоварения будет обусловлен ростом доходов населения. Последний вызовет рост потребления и по-

зволит сместить потребительские приоритеты с крепких спиртных напитков на пиво.

Мы считаем, что рост пивного рынка в 4-м кв. 2002 г. станет индикатором его дальнейшего развития. Если рост окажется медленнее, чем ожидалось, то эта тенденция перейдет и на 2003 г. Введение предложенного недавно акцизного сбора и дополнительное регулирование пивной отрасли замедлит расширение пивного рынка.

Катализаторы роста в пищевом секторе

Рост личных доходов должен стимулировать рост выручки

Рост доходов населения будет стимулировать рост выручки в пищевой промышленности и сдвинет приоритеты потребителя в сторону более дорогих молочных продуктов и соков. В отрасли ожидается продолжение консолидации; компания Планета Менеджмент совершит еще ряд покупок и этим повысит уровень конкурентного противостояния с WBD.

Катализаторы роста в секторе розничной торговли

Появление иностранных розничных сетей усилит давление на российский ритейлеров

Появление иностранных сетей сбыта непродовольственных товаров (например, компания Real) станет дополнительным испытанием для российских розничных торговцев. Эти иностранные сетевые компании обладают опытом, деньгами и возможностями договариваться с поставщиками о ценах, чем делают розничный рынок высоко конкурентным. Противостоять иностранным сетям российские розничные торговцы смогут при помощи региональной экспансии.

Вимм-Билль-Данн

Рост личных доходов сместит потребительские предпочтения к более дорогим качественным продуктам

Рост доходов сместит потребительские предпочтения к более дорогим и качественным продуктам, что позволит компании расширить долю на региональных рынках. При этом региональная экспансия сыграет важную роль в достижении высокой эффективности компании, особенно на Северо-Западе. Утрата этого стратегически важного рынка поставила бы WBD в весьма невыгодное положение перед конкурентами, поскольку Северо-Западный регион обладает блестящим потенциалом для организации бизнеса.

Создание своей сети сбыта позволит компании сократить дистрибуционные издержки и обеспечит ей конкурентное преимущество перед другими производителями соков и молочных продуктов.

САН Интербрю

САН должна удерживать операционные издержки под контролем

Сокращение сбытовых, коммерческих и управленческих расходов: САН Интербрю, принявший меры к расширению присутствия и созданию сетей сбыта в новых регионах, решает теперь задачу по снижению операционных издержек. За 9 месяцев 2002 г. дистрибуционные расходы выросли, в годовом пересчете, на 61%, из-за чего операционная рентабельность компании упала примерно наполовину. В 2003 г. это станет для нее одной из главных проблем.

Увеличение рыночной доли в сегменте баночного пива и пива в пластиковой упаковке: компания, опоздавшая с выходом в эти два сегмента, теперь обязана нагнать конкурентов. Оба вида продукции, потеснившие с прилавков пиво в стеклянных бутылках, становятся все популярнее и приобретают все больший удельный вес в объемах продаж.

Балтика

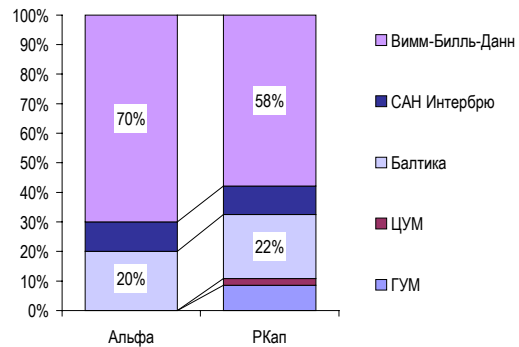
Рост числа акций в свободном обращении поможет им реализовать потенциал роста

Балтика имеет хорошие операционные и финансовые показатели, однако рост числа акций в свободном обращении позволил бы лучше выявить весь потенциал компании. В настоящее время важнейшим катализатором операций по акциям Балтики является ее устойчивое лидерство на рынке.

Илл. 101. Структура портфеля «Пищевая промышленность и розничная торговля»

Компания	RIC	Рекомендация	Акции '000	Вес %
Балтика	PKBA.RTS	НАКАПЛИВАТЬ	255	17,50
САН Интербрю	SBREq.F	НАКАПЛИВАТЬ	359	8,75
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	ПОКУПАТЬ	663	61,25
ГУМ	GUMM.RTS	ДЕРЖАТЬ	0	0,00
ЦУМ	TZUM.RTS	ДЕРЖАТЬ	0	0,00
Всего акций				87,50
Деньги				12,50
Всего портфель				100,00

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 102. Портфель «Пищевая промышленность и розничная торговля» против рынка


Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 103. Основные тенденции 2002 г. – пищевая промышленность и розничная торговля

Сектор/ Компания	Событие	Комментарий
Пищевая и пивоваренная промышленность	Рост в сегментах баночного пива и пива в пластиковой упаковке	В этом году оба сегмента продемонстрировали мощный рост и в настоящий момент занимают 30% и 10% рынка, соответственно.
Пищевая и пивоваренная промышленность	Рост физических объемов потребления пива	За 9 месяцев 2002 г. рост физических объемов потребления составил, в годовом исчислении, свыше 13%; на 2002 г. мы прогнозируем рост на 12%.
Пищевая и пивоваренная промышленность	Консолидация производителей продовольственных товаров	WBD проявлял большую активность по части корпоративных приобретений; Планета Менеджмент, которую поддерживает Сибнефть, намерена стать конкурентом компании WBD.
Балтика	Увеличение инвестиционной программы на 2002 г. до \$200 млн	Учитывая тенденцию к значительному росту рынка в 1-м полугодии 2002 г., компания увеличила свои инвестиции в пивоваренные заводы.
Вимм-Билль-Данн	Продолжение стратегии корпоративных поглощений	Компания приобрела предприятие по производству молочных продуктов Роска в Санкт-Петербурге и фабрику по производству соков Депсона в Туле.
Вимм-Билль-Данн	Создание собственной сбытовой сети	В настоящее время компания осуществляет сбыт 75% продукции при помощи независимых дистрибуторов. Собственная сеть сбыта поможет поставить под контроль соответствующие расходы.
САН Интербрю	Выход на рынки баночного пива и пива в пластиковой упаковке	Компания установила у себя оборудование по разливу пива в пластиковую и баночную упаковку, так как именно в этих сегментах она уступала рыночную долю конкурентам.
САН Интербрю	Перекрестное производство (выпуск продукции разных брендов на одном заводе – и наоборот)	В попытке замедлить рост дистрибуционных расходов компания САН применила новаторскую технологию перекрестного производства. Если этот проект будет удачным, то мы увидим его результаты в 1-м полугодии 2003 г.
Розничная торговля	Необычайно высокий темп экспансии	Российские розничные торговцы расширяют бизнес необычайно высоким темпом в попытке завоевать симпатии потребителей в условиях жесткой конкуренции, навязанной иностранными розничными сетями, такими как Auchan и Metro.
Розничная торговля	Рост розничного рынка в 2002 г. составил 10%	Российский рынок розничной торговли демонстрирует мощный рост, который составит 10% в 2002 г. Мы ожидаем, что этот рынок достигнет объема в \$106,9 млрд. При этом увеличиваются и объемы организованной розничной торговли.
ГУМ	Компания Перекресток покупает большой пакет акций ГУМ'а	Перекресток, один из ведущих продовольственных розничных торговцев, купит большой – близкий к контрольному – пакет акций компании ГУМ. Эти две компании розничной торговли планируют вместе развивать региональную сеть.
ЦУМ	Компания Mercury установила контроль над ЦУМ'ом	Компания Mercury, одна из ведущих в сегменте розничной торговли дорогой одеждой и аксессуарами, установила контроль над ЦУМ'ом. Она намерена по иному позиционировать свой главный универсальный магазин – с ориентацией на потребителя с высокими доходами.

