

Ноябрь: к родным берегам

1 ноября 2002

www.alfabank.ru

Москва

Тема — Metallurgy: экспорт растет, но ликвидность ограничена

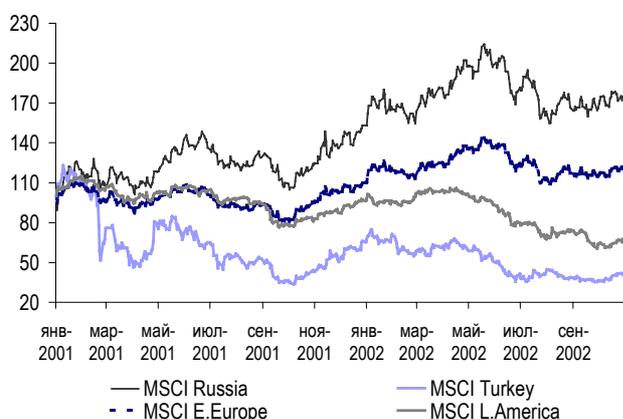
- В ноябре позитивные тенденции на российском рынке облигаций сохранятся. Возможность повышения рейтинга России агентством Moody's в течение двух оставшихся до конца года месяцев в сочетании с общим позитивным отношением к облигациям должно привести к снижению доходности по российским обязательствам и ликвидировать отставание от аналогичных инструментов других развивающихся рынков с инвестиционным рейтингом.
- Инвесторы начинают вкладываться в акции компаний, поставляющих продукцию на внутренний рынок. В ноябре нефтяные акции будут по-прежнему отставать от бумаг других отраслей: инвесторы начинают вкладываться в компании, поставляющие продукцию на внутренний рынок, а также предприятий, которые растут на волне подъема техноакций на мировом фондовом рынке (Газпром, Вимм-Билль-Данн, Голден Телеком, Ростелеком).
- В нашем типовом портфеле акций металлургических компаний 70% отдано под Норильский Никель и 25% — предприятия черной металлургии и трубные заводы. Доля предприятий металлургической промышленности в совокупном промышленном производстве составляет около 16%, а рыночная капитализация отрасли (\$6,5 млрд) — около 6% общей капитализации российского рынка. На основе этих данных можно определить, какую часть портфеля российских акций следует держать в бумагах металлургических предприятий.
- За счет роста экспортной выручки рентабельность компаний «большой тройки» вырастет на 3 п.п. до 23%. За период с января по октябрь текущего года экспортная цена холоднокатаной стали составила в среднем \$257/т, увеличившись по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 6%. Это было выгодно прежде всего Северстали, НЛМК и ММК, производящим плоский прокат. Экспорт последнего вырос по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 16% при увеличении доли в общем объеме экспорта на 3 п.п. (до 39%).

Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV*	Расч. цена	Потенциал роста
	АДР	Лок.	MTD	YTD			
		\$	%	%	\$ млн.	\$	%
Газпром	12,8	0,789	14	53	2,8	1,200	52
МегионНГ	Н/Д	9,05	63	65	7,6	9,6	6
Вимм-Билль-Данн	20,2	Н/Д	18,1	4	0,9	25,3	25,2
Голден Телеком	15,0	Н/Д	24	29	0,3	24,0	60
ГМК Норильский Никель	19,4	19,2	16	13	0,7	29,0	51
Ростелеком	6,8	1,120	12	23	0,3	1,56	39

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

Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, РТС

Последние публикации

- 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

СОДЕРЖАНИЕ:

Комментарии по рынку.....	3
Металлургия: экспорт растет, но ликвидность ограничена	7
Доля акций предприятий черной металлургии и трубостроительных заводов в портфеле — 25%	7
На первом месте в списке рекомендаций — Норильский Никель	9
С начала года цена на прокат выросла на 60%.....	11
Динамика и оценка акций.....	13
Графики	16
Календарь событий	18
Экономика и политика.....	19
Новости компаний и отраслей	21
Нефть и газ	21
Энергетика	26
Телекомы	28
Металлургия.....	31
Машиностроение	32
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	33
Банковский сектор	36
Рынок облигаций	38
Технический анализ	40
Индекс РТС: формирование медвежьего клина	40

Кристофер Уифер
(7095) 970-5081

Комментарии по рынку

Ставка на внешние облигации и внутренние акции

Облигации, по-видимому, будут продолжать расти

Несмотря на то, что за последние несколько недель котировки российских суверенных облигаций резко выросли, в силу ряда причин в оставшееся до конца года время можно ожидать их дальнейшего роста. Высокий уровень цен на рынке облигаций — один из главных факторов, способствующих росту рынка акций. Однако с учетом возможного сохранения неопределенности относительно направления тренда нефтяных цен в течение будущего года, поддержка, оказываемая рынку акций, должна найти отражение не столько в уровне цен нефтяных бумаг, сколько в уровне цен на внутреннем рынке акций в целом. Мы полагаем, что диапазон колебаний индекса РТС сузится, т.к. преобладающие в нем нефтяные акции будут служить своеобразным противовесом роста по акциям других отраслей.

Спред относительно казначейских обязательств США снизился до 500 б.п.

За прошедший месяц рост цен российских облигаций находился в диапазоне около 6,5% (короткие и длинные бумаги). Текущая доходность суверенных еврооблигаций с погашением в 2030 г. составляет менее 10%, а спред относительно казначейских обязательств США — менее 450 б.п. Однако наши аналитики по облигациям более осторожны в оценках возможности дальнейшего роста цен коротких бумаг (см. Рынок облигаций): в последнее время они быстро росли и есть вероятность увеличения предложения. И все же в настоящее время можно с большей уверенностью говорить о продолжении роста цен облигаций, нежели предсказывать существенный рост рынка акций в ноябре.

Факторы роста стоимости облигаций

Ряд обстоятельств, как внутреннего, так и внешнего характера, позволяет сохранять оптимизм в отношении возможного роста цен облигаций.

К концу года ожидается снижение процентной ставки в США на 50 б. п.

Уровень процентной ставки в США. Все больше вероятность того, что ФРС снизит процентную ставку с тем, чтобы стимулировать потребительский спрос и попытаться девальвировать доллар относительно иены и евро и, в конечном счете, сократить нынешний значительный дефицит торгового баланса. Несмотря на существующую опасность стагфляции и ограниченный круг надежных альтернативных валют, снижение процентной ставки в ноябре-декабре на 50 б.п. становится сейчас практически неизбежным. Это дало бы рынку акций дополнительную поддержку и способствовало бы снижению доходности по казначейским обязательствам США. Соответственно, положительная волна прокатилась бы и по рынкам облигаций других стран.

Новый президент Бразилии пока все делает правильно

Бразилия. Пока новый президент делает правильные заявления относительно экономики и обязательств по обслуживанию долга. Инвесторы дали ему на размышление несколько месяцев. В этот период в бразильские облигации вряд ли будут сделаны сколько-нибудь крупные вложения. Они могут иметь место лишь после того, как инвесторы увидят конкретные шаги правительства в реализации декларируемых целей. Это означает, что ориентация на переключение средств в бумаги других, более спокойно развивающихся рынков, в частности России, до весны 2003 г. вряд ли изменится. Одновременно по мере укрепления доверия инвесторов на бразильском рынке должен начаться рост цен, причем не только на рынке бразильских суверенных бумаг, но и на рынке облигаций других стран, относимых к развивающимся рынкам.

Макроэкономические данные свидетельствуют о том, что бюджетные параметры и долговые обязательства РФ будут выполнены

Экономика. Текущие макроэкономические показатели России, хотя и не достаточные для достижения поставленной перед правительством амбициозной цели быстро избавиться от зависимости от «нефтяной иглы» и обеспечить высокий темп роста (свыше 6%)», все же могут придать инвесторам уверенность в том, что бюджетные параметры и долговые обя-

Избыток предложения компенсируется фактором ожидания войны

Никто не берется предсказывать последствия войны

До конца года могут быть выпущены облигации лишь в рамках реструктуризации долга советских внешнеторговых организаций

В 2003 г. на обслуживание долга будет потрачено намного меньше \$18 млрд,

предусмотренных бюджетом

Повышение рейтинга даже на один пункт будет воспринято как подтверждение возможности получить рейтинг инвестиционного уровня

Сильные факторы, поддерживающие рост российских облигаций

зательства будут выполнены. Для этого необходимо, чтобы в 4-м кв. российская экономика не преподнесла никаких неприятных неожиданностей.

Нефть. Нефтяные цены, естественно, проблема. Как с точки зрения ее непосредственного влияния — размер поступлений от налогов и пошлин, так и косвенного влияния. Если произойдет резкое снижение цены, основа нынешнего роста будет быстро подорвана. Поскольку российские нефтяные компании активно увеличивают добычу и экспорт, усиливая тем самым опасения в отношении возможного падения цены нефти (значительный избыток предложения при слабом спросе), тот же самый рост экспорта постепенно создает для экономики своеобразную нефтяную «подушку безопасности», причем более надежную, чем в 1998 г. Исходный параметр для расчета расходной части бюджета 2003 г. — \$18,5/баррель — основан на слишком низком объеме экспорта. Это означает, что фактически точка равновесия расходов и доходов бюджета — где-то в районе \$17/барр.

Сейчас опасения возможного избыточного предложения на рынке нефти толкают цены вниз, и не исключено, что в ближайшие несколько месяцев нефть будет продолжать падать. США определенно настроены начать войну в Ираке, но последствия войны для региона, и поставок нефти никто не возьмется предсказывать.

Выпуск облигаций. Можно говорить о возможном увеличении объема выпуска корпоративных облигаций. Что же касается новых выпусков суверенных облигаций в этом году, то за исключением уже урегулированной задолженности внешнеторговых организаций, их вероятность не столь высока. Во-первых, бюджет не испытывает потребности в деньгах, во-вторых сейчас лучше выждать, пока Moody's повысит рейтинг, и доходности на развивающихся рынках снизятся.

Правительство планирует разместить новые выпуски облигаций в 2003 г., однако его цель — заменить нынешний дорогой долг новым с более низкой купонной ставкой. Пока неизвестно, на какую сумму в этом году Минфин РФ выкупил рублевые облигации, и какой суммой оценивается т.н. «управление долгом». Сделанные в начале года заявления о том, что расходы по обслуживанию долга в 2003 г. будут значительно ниже первоначально запланированных \$18 млрд, начиная с лета несколько раз опровергались: Минфин хочет заставить рынок поверить, что цифра все же близка к тем самым \$18 млрд. Но поверить в это трудно: наиболее вероятная причина состоит в том, что правительство стремится охладить пыл депутатов Госдумы, намеревающихся увеличить процентные расходы в год проведения выборов.

Кредитный рейтинг. Даже если Moody's не повысит кредитный рейтинг России сразу на 2 пункта, повышение рейтинга само по себе ободрит инвесторов. На самом деле большинство инвесторов увидит в этом подтверждение позитивной тенденции и возможности получения инвестиционного рейтинга ориентировочно к моменту следующих президентских выборов (март 2004 г.). Для этого цена сорта Urals должна в 2004 г. быть выше минимально приемлемого уровня (порядка \$15/барр.) и должны быть обеспечены запланированные роста добычи и экспорта. До тех пор пока такие надежды сохраняются, доходность длинных суверенных бумаг будет постепенно снижаться до 8,5%, а затем, возможно, стабилизируется где-то между более «спокойными» азиатскими рынками и «проблемными» рынками Латинской Америки.

Т.о., сочетание таких факторов, как снижение доходности по казначейским обязательствам США (что означает снижение доходности по всем облигациям), переоценка уровня риска на развивающихся рынках в целом (что позволит сократить разрыв с казначейскими обязательствами США), предсказуемость условий развития российской экономики и под-

тверждение возможности получить в 2004 г. инвестиционный рейтинг, — должны способствовать продолжению роста цен российских облигаций.

Тенденции на рынке акций

В ноябре фактор нефтяных цен не сможет поддержать рынок акций

Два из основных фактора, влияющих на котировки акций российских компаний (цены на нефть и настроение зарубежных инвесторов, определяющее движение денежных средств), по-видимому, не смогут напрямую поддержать рынок акций в ноябре. Как уже говорилось выше, в условиях неопределенности, вызванной ожиданием войны, и ростом предложения на товарном рынке, нефтяным ценам придется нащупать хоть какую-то точку равновесия — в ноябре средняя цена сорта Urals может снизиться и зафиксироваться где-то на уровне \$20/барр. В краткосрочном же плане основная опасность заключается в возможном падении цены из-за роста предложения и принятия Советом Безопасности ООН компромиссной резолюции по Ираку. Если принятие «натянутой» резолюции СБ ООН совпадет по времени с выходом данных об увеличении нефтяных поставок, то цена может упасть до \$20/барр. После этого возобновление роста цены возможно лишь ближе к концу года при условии усиления неопределенности, связанной с войной.

Американские акции «нащупали» нижний уровень поддержки

Настрой участников мирового фондового рынка определяется ситуацией в США. Инвесторы, по-видимому, уже определили для себя, что нижняя граница поддержки находится где-то на уровне нынешних цен. Во-первых, инвесторы не хотят пропустить очередного резкого «отскока» вроде того, что произошел в октябре, и поэтому не продают. Во-вторых, вышедшие недавно макроэкономические показатели за 3-й кв. 2002 г. указывают на то, что аналитики считают нынешний уровень прибылей компаний некой опорной точкой, ниже которой сильного падения быть не должно. Разумеется, проблема не столько в уровне текущих прибылей, сколько в условиях, в которых компании будут действовать в 2003 г. Последние данные о состоянии экономики не сулят сколько-нибудь значительного роста прибыли в будущем году, однако еще одного сокращения процентной ставки было бы достаточно для некоторого роста котировок, хотя и в ограниченном диапазоне. Естественно, этого недостаточно, чтобы привлечь сколько-нибудь заметные зарубежные капиталовложения на развивающиеся рынки, но настрой отечественных инвесторов на этих рынках может несколько улучшиться.

Для роста американских акций необходим росте корпоративных прибылей

Рост рублевых облигаций будет способствовать пересмотру отношения к нефтяным отраслям российской экономики

Третий существенный фактор — рынок рублевых облигаций и ожидаемый рост их цен. Наблюдавшаяся в октябре тенденция к перераспределению портфелей с целью снижения в них доли нефтяных бумаг, продолжится. Исключением, вероятно, по-прежнему будет Мегионнефтегаз, акции которого в прошлом месяце «взлетели» на 63% после объявления о готовящейся продаже 75%-ного госпакета в Славнефти. Условия аукциона будут объявлены в середине ноября. Заявки принимаются до конца декабря. Сибнефть и Сургутнефтегаз собираются принять участие в аукционе, и мы ожидаем активной дискуссии о стоимости активов российских нефтяных компаний. Недавний отчет ВР, оказавшийся хуже ожиданий, хотя и усилит в ближайшем будущем негативное отношение к транснациональным нефтяным компаниям, тем не менее, может послужить сильным аргументом в пользу капиталовложений в российскую «нефтянку»: у зарубежных нефтяных гигантов постепенно сокращаются запасы и падают темпы роста добычи. Россия же обладает 60% мировых запасов нефти (без учета стран ОПЕК и Северной Америки) и предлагает купить их за разумную цену.

Долгосрочные инвестиции в российскую «нефтянку» по-прежнему целесообразны

Изменение цен на акции в октябре

Основные темы октября:

- осторожное отношение инвесторов ко всем нефтяным акциям

- возобновившийся рост индекса NASDAQ повлиял на котировки телекомов
- новости о российских компаниях
- повышение прогноза по прибыли металлургических и машиностроительных компаний

Илл. 1. Движение цен основных акций — ноябрь

ОМЗ	+ 29,0%	повышение прогноза по прибыли в связи с новыми контрактами основной индикатор рынка; новости о реструктуризации
РАО ЕЭС	+ 28,0%	
Голден Телеком	+ 24,0%	переключение на внутренний рынок плюс эффект NASDAQ
Вимм-Билль-Данн	+ 18,0%	ориентация на внутренний рынок
Вымпелком	+ 18,0%	восстановление NASDAQ, ориентация на внутренний рынок
Центр Телеком	+ 17,5%	
Норильский Никель	+ 16,0%	повышение прогноза по прибыли
Аэрофлот	+ 14,5%	ориентация на внутренний рынок
Газпром	+ 13,0%	перспективы отмены ограничений инвестирования для нерезидентов
Северсталь	+ 13,0%	
Сбербанк	+ 12,0%	повышение прогноза по прибыли в связи с ростом цен на металлы
Мосэнерго	+ 11,5%	ориентир для рынка облигаций; новости о компании движется вместе с РАО ЕЭС, но тормозится из-за конфликта с правительством Москвы
МТС	+ 11,0%	Рост индекса NASDAQ, рост в России
Ростелеком	+ 10,0%	повышение прогноза по прибыли; новости о компании
Индекс РТС	+ 5,1%	
Сургутнефтегаз	+ 5,0%	Осторожное отношение к нефтяным акциям
ЛУКОЙЛ	+ 4,0%	осторожное отношение к нефтяным акциям уравновесило оптимизм, вызванный объявленной стратегией роста
Сибнефть	+ 3,0%	лучшая акция в отрасли (объявление о предстоящем обмене акций ОНАКО на акции ТНК)
Татнефть	+ 2,4%	Осторожное отношение к нефтяным акциям
Юкос	+ 1,0%	фиксация прибыли из-за недоверия к нефтяным акциям
АвтоВАЗ	- 8,2%	объявление о возможном снижении прибыли из-за низкого спроса и перепроизводства

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

Октябрьская динамика акций, рекомендованных Альфа-Банком

ОМЗ (+29,0%) росли быстрее других ликвидных бумаг (входящих в индекс РТС) из-за улучшившихся прогнозов. Акции компаний **Голден Телеком (+24,0%)** и **Вымпелком (+18,0%)** отреагировали на значительный рост индекса NASDAQ. **Норильский Никель (+16,0%)** вырос на новостях о заключении долгосрочных контрактов и ожиданиях роста цен на металлы. Акции **Газпрома (+13,0%)** были «хуже рынка» большую часть месяца, но в последние дни взлетели на новостях, что 1) Совет Директоров сможет добиться снятия «защитного барьера», 2) местные правила торговли акцией могут измениться.

ЛУКОЙЛ (+4,0%) и **Юкос (+1,0%)** отставали от индекса РТС, отчасти из-за неопределенности в отношении направленности нефтяных цен и отчасти из-за опубликованные недавно данных о слишком быстром росте издержек у нефтяных компаний.

Главные рекомендации на текущий месяц
Илл. 2. Основные идеи на ноябрь

Газпром	Сильное внешнеполитическое влияние; перспектива роста оценки стоимости. Активизация дискуссии по вопросу снятия «защитного барьера»
МегионНГ	больше всех выигрывает при продаже Славнефти
Норильский Никель	повышение прогноза по прибыли; укрепление доверия со стороны иностранных инвесторов
Вимм-Билль-Данн	расчет на рост внутреннего потребительского рынка
Голден Телеком	рост индекса NASDAQ; большой потенциал роста
Ростелеком	повышение прогноза по прибыли и влияние российского рынка

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Металлургия: экспорт растет, но ликвидность ограничена

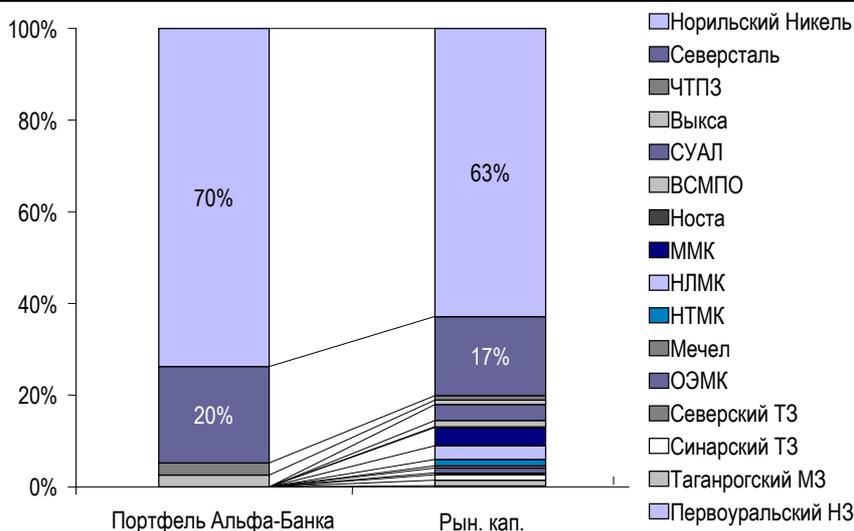
- Мы распределили портфель в размере \$5 млн по акциям российских металлургических предприятий
- Список рекомендаций возглавляет Норильский Никель (ПОКУПАТЬ), расчетная цена \$29 за акцию
- Экспорт увеличит норму операционной прибыли «Большой тройки»

Доля акций предприятий черной металлургии и трубостроительных заводов в портфеле — 25%

Доля предприятий металлургической промышленности составляет лишь 6% общей капитализации российского рынка

Доля предприятий металлургической промышленности в совокупном промышленном производстве составляет около 16%, а рыночная капитализация отрасли (\$6,5 млрд) — приблизительно лишь 6% общей капитализации российского рынка. На основе этих данных можно определить, какую часть портфеля российских акций следует держать в бумагах металлургических предприятий. В статье, посвященной главной теме данного выпуска, мы приводим структуру нашего типового портфеля акций меткомбинатов. Наше решение держать 70% портфеля в акциях Норильского и 20% в акциях Северстали основано на ожидании роста цен на цветные металлы (никель и медь) и сталь, а также роста ликвидности. При текущем объеме торгов по указанным акциям сформировать портфель в размере \$5 млн можно за один месяц.