Источник: исследование Альфа Банка

Илл. 104. Катализаторы роста в 2003 г. — пищевая промышленность и розничная торговля

Сектор/Компания	Катализатор	Комментарий
Пищевая и пивоваренная промышленность	Продолжение роста потребления пива	Мы ожидаем расширения рынка в физических объемах на 8,2%
Пищевая и пивоваренная промышленность	Рост доходов населения	Рост доходов населения окажет положительное воздействие на пищевую и пивоваренную промышленность — за счет смещения приоритетов к продуктам более высокого качества и большей добавленной стоимости.
Балтика	Инвестиционная программа	Балтика объявила о планах сокращения своей инвестиционной программы на 2003 г. до \$100 млн, или на 30%. Это решение принято по причине замедления роста пивного рынка России. Это снизит темпы прироста производства и отрицательно скажется на стоимостной оценке компании.
Балтика	Увеличение числа акций в свободном обращении	Одним из барьеров, препятствующих бумагам компании реализовать весь их потенциал роста, является недостаток акций в свободном обращении.
САН Интербрю	Сокращение расходов	Итоги за 1-е полугодие 2003 г. покажут, добилась ли компания успеха в сокращении коммерческих и управленческих расходов, которые в 3-м кв. 2002 г. выросли на 78%. Снижение расходов является решающим фактором успешного развития компании.
САН Интербрю	Рост рыночной доли баночного пива и пива в пластиковой упаковке	На сегменты баночного пива и пива в пластиковой упаковке приходится в совокупности 40% пивного рынка. Компания САН, опоздавшая с выходом на эти рынки, отстает от конкурентов. Расширение рыночной доли в этих сегментах станет важным шагом к сохранению компанией постоянной доли пивного рынка в целом.
Вимм-Билль-Данн	Региональная экспансия	Компания выигрывает от расширения своей доли на региональном рынке, поскольку рынок Москвы становится для нее слишком конкурентным.
Вимм-Билль-Данн	Сеть сбыта	Собственная сеть сбыта даст компании конкурентное преимущество, поскольку облегчит ей контроль над операционными расходами.
ГУМ	Расширение собственных площадей розничной торговли	Компания сдает в аренду около 55% своих площадей розничной торговли в главном здании на Красной Площади. Прекращение этой практики позволит в долгосрочной перспективе увеличить товарооборот и поднять рентабельность.
ГУМ	Региональная экспансия в Красноярск	Во 2-м кв. 2003 г. ГУМ откроет свой первый региональный универсам под торговой маркой "Style City" в Красноярске. Новый формат универсального магазина, который предложит качественную (но не эксклюзивную) одежду по доступным ценам, поможет ГУМ'у извлечь выгоду из обслуживания нарождающегося среднего класса.
ЦУМ	Изменение формата главного магазина	В данный момент ЦУМ переводит свое главное здание в формат настоящего универсального магазина. Мы полагаем, что успех этого проекта даст компании необходимый опыт и видение дальнейшей перспективы.
ЦУМ	Открытие нового крупного магазина в "Подмосковном комплексе МЕГА"	Компания объявила о планах создать магазин в торговом комплексе МЕГА, открытие которого в ближайшем пригороде Москвы запланировано на декабрь 2002 г. ЦУМ имеет возможность в течение 1-1,5 лет открыть в комплексе МЕГА магазин площадью 10.000 кв. м, но эти планы должны еще быть официально подтверждены новыми владельцами.

Источник: исследование Альфа Банка

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 105. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	674,6	871,9	1031,5	1219,5
EBITDA, млн. \$	73,7	96,5	98,6	144,0
Чистая прибыль, млн. \$	31,7	51,0	49,5	81,9
P/E	25,61	15,94	16,44	9,93
EV/EBITDA	12,36	9,44	9,25	6,33
Капитализация, млн. \$	813			
EV, млн. \$	911			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 106. 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. 107. Основные события

Дата	Событие
12 ноября	Вимм-Билль-Данн расширяет сеть распространения сока через приобретение склада за \$6 млн. Это приобретение укладывается в стратегию компании по переходу от независимых дистрибьюторов к собственной сети. Мы положительно относимся к этому шагу, так как, по нашему мнению, собственная сеть распределения улучшит маржу по всем видам операций. В прошлом году 75% соков, произведенных ВБД, распространялись через независимых дистрибьюторов.
12 ноября	ВБД получил разрешение на конвертацию дополнительных 5% обыкновенных акций, принадлежащих менеджерам, в АДР.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 108. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	537	715	830	946
EBITDA, млн. \$	203	256	299	324
Чистая прибыль, млн. \$	129	158	190	206
P/E	11,41	9,30	7,76	7,16
EV/EBITDA	7,28	5,79	4,95	4,58
Капитализация, млн. \$	1 472			
EV, млн. \$	1 481			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	121			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 109. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 110. Основные события

Дата	Событие
12 ноября	Производство Балтики за 9М02 выросло на 22% год-к-году, ожидается ежегодный темп роста 18%. Балтика, производитель пива №1 в России, отчиталась по результатам деятельности в 9М02. По заявлению компании, производство пива в 9М02 составило 12,9 млн. гкл против 10,6 млн. гкл за тот же период год назад — изменение на 21,6%. Ожидается, что в 2002 г. будет произведено 16,5 млн. гкл пива, на 17,8% выше уровня прошлого года. В целом, рост рынка пива в России прогнозируется на уровне всего 12%, что показывает, что компания продолжит расширять свою долю на рынке. По нашей оценке, Балтика к концу года будет контролировать 24,3% рынка. Мы сохраняем рейтинг НАКАПЛИВАТЬ по акции компании.
26 ноября	Балтика, ведущий российский производитель пива, опубликовала хорошие результаты за 9М02: прибыли увеличились по всем статьям, в то время как выручка от продаж подскочила на 41,2%. Рост выручки произошел из-за увеличения объемов производства на 21,7% до 12,9 млн. Гл и роста средней отпускной цены литра пива на 16%. Мы сохраняем рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ акции компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю

Илл. 111. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	351,5	404,4	454,5	517,4
EBITDA, млн. \$	85,3	70,4	90,4	96,5
Чистая прибыль, млн. \$	20,1	17,2	31,9	38,0
P/E	25,10	29,31	15,82	13,26
EV/EBITDA	6,78	8,22	6,39	5,99
Капитализация, млн. \$	504			
EV, млн. \$	578			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 112. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

Возможности

- Программа фокусировки продаж на основных марках обеспечит рост выручки

Угрозы

- Замедление темпов роста потребления пива в России

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 113. Основные события

Дата	Событие
12 ноября	Операционная прибыль SUN Interbrew за 9M02 снизилась на 38% из-за медленного роста продаж и высоких коммерческих и управленческих расходов. В соответствии с отчетностью SUN Interbrew за 3Кв02, продажи компании выросли на 8% год-к-году. Рост был достигнут благодаря росту цен, так как продажи в 3Кв02 остались неизменными кв-к-кв, и составили 4.0 млн. гкл. В Украине объемы продаж пива выросли на 9% год-к-году, в то время как в России снизились на 3%. Мы сохраняем рекомендацию накапливать акции, и видим возможности компании восстановить рост продаж по завершению инвестиций в производство пива в пластиковых бутылках и банках в России, что остается основным катализатором в краткосрочной перспективе.

Источник: оценки Альфа-Банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 114. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	88	95	99	103
EBITDA, млн. \$	20	21	22	24
Чистая прибыль, млн. \$	13	16	15	16
P/E	9,43	7,52	7,76	7,46
EV/EBITDA	5,22	4,77	4,58	4,31
Капитализация, млн. \$	120			
EV, млн. \$	102			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 115. 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

Илл. 116. Основные события

Дата	Событие
5 ноября	Перекресток купил 10% ГУМа, но может планировать увеличение доли до 30%. Перекресток является частной компанией, и сейчас активно расширяет сеть в Москве (на настоящий момент сеть включает 43 магазина общей торговой площадью 50000 кв. м), и рассматривает возможности региональной экспансии. ГУМу принадлежит 15 торговых площадей в Москве и Красноярске общей площадью более 43000 кв.м. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции ГУМа до анонсирования дальнейших планов Перекрестка.

Источник: оценки Альфа-Банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

**Банковская реформа
будет обсуждаться в
скором времени**

У А. Козлова есть амбициозная программа реформирования

Банковский сектор

Необходимость поддержать рост ВВП привлечет в 2003 г. внимание российского общества к банковскому сектору. Во-первых, нынешний рост кредитования будет ключевым фактором, определяющим макроэкономическую ситуацию. Во-вторых, 2003 г. станет периодом самых энергичных усилий по проведению банковской реформы, план которой был недавно разработан полностью.

Реформа банковского сектора была отложена до 2003 г. из-за изменений в руководстве ЦБ России. После отставки В. Геращенко в марте 2002 г. новая команда ЦБ приступила к разработке плана реформирования банковского сектора. К концу 2002 г. заместитель председателя ЦБР А. Козлов обнародовал смелую и радикальную программу перемен. (см. Илл. 117). Важнейшим элементом реформы является система страхования депозитов, и ее внедрение определит темп последующих изменений.

Илл. 117. Катализаторы банковской реформы

Сфера	Комментарий	Крайний срок
Страхование депозитов	Законопроект о страховании депозитов предполагает две стадии: <ul style="list-style-type: none"> Создание страхового фонда, покрывающего 5% всех депозитов Отбор банков, участвующих в системе страхования депозитов 	14 ноября – заседание правительства Декабрь – утверждение Думой
Общие условия	Эти меры нацелены на поощрение кредитования. ЦБР планирует: <ul style="list-style-type: none"> упростить операции с малым бизнесом упростить регулирование потребительского кредита обеспечить коммерческим банкам доступ к базе данных на 17.000 предприятий 	1-е полугодие 2003 г.
Правовая база, регулирующая Надежность банковской системы	<ul style="list-style-type: none"> Поправки к закону о банкротстве (ЦБР получит право отзываться лицензии у банков, где коэффициент достаточности капитала упадет ниже 8%, – по сравнению с нынешними 2%) ЦБР сможет вводить правила внутреннего контроля для предотвращения отмывания капиталов, нажитых преступным путем 	2003 г.
Ипотека	<ul style="list-style-type: none"> Закон об ипотечных кредитах призван сблизить российское законодательство с западной деловой практикой (ипотечные контракты будут, в случае банкротства, переданы в ведение специального агентства) Государственная поддержка рынка ипотек (при помощи средств пенсионного фонда) 	1-е полугодие 2003 г.
Инфраструктура	<ul style="list-style-type: none"> Создание депозитарного клирингового центра (подобного Euroclear) Секьюритизация банковских активов 	2003 г.

Источник: речь Андрея Козлова перед Советом Федерации

Мониторинг качества банковского капитала заставит банки провести IPO

Страхование депозитов окажет двойное действие на рынок банковских акций. Во-первых, оно серьезно повлияет на положение Сбербанка, который, скорее всего, утратит часть монополии на рынке депозитов. В частности, законопроект не содержит для Сбербанка никаких исключений, тогда как государственные гарантии вкладов граждан через два года подлежат отмене. Во-вторых, более тщательный и строгий мониторинг качества банковского капитала (20% которого, или \$4 млрд, считается фиктивным) заставит частные банки обратиться к рынку капиталов. Ожидается, что 2003-2004 гг. станут периодом первичных публичных предложений акций и их вторичных размещений.

Ожидается либерализация рынка банковских акций

Ключевой фактор, влияющий на динамику акций Сбербанка (единственного российского банка, чьи бумаги торгуются на рынке), — отказ от ограничений на покупку банковских акций нерезидентами. Согласно поправкам в закон «О банках и банковской деятельности», нерезиденты получают право приобретать до 10% акций банка без предварительного разрешения ЦБР. Это изменение будет способствовать росту цены обыкновенных акций Сбербанка до ее справедливого уровня в \$220.