Илл. 3. Портфель акций меткомбинатов в сравнении с рыночной капитализацией



Источник: РТС, оценка Альфа-Банка

Илл. 4. Структура типового портфеля акций металлургических компаний

Компания	RIC	Рекомендация	Число акций тыс	Вес %
Норильский Никель	GMKN.RTS	Покупать	182,8	70,0
Северсталь	CHMF.RTS	Накапливать	19,6	20,0
Выксунский металлургич. завод	VSMZ.RTS	Спекулятивная покупка	3,8	2,5
ЧТПЗ	CHEP.RTS	Спекулятивная покупка	922,5	2,5
Доля акций всего				94,9
Денежная позиция				5,1
Портфель всего				100,0

Источник: оценка Альфа-банка

Илл. 5. Оценочные коэффициенты российских предприятий сталелитейной и трубостроительной промышленности (по РСБУ)

Компания	Рыночная капитализ. млн \$	Р/Выручка		P/E		EV/EBITDA		EV/ Объем пр-ва \$/т	Объем торгов в РТС тыс \$
		2001	2002 (оц.)	2001	2002 (оц.)	2001	2002 (оц.)		
Предприятия черной металлургии									
Северсталь	1,126	0,63	0,62	6,5	6,7	3,3	2,8	128	13 255
ММК	257	0,16	0,13	1,2	0,9	1,6	1,1	45	0
НЛМК	198	0,15	0,13	1,0	0,7	0,8	0,6	31	0
НТМК	89	0,14	0,13	6,1	4,0	2,9	2,2	33	265
Мечел	31	0,06	0,06	3,1	2,2	1,7	1,7	23	179
НОСТА	11	0,03	0,03	Н/З	Н/З	26,5	26,2	90	85
ОЭМК	71	0,21	0,20	2,6	2,6	7,5	7,6	174	0
Средний показатель		0,20	0,18	3,4	2,9	2,9	2,7	75	
Трубные заводы									
Северский	27	0,17	0,17	1,1	1,3	1,0	1,1	73	0
Синара	72	0,76	0,81	9,5	11,8	6,2	8,3	154	415
Таганрогский	84	0,46	0,48	3,3	4,2	2,3	2,7	202	72
Выксунский металлургич. з-д	61	0,16	0,17	3,5	6,5	1,3	2,1	119	1 125
Челябинский	64	0,25	0,29	4,5	6,5	1,9	2,2	117	1 568
Первоуральский новотрубный	14	0,14	0,15	3,9	4,9	1,1	1,3	26	41
Средний показатель		0,32	0,34	4,3	5,9	2,3	3,0	115	

Примечание: при расчете средних показателей несопоставимо высокие или низкие коэффициенты не учитывались, Н/З — не значимо

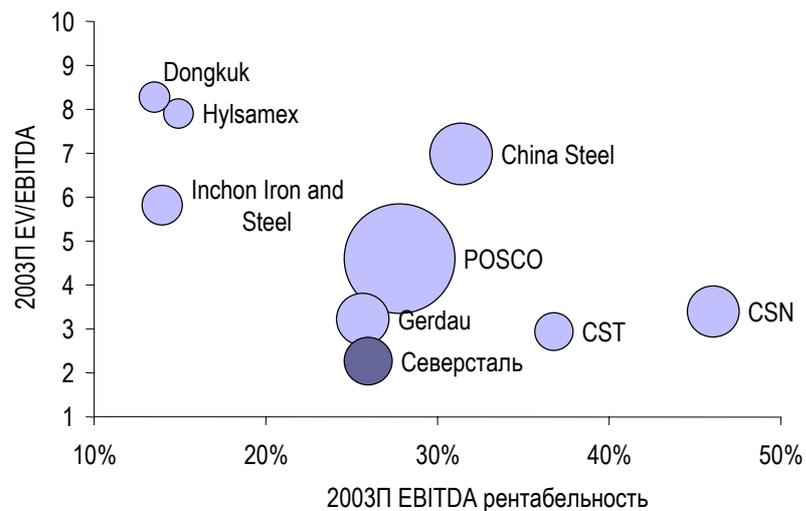
Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Средний коэффициент EV/Объем производства (\$75 на т) значительно ниже, чем у компаний развивающихся рынков

При сравнении компаний выясняется, что оценочный коэффициент EV/Объем производства у российских меткомбинатов составляет \$75 на тонну выплавленной стали, что на 84% ниже, чем у аналогичных компаний на развивающихся рынках. По расчетному на 2002 г. коэффициенту EV/EBITDA акции российских меткомбинатов торгуются с 55%-ным дисконтом относительно аналогичных компаний на развивающихся рынках и 60%-ым — относительно развитых рынков. Вместе с тем объем торгов по акциям всех российских компаний, кроме Северстали, чрезвычайно низок. У Северстали этот показатель за период с начала года составил \$13,3 млн, тогда как у других компаний, чьи акции включены в список РТС — менее \$0,3 млн.

Рекомендация НАКАПЛИВАТЬ по акциям Северстали сохранена

Если говорить об акциях предприятий черной металлургии в целом, то мы по-прежнему отдаем предпочтение Северстали. По расчетному на 2003 г. коэффициенту EV/EBITDA ее акции торгуются с 58%-ным дисконтом относительно аналогичных компаний на развивающихся рынках. При этом по расчетной на 2003 г. норме EBITDA (26%) Северсталь находится на уровне среднего показателя по группе ведущих металлургических компаний на развивающихся рынках. Расчет по модели DCF показывает, что стоимость компании составляет \$1,4 млрд, или \$65 на акцию. Принимая во внимание низкую долю акций в свободном обращении (6%), мы сохраняем рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ.

Илл. 6. Оценочные коэффициенты EV/EBITDA и EBITDA производителей стали


Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Илл. 7. Оценочные коэффициенты зарубежных металлургических компаний и Северстали

	Рын. капитализ. млн \$	P/E			EV/S				EV/EBITDA			EV/Объем пр-ва
		2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001
POSCO	8 761	0,1	10,1	8,0	1,2	1,2	1,4	1,3	5,5	5,4	4,6	467
Iscor	1 108	H/3	5,6	4,9	1,1	1,0	0,9	H/Д	5,3	4,6	H/Д	233
Inchon Iron and Steel	560	16,3	7,5	6,4	1,0	0,8	0,9	0,8	7,0	6,0	5,8	327
Hylsamex S.A.	268	H/3	H/3	H/3	1,1	1,4	1,3	1,2	10,8	9,2	7,9	683
Gerdau	863	7,7	5,0	3,8	1,5	1,3	1,0	0,8	5,9	3,7	3,2	283
China Steel	5 046	0,2	12,8	11,0	2,2	2,4	2,3	2,2	10,4	7,6	7,0	608
Cia Siderurgica National SA (CSN)	755	9,4	H/3	4,4	2,2	1,9	1,8	1,6	6,7	4,0	3,4	518
Cia Siderurgica de Tubarao (CST)	431	H/3		4,8	1,9	1,9	1,5	1,1	6,7	4,8	2,9	207
Dongkuk Steel Mill	298	29,3	6,1	5,0	0,7	0,7	1,2	1,1	6,6	8,4	8,3	682
Средний показатель по развивающимся рынкам		10,5	7,9	6,0	1,4	1,4	1,3	1,3	7,2	6,0	5,4	445
Arcelor	5 889	H/Д	26,5	5,5	0,5	0,5	0,5	0,5	H/Д	7,2	4,5	312
Corus Group	2 173	H/3	H/3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4		12,5	3,9	259
USX-U.S. Steel Group	1 263	H/3	17,3	5,4	0,4	0,4	0,4	0,4	H/3	5,4	3,2	202
Nucor	3 291	29,0	22,4	13,8	0,8	0,9	0,8	0,6	7,6	5,9	4,8	319
SSAB Svenskt Stal AB	980	15,0	14,3	8,9	0,7	0,7	0,7	0,7	6,4	5,9	4,6	370
Thyssen Krupp	5 643	8,7	19,6	10,6	0,3	0,3	0,3	0,3	4,3	4,9	4,1	756
Acerinox	2 307	25,0	12,2	8,2	1,3	1,4	1,0	0,9	12,5	6,2	4,8	H/Д
Средний показатель по развитым рынкам		11,4	11,7	5,1	0,6	0,7	0,6	0,5	7,7	6,8	4,3	369
Северсталь (МСФО)	1 126	H/3	12,0	5,2	0,5	0,6	0,6	0,6	4,2	3,2	2,3	128
Дисконт относит. среднего показателя по развивающимся рынкам, %			52,2	-14,2	-61,9	-55,2	-54,1	-56,1	-41,3	-46,0	-58,0	-67
Дисконт относит. среднего показателя по развитым рынкам, %			2,5	2,2	-11,4	-4,1	5,9	4,5	-45,0	-52,8	-47,0	-60

Примечание: H/Д — нет данных, H/3 — не значимо
Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

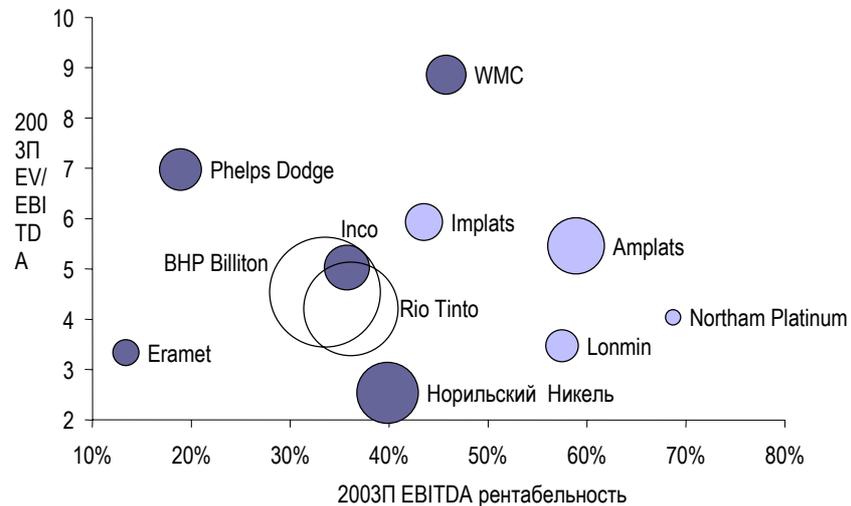
На первом месте в списке рекомендаций — Норильский Никель

По коэффициенту 2003П EV/EBITDA акции НорНикеля торгуются с дисконтом 51%

По нашим оценкам, у Норильского Никеля норма EBITDA в 2002 г. составляет 40% и находится где-то посередине между средним показателем по диверсифицированным горным компаниям (30%) и аналогичным пока-

зателем по производителям МПГ (57%). С другой стороны, по расчетному на 2003 г. коэффициенту EV/EBITDA акции Норильского Никеля торгуются с 58%-ным дисконтом относительно среднего показателя у предприятий цветной металлургии и дисконтом в размере 51% относительно компаний-производителей МПГ.