Акции Сбербанка выросли на 110% УТД из-за хороших результатов 1П02

Обыкновенные акции Сбербанка показали с начала года неожиданный рост на 110%, что стало достижением для российского фондового рынка. Поразительные результаты объясняются, главным образом, блестящими банковскими показателями за 1-е полугодие 2002 г. Во-первых, менеджмент Сбербанка стал благосклоннее к инвесторам. Это, в основном, итог перемен в руководстве ЦБР и, в частности, результат воздействия на А. Казмина. По этой сравнительно незначительной причине Сбербанк теперь предоставляет инвесторам гораздо больше информации, чем когда-либо раньше. Во-вторых, итоги банка за 2001 г. (по МСФО) показали рост чистой прибыли, в годовом исчислении, на 130% — и поддерживали уровень цен его акций до начала июня 2002 г. Во 2-м полугодии 2002 г. акции Сбербанка упали вместе со всем фондовым рынком России.

Илл. 118. Основные события, с точки зрения Сбербанка, в 2002 г.

Период	Событие	Последствие	Результат
Март 2002 г.	Отставка председателя ЦБР Виктора Геращенко	Новое руководство ЦБР теперь входит в состав совета директоров Сбербанка	Руководство Сбербанка стало более благосклонным к инвесторам
Июнь 2002 г.	Годовое собрание акционеров	Представитель миноритарных акционеров Вадим Клейнер получил на выборах в совет директоров Сбербанка максимальное число голосов	Миноритарные акционеры получили влияние на совет директоров
Сентябрь 2002 г.	Заседание совета директоров	Совет директоров Сбербанка утвердил коэффициент дивидендных выплат в 7%, по сравнению с 6% (год назад) и 9% предложение миноритарных акционеров)	Мы оцениваем дивидендный доход по обыкновенным акциям на уровне 1%, а по привилегированным акциям – в 2%
Ноябрь 2002 г.	Публикация итогов 9 месяцев 2002 г.	Итоги 9 месяцев 2002 г. показали рост чистой прибыли на 81% (год-к-году) и рост чистого процентного дохода на 24%	Мы сохраняем прогноз чистой прибыли на 2002 г. на уровне \$1.162 млн

Источники: ЦБР, Альфа Банк

Илл. 119. Катализаторы роста котировок Сбербанка

Сфера	События в 1-м полугодии 2002 г.	Крайний срок
Заседание совета директоров	Ожидается, что на ближайшем заседании совета директоров представители миноритарных акционеров объявят свой план сокращения расходов	Декабрь 2002 г.
Либерализация рынка акций	ЦБ готовится внести изменения в закон «О банках и банковской деятельности», после принятия которых нерезиденты получат право приобретать до 10% акций данного банка без предварительного разрешения ЦБР	Январь-март 2003 г.
Страхование депозитов	Проект страхования депозитов нацелен на отмену государственных гарантий вкладов населения и на введение единой системы страхования депозитов	Декабрь 2002 г.

Источники: ЦБР, Альфа Банк

Сбербанк

Илл. 120. 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	3.4	2.9	2.6	2.6
Капитализация, млн. \$	3,223			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 121. 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. 122. Основные события

Дата	Событие
4 ноября	Чистая прибыль Сбербанка за 9М02 достигла 920\$ млн., что больше на 81% год-к-году. В 3кв02 депозиты частных лиц возросли на 10% в то время как кредитный портфель вырос на 13%. Мы придерживаемся взгляда, что либерализация акций Сбербанка для иностранных инвесторов остается главным катализатором в долгосрочной перспективе.
10 ноября	Менеджмент Сбербанка распространил детализированные результаты за 9М02. Чистая прибыль выросла на 81% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года в то время как чистый процентный доход вырос только на 24%, и увеличение стоимости персонала увеличилось на 46%. Мы все еще полагаем, что либерализация рынка банковских акций остается главным катализатором для акций компании. Мы считаем, что либерализация доступа иностранцев на российский рынок банковских акций произойдет в ближайшие месяцы.
27 ноября	Член Совета Директоров Сбербанка Борис Фёдоров заявил, что он разрабатывает систему финансовых поощрений для менеджмента Сбербанка. Он считает, что надо позволить менеджменту купить 1% акций Сбербанка на его собственный баланс; если цена превысит текущую на 50%, менеджмент сможет обратно выкупить 0,5% капитала по цене покупки. Если же цена удвоится, менеджменту будет позволено получить полностью пакет из 1% по исходной цене. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Сбербанка, но намерены пересмотреть расчётную цену.

Источник: оценки Альфа-Банка

Валентина Крылова
(7 095) 795-3742

Екатерина Леонова
(7 095) 785-9678

Рынок облигаций

2002 г.

В 2002 г. на российском долговом рынке был отмечен значительный рост котировок

В 2002 г. на российском долговом рынке был отмечен значительный рост котировок: цены российских суверенных еврооблигаций со сроками погашения в 2007-2030 гг. выросли на 17-36%, а цены ОВВЗ 5-8 взлетели на 25-45%. Одновременно с ростом цен удвоился объем торгов, что свидетельствует о притоке финансовых средств в сектор российских облигаций. К концу года доходность по российским валютным облигациям снизилась до уровня 6,4-9,6%, что лишь на 100 п.п. выше мексиканских облигаций Globals несмотря на то, что суверенный рейтинг Мексики («Baa2» по шкале агентства Moody's) на четыре пункта выше суверенного рейтинга России. На динамику цен на российском долговом рынке в 2002 г. существенное влияние оказали следующие факторы:

- 1. Крупные достижения российской экономики, подкрепленные высокими ценами на нефть.** В результате Россия стала «тихой гаванью» для инвесторов и смогла привлечь дополнительные инвестиции.
- 2. Мощный приток средств на российский долговой рынок.** В частности, наблюдался частичный отток средств из стран, испытывавших экономические и политические трудности, особенно из государств Латинской Америки (Бразилии, Венесуэлы, Аргентины), а также Турции.
- 3. Повышение суверенного рейтинга России** агентствами Fitch (до уровня «BB-»), S&P (до уровня «BB-») и, возможно, Moody's (скорее всего до уровня «Ba2» еще в этом году).
- 4. В результате пересмотра структуры индекса EMBI+** инвесторы изменили свои инвестиционные портфели. В 2002 г. доля России в структуре индекса выросла на 3% до 20,5%, и проведенная в связи с этим корректировка инвестиционных портфелей пошла на пользу российским долговым бумагам.

Илл. 123. Динамика котировок российских долговых бумаг в 2002 г.