Илл. 8. Коэффициент EV/EBITDA и норма EBITDA у предприятий цветной металлургии



Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

По Норильскому Никелю рекомендация прежняя — ПОКУПАТЬ

Расчет по модели DCF показывает, что стоимость компании Норильский Никель составляет \$27,9 за акцию. Объем торгов по этой акции довольно большой (в 2002 г. средний месячный оборот на РТС порядка \$20 млн). Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям Норильского Никеля, полагая, что главным фактором, определяющим динамику цены акции, станут подписание долгосрочных контрактов на поставку палладия и объявление компанией долгосрочной стратегии развития.

Илл. 9. Оценочные коэффициенты производителей цветных и драгоценных металлов

	Рыночная капитализ. млн \$	P/E			EV/S			EV/EBITDA		
		2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Falconbridge	1 738	Н/3	30,9	11,1	2,1	1,9	1,6	12,0	Н/Д	Н/Д
Inco	3 724	13,5	23,0	14,6	2,2	2,0	1,8	9,0	7,2	5,0
Eramet	373	Н/3	21,4	5,5	0,5	0,5	0,4	3,3	4,2	3,3
Phelps Dodge	2 831	Н/3	Н/3	25,1	1,3	1,3	1,3	13,8	4,6	7,0
WMC	4 879	21,6	38,9	18,4	3,9	4,4	4,1	16,8	12,1	8,9
Amplats	8 100	10,3	12,3	9,9	4,2	3,6	3,2	7,7	6,4	5,5
Implats	3 830	8,2	8,0	7,0	3,0	3,0	2,6	5,8	6,4	5,9
Northam Platinum	459	8,3	10,2	8,6	2,6	3,1	2,8	4,7	6,3	4,0
Stillwater Mining	260	3,5	7,0	5,6	1,8	1,2	1,5	4,2	Н/Д	Н/Д
Средний показатель по произв. цветных металлов		17,5	28,5	14,9	2,0	2,0	1,8	11,0	7,0	6,1
Средний показатель по производим. МПГ		7,6	9,4	7,8	2,9	2,7	2,5	5,6	6,4	5,1
Норильский Никель	3 829	8,2	11,1	4,0	1,0	1,3	1,0	2,9	4,1	2,5
Дисконт у Норильского Никеля относительно производителей цветных металлов, %		-53	-61	-73	-52	-38	-45	-74	-42	-58
относительно производителей МПГ, %		8	19	-48	-67	-54	-60	-48	-36	-51

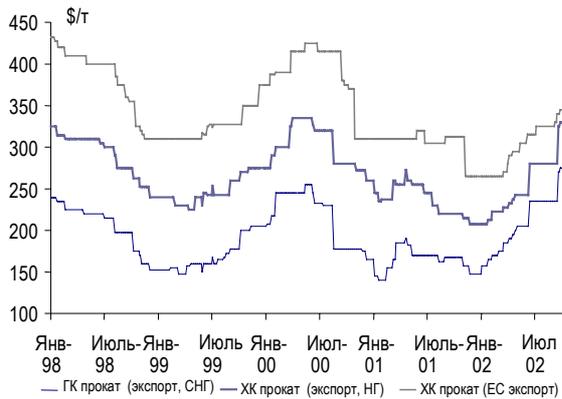
Примечание: Н/Д — нет данных, Н/З — не значимо
Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

С начала года цена на прокат выросла на 60%

Цена стали близка к предыдущему максимальному значению, отмеченному в 2000 г.

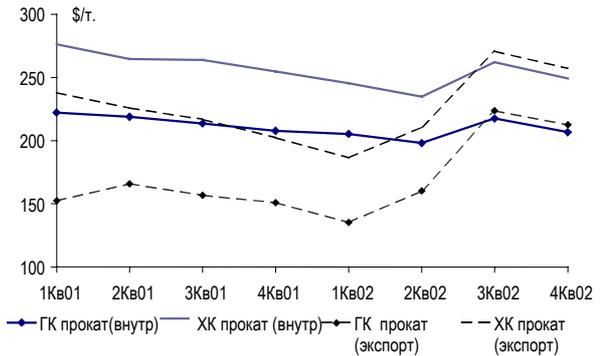
В этом году экспортная цена российской стали сильно колебалась — от абсолютного минимума в начале года до максимума в конце октября. С начала года экспортная цена на холоднокатаную сталь выросла на 87% (до \$275/т), превзойдя предыдущий максимум (\$255/т, май 2000 г.) и приблизившись к самому высокому значению за последние семь лет (\$280/т, 1995 г.). Экспортная цена на горячекатаную сталь с начала года также резко поднялась — на 60% (до \$330/т) — и приближается к предыдущему максимуму (\$335/т, май 2000 г.). За период с января по октябрь текущего года экспортная цена холоднокатаной стали составила в среднем \$257/т, увеличившись относительно прошлого года на 6%.

Илл. 10. Отпускные цены на продукцию Северстали в 1-м кв. 2001 г. — 4-м кв. 2002 г. (оц.)



Источник: Metal Bulletin

Илл. 11. Отпускные цены на продукцию Северстали в 1-м кв. 2001 г. — 4-м кв. 2002 г. (оц.)

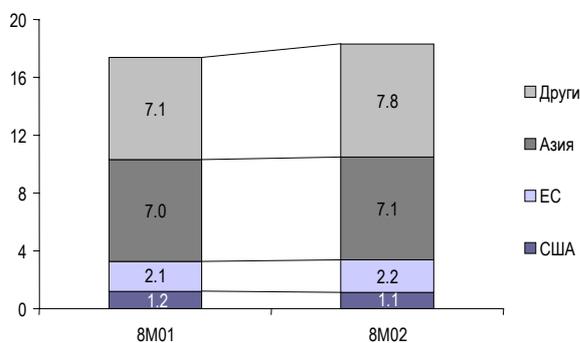


Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

С января по август 2002 г. экспорт стального проката вырос на 5,4%

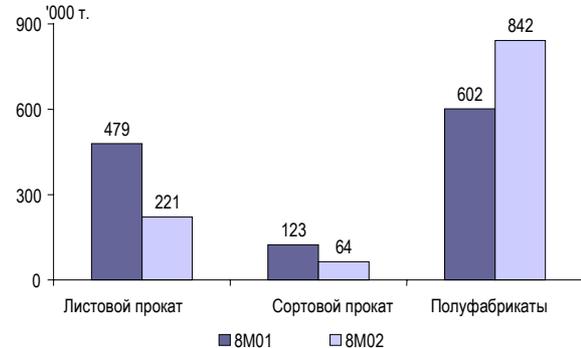
Несмотря на ужесточение антидемпинговой политики США и Евросоюза в начале нынешнего года, российские предприятия сталелитейной промышленности смогли воспользоваться улучшением конъюнктуры на мировом рынке стали. По данным за январь-август (см. Илл. 12), российский экспорт стального проката вырос на 5,4% год-к-году. Это было выгодно, прежде всего, заводам, производящим плоский прокат (Северсталь, НЛМК, ММК), т.к. экспорт листового проката увеличился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 16%, а доля последнего в общем объеме экспорта выросла на 3 п.п. (до 39%).

Илл. 12. Экспорт стали различными регионами



Источники: Metal Expert, оценка Альфа-Банка

Илл. 13. Экспорт российской стали в США



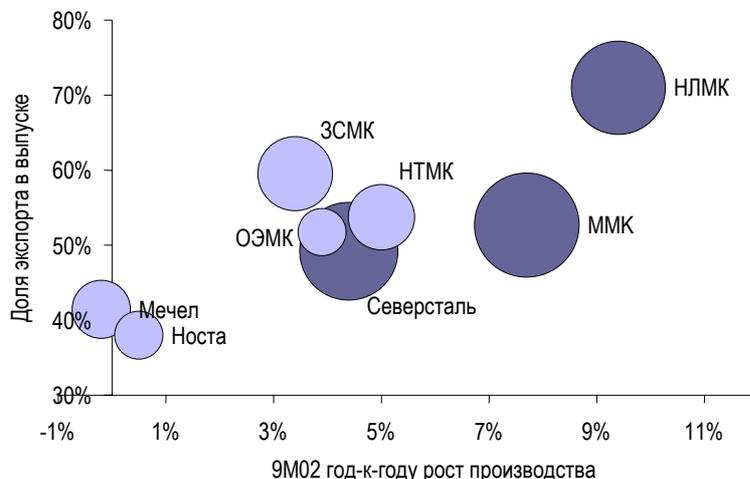
Источники: Metal Expert, оценка Альфа-Банка

Экспорт в США переориентируется на низкую добавленную стоимость

Следует, однако, отметить, что экспорт в США уменьшился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 6% при росте в ассортименте продукции доли продукции с низкой добавленной стоимостью. Экспорт листового и сортового проката сократился соответственно на

54% и 48%, а слябов, наоборот, увеличился на 40%. Мы полагаем, что переговоры между Россией и США об ослаблении антидемпинговых ограничений позволят российским меткомбинатам увеличить поставки стального проката в США уже в первой половине 2003 г.

Илл. 14. Динамика производства российских меткомбинатов



Примечание: размер круга соответствует объему выпуска стального проката в 2001 г.