	Цены на 14 ноября 2002 г.	Изменение %	Доходность к		Спрэд к казначейским обязательствам США	
			погашению на 14 ноября 2002 г. %	погашению на 31 декабря 2001 г. %	п.п.	п.п.
ОВВЗ-4	98.875	9.9	5.3	11.4	407.39	-469.30
ОВВЗ-5	77.000	39.4	8.4	14.1	548.76	-396.46
ОВВЗ-6	87.000	25.2	7.4	12.5	509.24	-320.33
ОВВЗ-7	65.000	44.4	9.1	13.8	557.02	-316.79
ОВВЗ-8	81.000	30.6	7.7	13.1	490.40	-362.19
Евро-03	104.000	-2.2	4.4	7.0	316.06	-114.89
Евро-05	108.250	9.9	5.4	9.3	342.03	-196.92
Евро-07	115.000	17.3	6.2	10.5	352.81	-241.22
Евро-10	106.750	23.6	6.7	11.4	341.61	-303.66
Евро-18	116.000	21.1	9.1	11.6	491.91	-129.50
Евро-28	130.125	20.5	9.6	11.8	487.51	-123.05
Евро-30	77.500	35.7	9.3	12.7	449.61	-245.41

Источники: Рейтер, оценка Альфа-Банка

Илл. 124. События 2002 г.

Дата	Событие
8 февраля	Министр финансов РФ Алексей Кудрин объявил о том, что по состоянию на 1 января 2002 г. финансовые резервы страны составили \$2,6 млрд. Таким образом, было подчеркнуто ответственное отношение правительства к проблеме выплаты задолженности в 2003 г. Это успокоило инвесторов.
21 февраля	Правительство РФ одобрило концепцию управления долгом. В соответствии с этой концепцией ответственность за урегулирование связанных с долгом вопросов была передана специальному агентству. Централизация всех процессов, связанных с обслуживанием долга, является важной составной частью структурных реформ.
21 марта	Правительство Аргентины впервые выступило с разъяснениями, касающимися реструктуризации внешнего долга. Инвесторы были обеспокоены заявлением министра финансов Аргентины о единых условиях обмена долга как для внутренних, так и для иностранных инвесторов (ранее внутренним кредиторам было предложено конвертировать валютные долговые обязательства в бумаги, номинированные в песо). В результате отток средств с долгового рынка Аргентины усилился, и это поддержало восходящий тренд на российском долговом рынке.
8 апреля	ЦБ РФ снижает ставку рефинансирования до 23% с 25%. Это снижение было ожидаемым на фоне замедления темпов инфляции. Кроме того, ставка рефинансирования считается скорее индикативным показателем, и поэтому ее изменение никак не сказалось на рынке.
10 апреля	Россия решила вопрос о задолженности перед бывшей ГДР. 350 млн евро будут перечислены в течение первого года, а в течение двух последующих лет будут выплачены два транша по 75 млн. евро каждый. Урегулирование долга бывшего СССР оказало весомое положительное влияние на российский долговой рынок и привело к резкому скачку цен.
2 мая	Агентство Fitch повысило долгосрочный рейтинг России до уровня «BB+» с уровня «B+», прогноз положительный. После повышения рейтинг России стал на три пункта ниже инвестиционного уровня. Однако вследствие того, что рейтинговые агентства в настоящее время внимательно следят за ходом структурных реформ, дальнейшее повышение рейтинга России может занять больше времени.
20 мая	Начало торгов по российским суверенным еврооблигациям на ММВБ. Это позволит расширить круг инвесторов и включить в их число пенсионные и страховые фонды (резиденты могут покупать еврооблигации только на биржах). С точки зрения долгосрочной перспективы, это решение будет способствовать снижению волатильности российских долговых обязательств и их зависимости от внешних факторов за счет увеличения количества внутренних инвесторов. Однако активность по-прежнему очень низкая, спрэд между заявками и предложением весьма велик, и по этой причине торговля еврооблигациями на ММВБ остается непривлекательной.
22 мая	Правительство приняло закон, регулирующий инвестирование финансовых резервов, а также их использование для выкупа облигаций. Хотя средства из финансового резерва, составлявшие на тот момент \$1,5 млрд, могли быть инвестированы не раньше 2 кв. 2002 г., решение оказало важное психологическое влияние на российский долговой рынок и вызвало рост котировок долгосрочных еврооблигаций.
4 июня	ЦБ РФ выступает за постепенную либерализацию счетов типа «С». Согласно инструкции ЦБ РФ № 1155-У либерализация счетов типа «С» будет осуществляться по следующим основным направлениям: 1) сокращения сроков хранения средств на транзитных счетах до 4 мес. с 1 г.; 2) внедрение нового механизма репатриации доходов от инвестирования в ценные бумаги..
26 июля	Агентство S&P повысило долгосрочный суверенный рейтинг России до уровня «BB-» с уровня «B+», прогноз стабильный. Поскольку инвесторы надеялись на повышение рейтинга сразу на две ступени, что было заложено в рыночные цены, повышение рейтинга только на одну ступень вызвало снижение котировок российских облигаций на 1-2 п.п.
6 августа	JP Morgan пересмотрел структуру индекса развивающихся стран EMBI+. Долговые обязательства Южной Кореи были исключены из структуры индекса после того, как агентство S&P повысило ее рейтинг до инвестиционного уровня «А-» (на долю Южной Кореи приходилось около 2,5%). При этом доли оставшихся стран увеличились в пропорциональном отношении. Россия обладает крупнейшей после Мексики долей, и после пересмотра структуры индекса она получила дополнительно 50 пунктов.
2 сентября	Запланированные на 2003 г. выплаты России по внешнему долгу сократились на \$1,0-1,5 млрд. Первоначально Министерство финансов РФ оценивало выплаты по внешнему долгу в 2003 г. на уровне \$19 млрд. Однако в связи с тем, что ЦБ РФ досрочно погасил долг перед МВФ в размере \$2,7 млрд. со сроком платежа в 2003 г., а Министерство финансов объявило о снижении выплат по суверенным еврооблигациям и ОВВЗ на \$1,5 млрд, можно предположить, что в следующем году выплаты по внешнему долгу составят примерно \$15 млрд. Эта новость поддержала восходящий тренд на российском долговом рынке.
11 октября	FATF приняла решение исключить Россию из черного списка стран, которые не ведут борьбу с отмыванием преступных доходов. Это решение будет способствовать развитию банковского сектора России. Мы ожидаем значительного роста банковских операций с иностранными банками. Новость оказала положительное влияние на российский долговой рынок.
17 октября	Агентство Moody's намеревается пересмотреть долгосрочный рейтинг России. Это новость вызвала резкий рост покупок российских облигаций. Мы полагаем, что рейтинг может быть повышен до конца текущего года.

Источник: Альфа-Банк

2003 г.

Рост цен на российском рынке в следующем году замедлится

В следующем году рост котировок на российском рынке долговых обязательств замедлится. При благоприятных условиях спрэд российских суверенных еврооблигаций со сроками погашения в 2007-2030 гг. к казначейским обязательствам США может упасть ниже 300 б.п.

В 2003 г. на российский долговой рынок будут оказывать влияние следующие факторы:

- 1. Возможное повышение рейтинга.** Мы считаем, что суверенный рейтинг России может достичь инвестиционного уровня в 2004 г. (или в конце 2003 г., что менее вероятно). В результате этого значительно расширится диапазон инвесторов, которые смогут приобретать российские еврооблигации (некоторым фондам запрещено покупать облигации стран со спекулятивным рейтингом) и произойдет существенный рост котировок.

венный рост цен. Не исключено, что некоторые инвесторы начнут спекулятивную покупку до момента пересмотра рейтинга.

2. **Погашение Евро-03 (3 июля) и ОВВЗ-4 (14 мая)** общим объемом \$4,5 млрд. Несмотря на то, что значительная часть этих выпусков уже выкуплена, инвестирование части средств от этого погашения может привести к росту спроса на российские Еврооблигации.
3. **Благоприятные макроэкономические показатели.** По мнению нашего эксперта по макроэкономике, в 2003 г. рост ВВП в России составит 3,8%. Кроме того, в следующем году соотношение внешнего долга и ВВП может упасть до 37% (для сравнения: это соотношение в Бразилии превышает 45%, а в Турции находится на уровне 65%). По этой причине российские активы станут более привлекательными для инвесторов по сравнению с турецкими или бразильскими облигациями.

Тем не менее, рост котировок долговых бумаг может быть и не слишком значительным в результате воздействия следующих факторов:

1. **Возможное повышение процентных ставок в США.** Ставки банковского процента в США упали до самого низкого уровня за период, превышающий 40 лет. Возврат ФРС к политике повышения процентных ставок окажет давление все развивающиеся рынки.
2. **Резкое падение цен на нефть.** Экономика России остается зависимой от цен на нефть, и поэтому существенное снижение котировок на нефтяном рынке может привести к пересмотру инвесторами своего отношения к российскому рынку.
3. **Выпуск еврооблигаций со сроками погашения в 2010 и 2030 гг. в рамках реструктуризации коммерческого долга бывшего СССР.** Общий объем задолженности составляет \$6,3 млрд (включая \$1,1-1,2 млрд задолженности перед МИБ). Выпуск первого транша может состояться в конце декабря 2002 г.
4. **Возможный кризис в Бразилии** может привести к росту волатильности российского долгового рынка. Сначала в связи с ухудшением ситуации в Бразилии интерес инвесторов к высоко рискованным инструментам снизится. Это скажется на всех развивающихся рынках, включая российский долговой рынок. Однако спустя некоторое время инвесторы станут проводить различия между российскими и бразильскими долговыми обязательствами. С этого момента начнется постепенный отток средств с бразильского рынка долговых бумаг, и какая-то их часть будет инвестирована в российские еврооблигации, что вызовет рост цен.
5. **Президентские выборы в России в марте 2004.** В случае если у инвесторов возникнут сомнения в способности Путина одержать победу, это может увеличить волатильность российского долгового рынка в конце 2003 г и привести к некоторому росту доходностей.

Ноябрь–декабрь 2002 г.

В ноябре 2002 г. ценовое ралли на российском рынке продолжилось под воздействием внутренних факторов

В ноябре произошел значительный рост цен российских облигаций на фоне очень высокой активности: суверенные долговые обязательства со сроками погашения в 2010-2030 г. выросли на 1-3,1%, при этом котировки ОВВЗ 5-8 взлетели вверх на 1,3-4,7%. В прошлом месяце на рынок оказывали влияние несколько положительных факторов:

1. Ожидания повышения рейтинга России агентством Moody's сразу на две ступени;

2. Более существенное по сравнению с прогнозом снижение процентных ставок в США. На состоявшемся 6 ноября заседании Комитета США по открытому рынку ФРС сократила процентные ставки на 50 пунктов, а не на 25 пунктов, как прогнозировали многие эксперты;
3. Министерство финансов приступило к практическому осуществлению процедуры обмена части коммерческого долга бывшего СССР в объеме \$1,07 млрд на еврооблигации. По мнению инвесторов, это откроет для России перспективу повышения рейтинга рядом агентств.
4. Высокий спрос на российские бумаги в ноябре сохранился. Широкая популярность российских облигаций среди инвесторов объясняется благоприятными макроэкономическими данными и обнадеживающими перспективами российской экономики. Как и раньше, многие инвесторы рассматривают российский долговой рынок как "тихую гавань" среди нестабильной ситуации на других развивающихся рынках.
5. Причиной высокого спроса со стороны внутренних инвесторов может быть участие Пенсионного Фонда в покупке бумаг.

Динамика котировок в декабре будет зависеть от решения агентства Moody's относительно рейтинга России

Динамика цен российских облигаций в декабре будет зависеть, главным образом, от решения агентства Moody's о повышении рейтинга России. Если агентство повысит рейтинг сразу на две ступени, то цены еврооблигаций вырастут на 1-3%, хотя повышение уже заложено в рыночные цены. В частности, котировки Евро-30 могут достичь 81% от номинала. В ином случае, разочарование, вызванное повышением только на одну ступень в сочетании с выпуском первого транша еврооблигаций в рамках реструктуризации коммерческого долга бывшего СССР, окажет негативное влияние на российский рынок. При таком развитии ситуации цена Евро-30 может упасть до 77% от номинала. Если события будут развиваться по этому сценарию, мы рекомендуем инвесторам воспользоваться снижением цен для долго- и краткосрочной покупки, т.к. в начале года, как правило, происходит существенный рост цен на фоне пересмотра инвесторами инвестиционных портфелей.

Влияние реструктуризации коммерческого долга бывшего СССР на рынок будет смешанным

В долгосрочной перспективе долгожданный обмен коммерческого долга на еврооблигации окажет противоречивое воздействие на российский долговой рынок. Положительным моментом является то, что решение этого вопроса, без всякого сомнения, улучшит имидж России. Более того, коммерческий долг бывшего СССР — это последняя неурегулированная задолженность, и отсутствие прогресса в его решении является серьезным препятствием на пути дальнейшего повышения рейтинга. Отрицательной стороной является то, что появление на рынке значительного объема выпусков Евро-10 и Евро-30 скажется на ценах облигаций. Не исключено, что некоторые кредиторы по коммерческому долгу бывшего СССР предпочтут продать часть полученных ими еврооблигаций, что приведет к росту предложения суверенных долговых обязательств.