Источники: отчеты компаний, Metal Expert, оценка Альфа-Банка

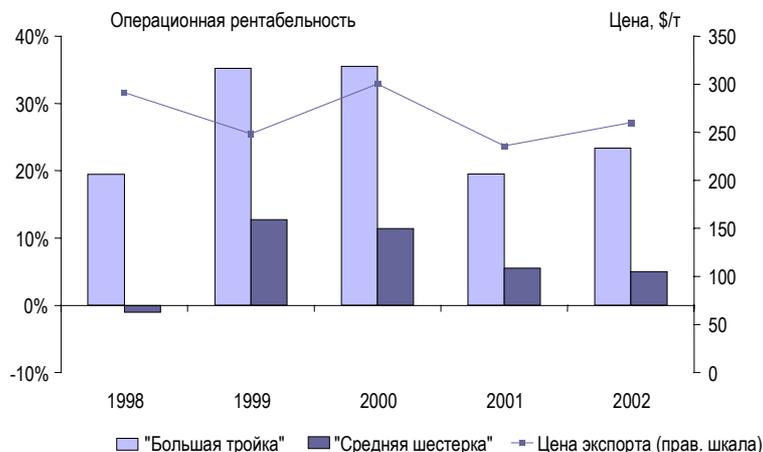
Производство стального проката выросло лишь на 2,7% из-за слабого спроса на внутреннем рынке

Несмотря на рост экспортных поставок на 5,4%, выпуск стального проката увеличился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года лишь на 2,7%: спрос на внутреннем рынке был низким (коэффициент загрузки мощностей в отрасли составлял порядка 85%). Как видно из Илл. 14, в период с января по сентябрь меткомбинаты с более высокой долей экспорта показали более высокий темп роста производства.

Операционная рентабельность у «большой тройки» заводов вырастет в 2002 г. до 23%

В 2001 г. предприятиям сталелитейной промышленности удалось стабилизировать цены внутреннего рынка, несмотря на падение экспортных цен. Так, например, Северсталь реализовывала горячекатаную и холоднокатаную сталь на внутреннем рынке по ценам, превышающим экспортную соответственно на 37% и 20%. Мы полагаем, что рост выручки по итогам 2002 г. позволит «большой тройке» заводов (Северсталь, НЛМК и ММК) повысить рентабельность. В частности, операционная рентабельность повысится в среднем с 20% в 2001 г. до 23% в 2002 г.

Илл. 15. Показатели рентабельности в 1998–2002 гг. (оц.)



Примечание: «большая тройка» — Северсталь, НЛМК, ММК; «средняя шестерка» — ЗСМК, НТМК, НОСТА, Мечел, КМК и ОЭМК;

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Динамика и оценка акций
Илл. 16. Динамика АДР, с начала месяца, на 30 октября

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	12,8	15,3	29,9	20,6	8,3	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	64,3	4,2	31,2	73,3	42,8	
Сибнефть	1	10 в 1	19,8	1,5	164,0	25,8	5,6	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	17,9	4,7	13,7	23,8	11,9	
Татнефть	2	20 в 1	16,3	4,7	58,1	17,3	9,2	
Юкос	1	15 в 1	138,5	2,4	78,1	172,5	56,0	
Энергетика								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	3,1	-4,6	-17,3	4,3	1,8	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	20,7	10,5	-30,0	50,7	18,8	
Мосэнерго	1	100 в 1	3,0	6,0	-25,0	5,0	2,2	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	10,4	26,8	-33,7	18,2	7,5	
Телекоммуникации								
ВымпелКом	3	3 в 4	27,9	17,6	6,9	34,8	19,3	
Голден Телеком	3	1 в 1	15,0	24,5	28,5	20,5	10,1	
МТС	3	20 в 1	33,4	10,6	-6,4	40,0	23,8	
МГТС	1	1 в 10	5,9	-7,7	-14,3	8,4	5,0	
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	1,8	5,9	5,9	3,0	1,5	
Ростелеком	2	6 в 1	6,8	16,0	28,6	9,9	3,5	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	2,5	38,9	30,9	3,6	1,4	
ЮжТелеком	1	1 в 2	3,6	9,1	6,1	8,0	2,5	
Прочие сектора								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	19,4	17,9	12,5	25,3	11,5	
Уралмаш-Ижора	144А, REG S	1 в 1	5,1	33,0	15,6	7,1	3,6	
ГУМ	1	2 в 1	3,1	43,2	-6,0	4,6	2,0	
Вимм Билль Данн	3	1 в 1	20,2	18,1	4,0	25,4	16,8	
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	4,9	0,0	0,0	8,9	2,9	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка

Илл. 17. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 30 октября

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	0,789	14	53	1,132	0,516	2,8	20 358	6,0	5,4	6,5	5,0	1,200	52	ПОКУПАТЬ	
ЛУКОЙЛ	16,06	4	31	18,23	10,8	3,1	13 660	6,5	6,4	4,1	4,1	20,5	28	НАКАПЛИВАТЬ	
Сибнефть	1,96	1	169	2,17	0,626	0,7	9 293	7,1	7,7	5,9	5,2	2,1	7	ДЕРЖАТЬ	
Сургутнефтегаз	0,355	7	13	0,470	0,246	1,5	8 286	4,5	6,3	3,2	3,4	0,6	69	ПОКУПАТЬ	
Татнефть	0,813	3	54	0,853	0,470	0,5	1 840	2,6	3,3	3,1	2,5	1,1	35	ПОКУПАТЬ	
Юкос	9,16	1	76	11,38	3,732	1,6	19 466	5,6	6,3	4,9	4,0	11,8	29	НАКАПЛИВАТЬ	
Petrobras	11,9	-9	-16	26,9	11,8	0,1	12 436	4,8	4,0	2,1	2,0				
MOL	21,7	2	9	22,1	14,3	6,4	2 124	н/з	7,4	22,1	5,6				
PetroChina	0,2	2	17	0,2	0,2	9,2	36 520	6,4	6,9	3,5	3,4				
Среднее								5,6	6,1	9,2	3,7				
Энергетика															
Иркутскэнерго	0,070	9	-15	0,092	0,058	0,0	334	н/з	н/д	-21,9	н/д	н/д	н/д	Запрещено	
Ленэнерго	0,270	8	-25	0,505	0,247	0,0	207	6,0	н/д	2,7	н/д	н/д	н/д	Запрещено	
Мосэнерго	0,032	12	-22	0,048	0,024	0,2	899	99,9	н/д	3,6	н/д	н/д	н/д	Запрещено	
РАО ЕЭС	0,106	28	-33	0,179	0,076	4,1	4 355	3,1	н/д	2,9	н/д	н/д	н/д	Запрещено	
CEZ	2,8	-7	12	3,2	2,2	2,7	1 474	5,0	3,5	3,5	3,9				
Sopel	2,0	5	-53	5,7	1,8	1,1	1 165	9,1	4,9	4,7	4,0				
Eletrobras	5,4	34	-40	11,9	3,8	12,7	4 821	5,5	3,1	4,4	6,1				
Среднее								6,5	3,9	4,2	4,7				
Телекомы															
МГТС	6,3	6	5	7,5	4,8	0,0	549	47,9	17,5	5,3	3,8	7,0	11	ДЕРЖАТЬ	
TeleSP	9,1	12	7	9,8	6,4	3,5	3 940	10,7	7,6	2,6	2,3				
Tele Norte Leste	4,4	8	-44	8,8	3,8	3,6	2 115	18,7	9,1	1,2	2,0				
Среднее								14,7	8,3	1,9	2,2				
Ростелеком	1,120	12	23	1,660	0,608	0,3	967	8,2	6,6	2,9	2,4	1,56	39	НАКАПЛИВАТЬ	
Indosat	0,83	-15	-20	1,53	0,68	2,4	849	6,5	6,0	3,7	2,4				
Embratel	0,72	-10	-75	3,47	0,49	2,5	208	н/з	н/з	2,6	1,5				
Среднее								6,5	6,0	3,1	2,0				
Вымпелком	27,9	18	7	34,8	19,3	5,6	1 500	31,7	12,8	11,2	6,3	31,0	14,7	ПОКУПАТЬ	
МТС	33,4	11	-6	40,0	23,8	20,0	3 329	16,1	10,5	8,1	5,1	38,0	14	НАКАПЛИВАТЬ	
Turkcell	0,006	27	-20	0,008	0,003	4,5	2 975	13,4	12,6	2,2	5,6				
Mobinil	7,5	2	-12	9,9	6,3	4,0	747	7,1	6,8	4,7	4,3				
Среднее								7,1	9,7	3,4	5,0				
Голден Телеком	15,0	24	29	20,5	10,1	0,3	361	н/з	12,0	14,1	4,0	24,0	60	ПОКУПАТЬ	
Netia	0,9	116	-20	1,8	0,4	0,1	31	н/з	н/з	н/з	15,8				
Металлургия															
Норильский Никель	19,2	16	13	25,0	15,0	0,7	4 096	8,7	10,9	3,4	4,2	29,0	51	ПОКУПАТЬ	
Aplats	35,6	2	-19	54,3	28,6	0,3	7 656	11,4	10,9	7,2	6,8				
Eramet	14,8	-31	-56	39,1	13,7	0,0	372	6,7	4,6	3,1	3,1				
WMC	4,1	5	-23	5,7	3,8	3,8	8 099	16,8	15,9	8,3	8,4				
Среднее								11,6	10,4	6,2	6,1				
Северсталь	54,0	14	23	84,0	34,5	0,0	1 192	н/з	12,7	4,5	3,4	65,0	20	НАКАПЛИВАТЬ	
China Steel	0,5	23	37	0,6	0,4	39,4	4 899	22,9	20,1	9,4	8,8				
POSCO	92,5	7	-7	131,5	70,2	0,3	8 659	13,4	10,4	5,9	5,6				
Среднее								18,2	15,3	7,6	7,2				
Продукты															
Балтика	14,0	-7	53	15,3	9,0	0,0	1 494	11,6	9,5	7,4	5,9	18,0	29	НАКАПЛИВАТЬ	
Сан Интербрю	4,9	0	0	8,9	2,9	0,0	456	6,8	7,2	6,2	6,4	6,5	33	НАКАПЛИВАТЬ	
Вимм Билль Данн	20,2	18,1	4	25,4	16,8	0,9	888,8	28,0	17,4	13,4	10,2	25,3	25,2	ПОКУПАТЬ	
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	1,40	17	-2	1,80	1,20	0,0	84	6,6	5,3	3,4	3,1	2,10	50	ДЕРЖАТЬ	
Robinson & Co	3,2	5	27	3,3	2,5	0,0	274	17,5	15,7	13,3	11,3				
Matahari Putra Prima	0,1	-8	11	0,1	0,0	0,5	142	5,1	7,4	2,0	2,3				
Среднее								11,3	11,5	7,7	6,8				
Машиностроение															
Уралмаш-Ижора	5,6	37	47	6,4	3,6	0,1	198	7,7	11,9	3,6	3,0	7,3	30	ПОКУПАТЬ	
Hyundai Heavy	14,8	12	-28	30,6	12,7	0,2	1 123	8,8	3,4	4,8	4,3				
Atlas Copco	19,6	17	-23	28,5	14,9	1,8	4 013	11,9	12,3	5,2	5,3				
Среднее								10,3	7,8	5,0	4,8				