Илл. 125. Основные события

Дата	Событие
3 ноября	Состоялись выборы в Конгресс Турции. Партия справедливости и развития получила около двух третей мест. Эта новость вызвала впечатляющее ралли цен на долговом рынке Турции, т.к. победившая на выборах партия объявила о своем намерении развивать сотрудничество с МВФ.
6 ноября	ФРС США понизила процентные ставки на 50 пунктов. Это решение привело к значительному росту котировок на большинстве развивающихся рынков.
5 ноября	Альфа-Банк успешно разместил выпуск трехлетних еврооблигаций в объеме \$175 млн с доходностью 10,95%. Первоначально предполагалось разместить облигации на сумму \$150 млн. Однако в связи с тем, что спрос превысил предложение в два раза, заемщик принял решение увеличить объем выпуска. Агентство S&P присвоило выпуску рейтинг на уровне «В-».
14 ноября	Агентство Standard & Poor's повысило рейтинг Свердловской области до уровня «В-» с уровня «ССС+», прогноз положительный
15 ноября	Финансовый резерв, предназначенный для сглаживания пика выплат в следующем году, составил на 1 октября \$3,1 млрд. По сравнению с 1 июля (\$1,5 млрд.) они выросли больше чем в два раза.
16 ноября	Премьер-министр Касьянов подписал резолюцию относительно реструктуризации коммерческого долга бывшего СССР. Эта новость вызвала сильный рост цен российских облигаций, поскольку инвесторы считают, что этот шаг будет способствовать повышению рейтинга РФ. Не исключено, что первый транш Еврооблигаций будет выпущен в конце декабря.
17 ноября	ЦБР РФ провел валютный аукцион по продаже \$50 млн. для нерезидентов. Премия к рынку составила 0,6% при спросе объемом в \$3,3 млн.
20 ноября	ЛУКОЙЛ разместил выпуск конвертируемых еврооблигаций со сроком обращения пять лет в объеме \$350 млн. по ранее запланированной доходности на уровне 7%. Премия к выпуску Евро-7 составила 90%, что неплохой результат для компании. Агентство S&P присвоило выпуску рейтинг на уровне «В+».

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 126. Динамика валютных облигаций, на 27 ноября

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 4	14.05.2003	99,00	0,25	5,1	3,03	0,44
Минфин 5	14.05.2008	78,75	4,13	7,9	3,81	4,61
Минфин 6	14.05.2006	87,63	0,57	7,2	3,42	3,06
Минфин 7	14.05.2011	67,13	4,07	8,6	4,47	6,63
Минфин 8	14.11.2007	83,63	4,04	7,0	3,59	4,45
Еврооблигации						
Евро-03	10.06.2003	103,75	-1,07	4,6	11,33	0,50
Евро-05	24.07.2005	107,88	-0,35	5,5	8,11	2,31
Евро-07	26.06.2007	113,88	-0,11	6,5	8,78	3,59
Евро-10	31.03.2010	105,75	0,12	6,9	7,80	0,07
Евро-18	24.07.2018	117,88	2,28	8,9	9,33	7,79
Евро-28	24.06.2028	131,50	1,84	9,5	9,70	8,85
Евро-30	31.03.2030	78,00	2,30	9,2	6,41	0,09
Муниципальные облигации						
Москва-04, €	25.10.2004	105,88	-0,11	6,8	9,68	1,70
Москва-06, €	28.04.2006	109,69	0,98	7,6	9,98	2,69
Ниж. Новгород	10.03.2002	93,50	0,54	14,4	9,36	-
Ямало-Ненец. АО	15.12.2002	53,50	-0,56	8,6	17,76	0,09
Корпоративные облигации						
ММК, €	18.02.2005	94,58	0,49	12,9	10,57	1,73
Роснефть	20.11.2006	110,38	2,15	9,6	11,55	3,13
Сибнефть	13.02.2007	104,25	0,33	10,2	11,03	3,20
МТС	21.12.2004	104,94	1,54	8,3	10,43	1,76

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743

Технический анализ

Индекс РТС: формирование медвежьего клина завершено

Илл. 127. Индекс РТС — Основные технические индикаторы, 27 ноября 2002 г.

Инд	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 18-25 ноября			
		Краткосрочный	Долгосрочный								
РТС ДЕРЖ. ЛОНГ	350-357	Нейтральный	Нейтральный	С4	391,17	Максимум 10.07.02	П1	353,17	7-недельная МА	Откр.	357,27
	Цель 380-400	Меняется	Меняется	С3	380,55	61,8%-ная FiboR	П2	351,00	Динам. поддержка	Макс.	362,44
ПРОДАЖА	350	на восходящий	на восходящий	С2	368,38	Минимум 19.07.02	П3	350,23	26-недельная МА	Мин.	347,38
	Цель 325			С1	366,50	Граница клина	П4	348,79	Линия тренда	Закр.	348,94

Источник: оценка Альфа Банка

- На наш взгляд, индекс РТС вновь имеет хорошие шансы для отскока к 380–400
- Мы держим половину наших длинных позиций, открытых по 333–340 с целью 380–400
- Наша рекомендация – ДЕРЖАТЬ длинные позиции внутри диапазона 350–367
- Мы видим риск прорыва медвежьего клина вниз (к 325) и советуем ПРОДАВАТЬ ниже 350

Илл. 128. Индекс РТС — Недельные технические индикаторы по состоянию на 27 ноября 2002 г.



Fri Nov 29 2002 17:12:21

Источник: CQG, оценка Альфа Банка

CQG © 2002

Классический технический анализ

На РТС полностью сформировалась модель «медвежий клин»

С позиции классического технического анализа индекс РТС в настоящее время совершает колебательные движения внутри формации «медвежий клин» (см. Илл. 128), формирование которого началось еще в августе 2002 г. Как правило, клин выстраивается под наклоном против направления движения господствующей тенденции. Таким образом, клин, направленный вниз, считается бычьей моделью, а клин, направленный вверх — медвежьей.

Мы видим риск прорыва медвежьего клина вниз

Сформировавшаяся на РТС модель «медвежий клин» пока остается действующей. Поэтому мы все еще видим серьезный риск прорыва вниз медвежьего клина (в период со 2 по 6 декабря это уровень 350), за которым может последовать сильное падение индекса, по крайней мере, к уровню 325. Однако если уровень 367 вскоре будет «пробит», графическую модель «медвежий клин» можно будет рассматривать как ложную или неудавшуюся.

Краткосрочный тренд и циклы

Илл. 129. Индекс РТС — Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 27 ноября 2002 г.