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

Илл. 18. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 30 октября

Тикер Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.			2001П	2002П	2001П	2002П			
		%	%	\$	\$									
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	9,05	63	65	9,9	3,5	7,6	1 037	10,0	9,9	4,6	5,0	9,6	6	ПОКУПАТЬ
Пурнефтегаз	2,94	0	-21	5,5	2	9,2	284	13,2	7,9	6,1	4,6	2,4	-18	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	2,2	5	-17	3,25	1,93	0,9	154	3,6	4,0	4,8	4,0	4,5	105	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	85	0	209	100	27,5	0,3	295	3,5	3,9	2,0	1,6	140	65	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,125	9	24	0,183	0,073	27,6	130	2,6	н/д	1,6	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	0,125	0	6	0,220	0,110	60,1	76	н/з	н/д	2,1	н/д	н/д	н/д	Запрещено
Новосибирскэнерго	3,25	0	81	4	1,8	0,0	44	н/з	н/д	10,3	н/д	н/д	н/д	Запрещено
Пермэнерго	1,55	3	-3	2,15	1,42	17,8	56	4,4	н/д	1,2	н/д	н/д	н/д	Запрещено
Ростовэнерго	0,014	27	-7	0,020	0,011	16,9	44	10,9	н/д	4,8	н/д	н/д	н/д	Запрещено
Самарэнерго	0,042	5	47	0,042	0,026	19,7	147	12,6	н/д	4,4	н/д	н/д	н/д	Запрещено
Свердловэнерго	0,16	-1	58	0,168	0,08	24,1	84	16,4	н/д	1,4	н/д	н/д	н/д	Запрещено
Челябэнерго	0,009	0	21	0,011	0,005	0,7	40	18,3	н/д	1,6	н/д	н/д	н/д	Запрещено
Телекомы														
Башинформсвязь	0,0427	2	-39	0,088	0,042	7,9	42	3,9	1,2	1,5	1,1	0,09	111	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	0,9	0	-1	1,45	0,74	67,3	93	11,0	3,3	3,1	1,7	1,64	82	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,361	-7	-14	0,57	0,345	25,2	192	16,9	13,3	3,4	4,6	0,49	36	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,02	8	-3	0,03	0,02	0,66	56	7,5	3,7	2,3	1,5	0,04	106	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинфоформ	0,013	12	48	0,778	0,007	58,3	114	91,3	17,1	4,7	18,0	0,016	23	ПОКУПАТЬ
ЦентрТелеком	0,245	28	2	0,37	0,191	84,3	131	37,1	11,1	6,4	3,4	0,34	39	НАКАПЛИВАТЬ
ЮжТелеком	0,064	16	5	10,69	0,05	70,3	91	8,7	2,8	2,8	1,9	0,13	103	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
Аэрофлот	0,300	8	-16	0,407	0,275	51,1	333	170,0	25,9	5,2	4,4	0,33	10	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	26,3	-3	48	38,9	10,75	163,9	778	8,9	3,6	2,7	3,1	51,0	94	ПОКУПАТЬ
ГАЗ	22	0	-24	43	17,5	37,3	114	64,5	1,8	4,4	3,2	17	-23	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	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	177,5	10	129	186	33,4	233,5	3 475	н/д	н/д	н/д	н/д	220	24	СПЕК. ПОКУПКА
Челябинский труб-ный з-д	0,131	1	75	0,165	0,062	6,2	62	4,3	6,2	1,8	2,1	0,17	30	СПЕК. ПОКУПКА

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

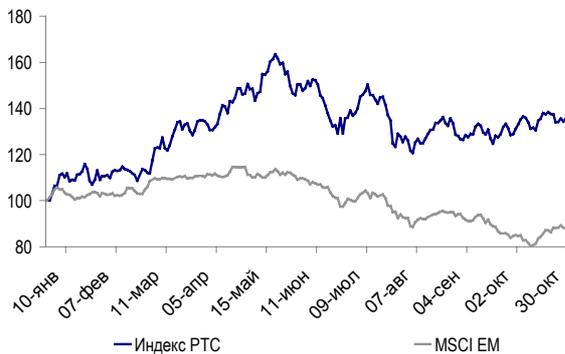
Илл. 19. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 30 октября

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV прив. к об. %	Дисконт 2002П \$	Дивиденды 2002П \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена \$	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.							
		%	%	\$	\$							
Нефть и Газ												
Сургутнефтегаз прив.	0,226	0	13	0,259	0,153	250,2	36	0,0090	4	0,36	59	ПОКУПАТЬ
Татнефть прив.	0,475	4	35	0,615	0,279	27,4	42	0,0280	6	0,66	39	ПОКУПАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,087	19	-26	0,135	0,063	20,5	18	н/д	н/д	н/д	н/д	Запрещено
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	0,620	5	28	0,850	0,279	4,1	45	0,0267	4	0,93	50	НАКАПЛИВАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Графики

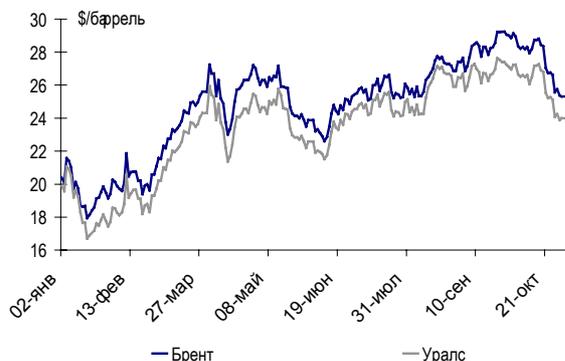
Илл. 20. РТС и индекс MSCI EM, с начала года



Источники: РТС, Рейтер

- Индекс РТС вырос на 4,5% в октябре при среднем объеме торгов в день в \$13,5 млн.

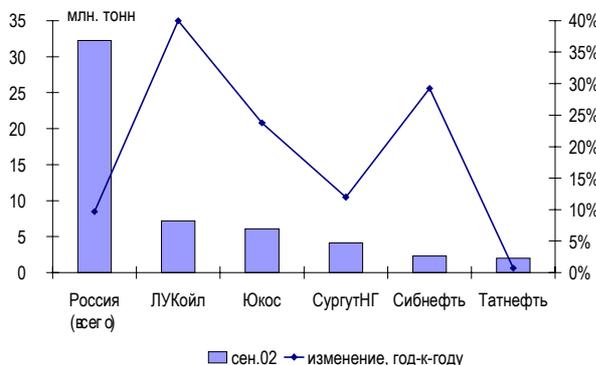
Илл. 22. Динамика цен на нефть, с начала года



Источник: Блумберг

- Цена на нефть продолжила снижаться в октябре на фоне снятия напряженности в отношениях США и Ирака
- Спред между внутренними и экспортными ценами на нефть уменьшился в октябре

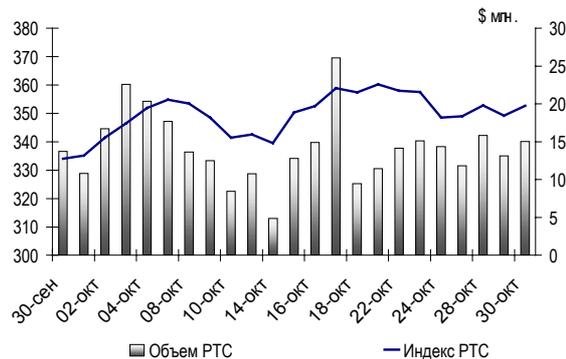
Илл. 24. Добыча нефти компаниями, август 2002 г.



Источник: Министерство энергетики

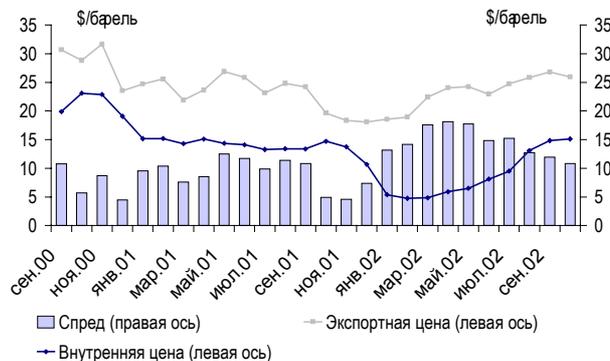
- Добыча нефти выросла в сентябре на 9,7%, Sibneft и Yukos лидируют
- Цены на никель и медь поднялись на 13% и 6%, соответственно

Илл. 21. Динамика РТС, с начала месяца



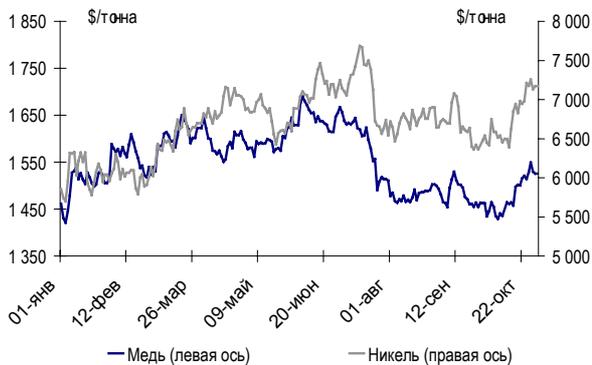
Источник: РТС

Илл. 23. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001–2002

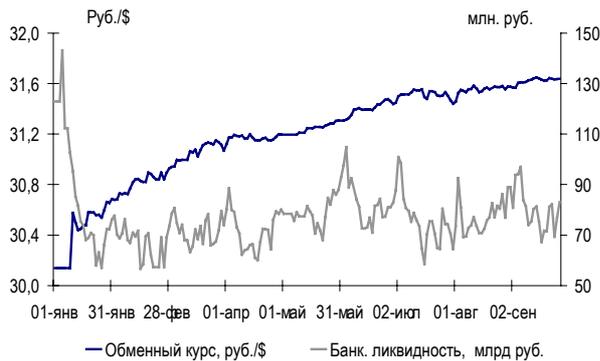


Источник: Министерство энергетики

Илл. 25. Цены на медь и никель, с начала года

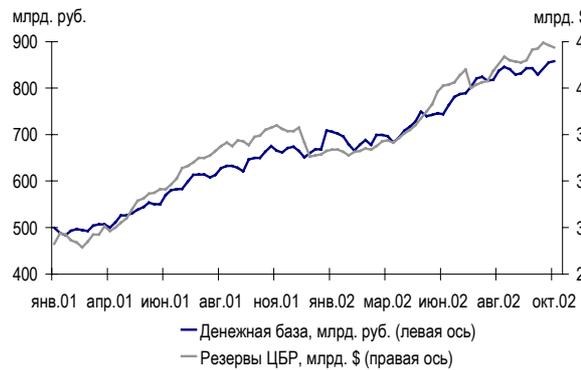


Источник: Блумберг

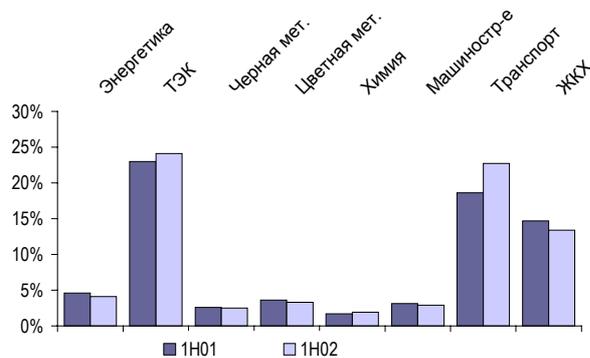
Илл. 26. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Несмотря на \$3,2 млрд. на депозитах ЦБР, спекулятивный интерес к валюте остается низким
- Мы ожидаем валютные интервенции со стороны ЦБР в ноябре–декабре; 32,5–33,2 рублей за доллар к концу года