Краткосрочный тренд на РТС нейтральный, но меняет свое направление в сторону повышения

Краткосрочный тренд на РТС остается нейтральным, но меняет свое направление в сторону повышения. На это прямо указывают медленная и быстрая линии тренда в верхней части Илл. 129. В частности, дневная линия быстрого тренда имеет горизонтальное направление, а быстрая линия тренда (включающая циклы) недавно прошла свое дно начала расти. Обе — быстрая и медленная линии — в настоящее время находятся выше дневной линии динамической поддержки, что обычно считается надежным краткосрочным бычьим индикатором. Рост индекса РТС в области, находящейся выше дневной линии динамической поддержки указывает на силу бычьих настроений на рынке. Дополнительным бычьим знаком является то, что 7-недельная скользящая средняя линия пересекла снизу вверх 26-недельную скользящую среднюю линию.

Линия быстрого момента остается на положительной территории и слегка понижается, что указывает на краткосрочную коррекцию на РТС. Линия медленного момента в средней части Илл. 129 тоже находится на

положительной территории и слегка растет, что, тем не менее, указывает на бычий рынок (момент положителен).

Краткосрочная составная волна движется вбок вдоль горизонтальной оси

Краткосрочная составная волна сформировала свое основание несколько дней назад и сейчас движется строго горизонтально вдоль нулевой оси, что указывает на абсолютное вырождение всех краткосрочных циклов на РТС. Эти циклы возникнут вновь только после «пробоя» формации медвежий клин вниз или вверх. Более того, направление этого «пробоя» укажет направление развивающегося тренда. Если пробой клина будет сопровождаться ценовым разрывом, вероятность того, что пробой окажется истинным резко увеличится.

Также как и в прошлом месяце, экстремально маленькая волатильность краткосрочного составного цикла однозначно указывает на очень большую вероятность начала сильного движения на РТС в самое ближайшее время. Мы 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

Долгосрочный тренд нейтральный, и также разворачивается в сторону повышения

Долгосрочный тренд на РТС нейтральный, и тоже разворачивается в сторону повышения (см. линию долгосрочного тренда в верхней части Илл. 130). Линия долгосрочного тренда миновала свое «дно» и начала рост уже достаточно давно, приближаясь к недельной линии динамической поддержки. Текущее значение индекса РТС, также как и значение недельной быстрой линии тренда, находится выше не только линии долгосрочного тренда, но и недельной линии динамической поддержки (аналог 26-недельной МА), что увеличивает вероятность оживления на РТС после возможного прорыва вверх медвежьего клина.

Линия медленного момента несколько недель назад сформировала локальный минимум на негативной территории и в настоящий момент растет, почти достигнув нулевого уровня. Напомним, что как только медленный момент на Илл. 130 станет положительным, долгосрочный бычий тренд может окончательно считаться сформированным. Недельный быстрый момент, который является опережающим индикатором, прошел свой локальный минимум вблизи нулевого уровня и вновь пытается расти, что может послужить предвестником начала долгосрочного восходящего движения.

Долгосрочная составная волна достигла своего основания в нейтральной области

Тот факт, что долгосрочная составная волна достигла своего основания в нейтральной области и «загнулась» вверх, может быть интерпретирован как еще один аргумент в пользу приближающегося оживления на РТС. Амплитуда долгосрочной составной волны в настоящий момент равна приблизительно 50 пунктам. Мы оцениваем потенциал роста индекса за счет долгосрочной составной волны в 25 пунктов от текущего значения. Сохраняющийся потенциал падения долгосрочной волны по-прежнему приблизительно равен 25–30 пунктов.

Илл. 130. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 27 ноября 2002 г.


Уровни поддержек и сопротивлений

Основной уровень сопротивления на РТС — 367

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений РТС показаны на Илл. 127 и Илл. 128. Основной уровень сопротивления (367) определяется текущим значением верхней границы направленного вверх медвежьего клина. 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 350–351 ограничена динамическими линиями поддержек (недельной и дневной) и восходящей линией тренда (нижняя граница клина).

Потенциал роста и падения

Мы полагаем, что индекс РТС снова имеет хорошие шансы достичь значения 380 до конца этого года

На основе вышесказанного мы пришли к следующим выводам.

1. Мы полагаем, что индекс РТС имеет хорошие шансы роста в оставшиеся до конца года несколько недель до значения 380, так как почти все долгосрочные индикаторы выглядят достаточно привлекательно с точки зрения «быков».
2. Как и месяц назад, мы ожидаем резкого увеличения волатильности на РТС, в результате чего возможны как сильный рост, так и сильное падение. Однако сегодня мы думаем, что в среднесрочной перспективе оживление и рост более вероятны по следующим причинам:
 - индекс РТС «пробил» вверх очень сильное сопротивление 350;

- модель «медвежий клин» может оказаться неудавшейся в случае пробоя (ценой закрытия) верхней границы клина (отметка 367);
 - долгосрочная составная волна достигла своего основания в нейтральной области и «загнулась» вверх, что может считаться дополнительным аргументом в пользу возможного будущего оживления и роста.
3. Мы по-прежнему держим половину длинных позиций, открытых по 333–340 с новой целью 380–400.
 4. Мы рекомендуем инвесторам ДЕРЖАТЬ долгосрочные длинные позиции (инвестиционные портфели) внутри диапазона значений индекса 350–367 и делать СПЕКУЛЯТИВНЫЕ ПОКУПКИ выше уровня 367 с целью 380–400; риск при спекулятивных покупках выше 367 резко снизится, если пробой уровня 367 будет сопровождаться растущим ценовым разрывом («гэпом»), включающим в себя отметку 369, например, открытие дня выше 370.
 5. Мы по-прежнему видим риск прорыва вниз медвежьего клина, так как модель пока работает, и рекомендуем инвесторам ПРОДАВАТЬ (фиксировать прибыль или убытки и открывать короткие позиции) ниже 350.

Наиболее оптимистический сценарий включает в себя ралли вплоть до уровня 400–411 до конца текущего года. Наиболее пессимистичный среднесрочный сценарий включает пробой вниз медвежьего клина и последующее падение индекса РТС, по крайней мере, до 325. Мы считаем, что на рынке может реализоваться любой из этих сценариев, так как рынок находится в состоянии неустойчивого равновесия и пока точно неясно, где — на дне или на вершине. Поэтому, в настоящее время надо быть предельно осторожным и не брать на себя слишком большой риск (большие «стопы»), надеясь на «отскок» при падении и на коррекцию при ралли.

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

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

Аналитический отдел

Телефон/Факс

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

Начальник аналитического отдела

Андрей Руденко

Главный стратег

Кристофер Уифер

Стратегия/Нефтяная и газовая
промышленность

Сергей Глазер CFA

Макроэкономика, банковский сектор

Наталья Орлова

Нефтяная и газовая промышленность

Константин Резников, Анна Бутенко

Телекоммуникации/Интернет

Андрей Богданов, Елена Роговина

Металлургия, потребительские товары

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

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 Шашаров

Рынки капитала/Деривативы

Армен Петергов, Алексей Гурьянов

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-груп, 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.