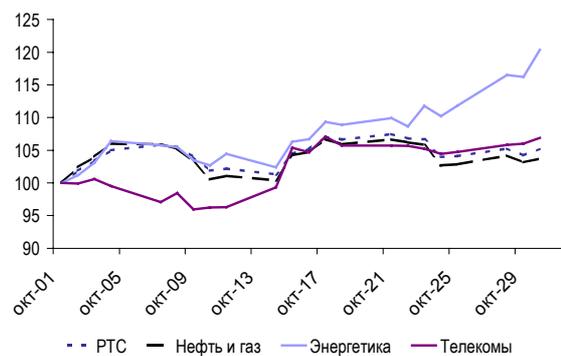
Илл. 27. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года


Источник: ЦБР

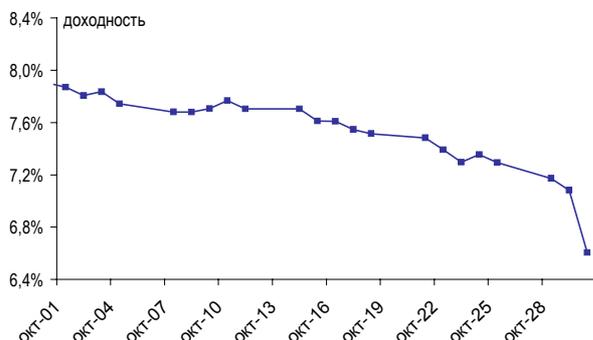
Илл. 28. Динамика роста инвестиций, год-к-году


Источник: Минфин

- 24% всех инвестиций были направлены в нефть и газ, и всего 2,9% — в машиностроение
- Акции энергетики, в первую очередь, РАО ЕЭС, росли быстрее рынка в октябре

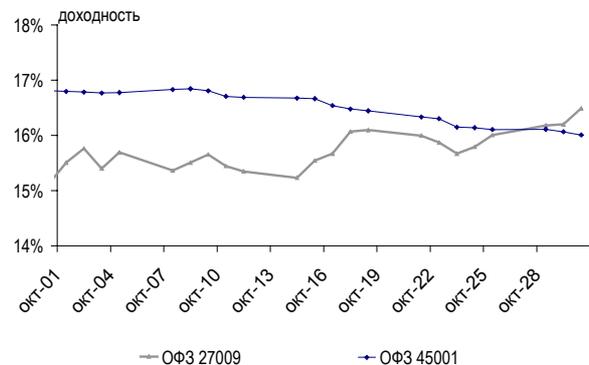
Илл. 29. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 30. Динамика Евро-07, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Российские облигации существенно подорожали в октябре в ожидании повышения рейтинга на две ступени агентством Moddy's
- Резкое падение доходностей суверенных облигаций заставило инвесторов пересмотреть справедливые уровни по ГКО-ОФЗ

Илл. 31. Динамика ОФЗ 27005–27018, с начала года


Источник: Рейтер

Календарь событий
Илл. 32. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
Первая половина	РАО ЕЭС	Презентация результатов финансовой деятельности за 1П02г. по МСФО
14	Нефть и газ, Энергетика	Правительство обсуждает Российскую энергетическую стратегию до 2020
20	Энергетика	Обсуждение пакета законопроектов по реформе ЖКХ в Госдуме
22	Макроэкономика	Третье чтение бюджета на 2003 г. в Госдуме
29	Энергетика	Второе чтение законопроектов по энергетике в Госдуме
29	РАО ЕЭС	Заседание совета директоров
29	Урал Телеком	Первое собрание акционеров консолидированной компании
В конце месяца	Славнефть	Начало аукциона по продаже 75% пакета
В течение месяца	СургутНГ	Публикация результатов финансовой деятельности за 2001 год по стандартам US GAAP
В течение месяца	Татнефть	Публикация результатов финансовой деятельности за 1П02 по стандартам US GAAP
В течение месяца	Макроэкономика	Законопроект по валютному регулированию должен быть направлен в Госдуму
В течение месяца	Макроэкономика	Страхование депозитов обсуждается на заседании правительства

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Высокие цены на нефть и расширение масштабов кредитования побуждают нас повысить прогноз обменного курса не конец года до 32,5 руб./\$

Мы сохраняем прогноз годовой инфляции в 15%; в ноябре-декабре возрастет роль определяющих инфляцию монетарных факторов

В октябре стало ясно, что быстрого снижения номинального валютного курса не произойдет. Одна из причин — в том, что платежный баланс оказался лучше, чем ожидалось, благодаря (1) высоким ценам на нефть, с начала года составившим в среднем \$25/баррель, и (2) полученным российскими компаниями заграничным займам в объеме \$4,7 млрд, которые увеличили счет движения капитала. Вторая причина — совпадение благоприятного платежного баланса с расширением кредитования. Кредитный портфель российских банков достиг, по состоянию на лето 2002 г., 15% от ВВП, что указывает на уменьшение в банковском секторе доли свободных ликвидных средств, используемых в спекулятивных валютных сделках. Поэтому мы теперь прогнозируем к концу года обменный курс на уровне 32,5 руб./\$ (ранее ожидалось 33,5 руб./\$).

Обменный курс рубля, превзошедший наши ожидания, заставил задуматься о вероятности повышения реального обменного курса. В ближайшие месяцы следует обратить внимание на инфляцию. Мы считаем, что прогнозируемая Госкомстатом на октябрь инфляция в 1,6% соответствует нашему годовому прогнозу в 15%, что предполагает в текущем году повышение реального обменного курса на 4%. Если раньше темп инфляции задавался, главным образом, очередным повышением тарифов, то в ноябре-декабре мы прогнозируем возрастание роли монетарных инфляционных факторов. В конце года мы сосредоточим внимание на расходных статьях, которые в ноябре-декабре имеют тенденцию к увеличению.

Илл. 33. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П	2003П
На ноябрь							
Инфляция	0,6	5,7	1,3	1,5	1,5	1,6	
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,9	16,1	26,1	27,8	29,9	31,8	
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	22,9	13,6	11,8	25,9	37,3	45,8	
Годовые							
Рост ВВП, %	0,8	-4,9	5,4	8,3	5,0	3,8	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	33,2	36,8
Золотовалютные запасы на конец года, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28,0	36,6	46,0	50
Сальдо торгового баланса	16,6	16,9	36,0	61,0	51,0	44,0	38,0
Экспорт	89,0	74,9	75,8	105,0	102,0	99,0	98
Импорт	72,0	58,0	39,6	44,0	51,0	55,0	60

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

Илл. 34. Основные события

Дата	Событие
1 октября	Россия получила \$100 млн. от Американского Эксим Банка. Американский Экспортно-Импортный Банк предоставит российским нефтяным компаниям кредит в размере \$100 млн. для закупки оборудования и сервисных услуг в США. Размер этого кредита символический и слишком низок по сравнению с \$50 млрд. капиталовложений, необходимых для поддержания текущего темпа роста добычи нефти в России до 2010 г.
4 октября	Дефицит счета капитальных операций платежного баланса РФ сократился за 9 месяцев 2002 г. на 27% до \$8,8 млрд в IV квартале. Основным фактором инфляции, как и в предыдущие годы, станет увеличение расходов бюджета. Кроме того, начиная с октября, мы ожидаем положительной динамики продовольственных цен. Тем не менее, мы сохраняем прогноз по инфляции по итогам года на уровне 15%.
4 октября	Золотовалютные резервы РФ возросли за сентябрь на \$1,3 млрд до 45,6 млрд. Рост резервов в августе (на \$1 млрд) и в сентябре происходил, несмотря на значительный объем выплат по внешнему долгу, приходящийся на эти месяцы (более \$3 млрд за два месяца). Сохранение наращивания золотовалютных резервов в этот период связано с резким ростом цен на энергоносители в связи с увеличением вероятности военного конфликта в Ираке.
9 октября	С начала 2002 г. Пенсионный Фонд РФ инвестировал в государственные ценные бумаги 24 млрд. руб. (\$800 млн). За 9 месяцев 2002 г. поступило в Фонд в виде накопительной части трудовой пенсии 27,2 млрд. руб. (\$870 млн). В рублевые гособлигации было вложено 14,1 млрд. руб. (59%). Средний уровень доходности составил 17,2% годовых. Остальные 41% были инвестированы в еврооблигации РФ под доходность к погашению 10,4% годовых.
11 октября	GATF приняло решение исключить РФ из "черного списка" стран, не борющихся с отмыванием преступных доходов. Исключение РФ из «черного списка» и следующие ему преимущества для российской банковской системы позволят международным агентствам улучшить рейтинговую оценку РФ. В частности, мы ожидаем повышения прогноза российского рейтинга до конца этого года агентством S&P. В 2003 г. мы считаем реальным повышение суверенного рейтинга на 2 ступени. В то же время, до 2004 г. рейтинг РФ вряд ли сможет достичь инвестиционного уровня.
11 октября	Пенсионный Фонд РФ планирует увеличить вложения в гособлигации в 2002 г. до 80 млрд. руб. Ранее объем вложений в госбумаги оценивался в 40 млрд. руб. Средства планируется вкладывать как в рублевые гособлигации, так и в суверенные долговые инструменты.
15 октября	ЦБР продал на валютном аукционе 11 октября \$26,45 млн, минимальный курс продажи составил 31,70 руб./\$. Средневзвешенный курс составил 31,96 руб./\$. Максимальный объем иностранной валюты, выставленный на продажу на аукционе составлял \$50 млн.
16 октября	Совет Федерации отклонил законопроект, по которому тарифы на электроэнергию утверждаются ежегодно до принятия в первом чтении закона о бюджете на следующий год. Совет Федерации отклонил поправки в закон «О государственном регулировании тарифов на электрическую и тепловую энергию», одобренный на прошлой неделе Госдумой дополнительно к правительственному энергетическому пакету законопроектов. Суть поправок в том, чтобы устанавливать тарифы ежегодно, перед слушаниями закона о бюджете на соответствующий год. Этот законопроект был добавлен в исходный правительственный пакет по инициативе депутатов Думы.
17 октября	Агентство Moody's планирует пересмотреть рейтинги долговых обязательств РФ. В настоящее время российский рейтинг по агентству Moody's находится на уровне «Ва3» и соответствует рейтингам других агентств. При этом прогноз рейтинга долговых обязательств РФ в иностранной валюте — позитивный. При пересмотре рейтинга агентство будет оценивать исполнение бюджета, платежный баланс РФ и приток инвестиций, а также изучит денежно-кредитную и валютную политику РФ.
17 октября	Минфин разместит до конца года ГКО-ОФЗ на 20 млрд. руб. До конца года на рынке могут появиться ОФЗ со сроком обращения 7 лет, а в 2003 г. Минфин планирует начать выпуск 10-летних облигаций. При этом бумаги со сроком обращения до 5 лет будут выпускаться без амортизации долга.
18 октября	Госдума приняла проект бюджета на 2003 г во втором чтении. Третье чтение бюджета назначено на 22 ноября. В ходе 2-го чтения, Дума приняла бюджет практически в редакции правительства, что говорит о хорошей налаженности бюджетного процесса в РФ. Утверждение бюджета в 3-х чтениях будет способствовать повышению кредитного рейтинг РФ международными агентствами.
22 октября	Минфин планирует до конца 2002 г внести новую версию Бюджетного кодекса на рассмотрение в правительство. Новая версия Бюджетного кодекса предполагает некоторую либерализацию прав субъекта РФ по выпуску долговых бумаг, номинированных в иностранной валюте. В частности, регионы смогут прибегать к заимствованиям на внешнем рынке при условии соблюдения нормативов бюджетного задания, а также, если стоимость заимствования не представляет угрозы для исполнения бюджета. Предполагается, что выход субъектов РФ на внешний рынок будет согласовываться с федеральной властью. В настоящее время регионы могут привлекать средства на внешнем рынке только для рефинансирования старых долгов.
22 октября	Объем предложения новых выпусков гособлигаций Минфином в ноябре составит 10 млрд. руб. В частности, Минфин планирует в ноябре предложить рынку один выпуск ГКО и один выпуск ОФЗ сроком обращения до 2005–2006 гг.
24 октября	Рост ВВП за 9 месяцев 2002 г составил 4%, по итогам года он также оценивается в 4%. Ранее Минэкономразвития оценивало рост ВВП по итогам года на уровне 3,9%. Замедление темпов роста промышленного производства в сентябре может свидетельствовать о начале типичного для конца года периода стагнации экономического роста. Так, по данным Госкомстата, в III квартале 2002 г происходило снижение темпов роста промпроизводства (в сентябре производство снизилось к августу на 1,8% при росте в июле на 7,4%, в августе — на 1,8%).
24 октября	Инфляция в РФ с 1 по 21 октября составила 1,1%, за октябрь в целом ожидается на уровне 1,3–1,6%. Мы ожидаем, что в оставшиеся 2 месяца инфляция будет находиться на уровне не ниже 1,5% в месяц, чему будет способствовать повышение тарифов на электроэнергию и услуги ЖКХ в ряде регионов с октября. Таким образом, мы оставляем свой прогноз инфляции по итогам года на уровне 15%.
25 октября	ФЭК предлагает повысить цены на газ в 2003 г. на 34,4%. Федеральная Энергетическая Комиссия предложила повысить в следующем году цены на газ на 34,4%, а тарифы на электроэнергию — на 23,3%. Эта индексация превышает 20%-ный лимит роста тарифов естественных монополий, установленный Министерством Экономического Развития. Главной целью министерства было удержать инфляцию в 2003 г. на уровне 12%. Таким образом, мы ожидаем, что правительство рассмотрит более скромное повышение энергетических тарифов. Газпром запросил повышение тарифов на газ в следующем году на 40%, чтобы выручить дополнительные средства для разработки новых месторождений и погашения задолженности. Однако мы сомневаемся, что в год парламентских выборов власти примут такое непопулярное решение, как значительное повышение тарифов на газ и электричество.

Источник: оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей

Константин Резников
(7 095) 795-3612

Сергей Глазер СФА
(44 20) 7382-4165

*Перепроизводство
способствует сниже-
нию нефтяных цен*

*Однако в случае сохра-
нения напряженности
на Ближнем Востоке
цена нефти может
подняться до
\$30/баррель*

*В центре внимания
приватизация Слав-
нефти*

*В 1-м полугодии 2002 г.
финансовые показате-
ли компаний ухуд-
шились*

Нефть и газ

В октябре неустойчивость мировых цен на нефть начала сказываться на динамике российских акций. Ожидается, что «военная премия» к текущим ценам на нефть (в размере \$1–3/баррель) исчезнет, как только военные действия против Ирака обнаружат первые признаки успеха. Впрочем, уверенности относительно направления будущих изменений цен на нефть пока нет.

В то время как подъем экономики в развитых странах отстает от прогнозов, а мировая добыча нефти растет быстрее ее потребления, цены на нефть остаются высокими — главным образом, из-за наращивания объемов стратегических запасов странами и сообществами (США, ОЭСР, страны Европы и др.). Это поддерживает «медвежьи» ожидания того, что после насыщения стратегических запасов цена на нефть упадет приблизительно до полутора десятков долларов за баррель — ввиду неготовности производителей быстро сократить добычу нефти. Действительно, в конце октября цена сорта Brent снизилась до \$25/баррель.

Сторонники «бычьего» взгляда на ситуацию подчеркивают неопределенность последствий военных действий для состояния бизнеса в богатых нефтью странах Ближнего Востока, в результате чего в мире возможны существенная недопоставка нефти и скачек цен до уровня гораздо выше \$30/баррель.

Если аналитики еще заняты пересмотром прогнозов среднегодовых цен на нефть (для 2002 г.) в сторону повышения (до \$24,5/баррель и более), то инвесторы уже ставят под вопрос способность российского нефтегазового сектора толкать вверх глобальный фондовый рынок. Поэтому у них вполне естественно может возникнуть идея выхода из акций нефтяных компаний.

В плане отдельных компаний внимание в октябре было обращено на два события: приватизация 74,95% акций Славнефти и корпоративные отчеты за 1-е полугодие 2002 г. На фоне приватизации Славнефти главными были вопросы:

- Какие еще крупные нефтедобывающие компании (СургутНГ, ТНК, Юкос) могут составить конкуренцию Сибнефти в борьбе за Славнефть?
- Если Сибнефть выиграет (как ожидается) этот тендер (при расчетной цене сделки до \$2 млрд), то насколько это повысит цену ее акций?
- На что следует сделать ставку после позитивной переоценки активов Славнефти? (Наилучшим решением нам представляется МегионНГ).

По вопросу рентабельности корпоративного сектора фондовый рынок принял как неизбежность объявленное снижение прибыли у отраслевых лидеров Юкоса (14% год-к-году) и Сибнефти (26% год-к-году). Тем не менее, перевложение из Юкоса в ЛУКОЙЛ кажется преждевременным, поскольку прибыльность Юкоса (норма в 30%) даже после ее недавнего снижения — выше, чем у ЛУКОЙЛА (14%).

Если текущая рентабельность ухудшается, а среднесрочные прогнозы цен на нефть разочаровывают, то самым вероятным (хотя и слабым) источником поддержки курсов акций до конца года видятся долгосрочные перспективы ведущих нефтяных компаний России. Безрадостный отчет ВР за 3-й кв. 2002 г., и особенно ее сниженный прогноз роста добычи на 2002 г. (3,3% против исходных 5,5%) возвращают рынок к мысли о том, что российские нефтяные компании — наилучший источник пополнения производственного потенциала транснациональных энергетических ги-

гантов. На этом фоне особо интересной и важной могло бы стать запланированное на 14 ноября правительственное обсуждение проекта энергетической стратегии России на период до 2020 г.

Илл. 35. Оценочные коэффициенты российских нефтяных компаний

	P/E		P/CF		EV/EBITDA		EV/2001 Добыча \$/б.н.э.	EV/2001 Запасы \$/б.н.э.
	2002 (оц.)	2003 (оц.)	2002 (оц.)	2003 (оц.)	2002 (оц.)	2003 (оц.)		
Российские компании								
ЛУКОЙЛ	6,3	8,1	4,5	5,1	4,1	5,1	26,50	0,96
Сургутнефтегаз	6,0	7,8	3,6	3,9	3,3	3,9	20,21	0,86
Юкос	6,3	6,6	5,7	5,4	4,0	4,2	44,52	1,45
Татнефть	3,2	4,1	2,1	2,5	2,5	2,9	14,06	0,47
Сибнефть	7,7	8,0	6,4	5,8	5,2	5,2	63,37	2,20
ТНК	4,3	3,9	3,0	3,1	3,5	3,9	25,55	0,90
Международные ТНК								
BP Amoco	17,1	16,1	7,9	7,4	6,9	6,6	135,6	10,3
Exxon Mobil	21,1	17,7	11,5	10,3	8,5	7,8	146,8	10,9
ChevronTexaco	15,2	13,8	7,5	6,7	7,5	7,1	90,3	7,6
TotalFina Elf	13,8	12,6	7,4	7,0	6,2	5,9	133,0	9,7
Развивающиеся рынки								
Petrobras (Бразилия)	4,4	3,8	2,4	2,0	2,0	1,9	24,4	1,3
PetroChina (Китай)	6,1	6,5	3,1	3,4	3,2	3,3	47,2	2,4
Средний показатель по российским компаниям	5,9	6,9	4,2	4,3	3,8	4,2	32,6	1,2
Средний показатель по международным ТНК	16,8	15,0	8,6	7,8	7,3	6,9	126,4	9,6
Средний показатель по развивающимся рынкам	5,3	8,6	2,8	2,7	2,6	2,6	35,8	1,8
Дисконт у российских нефтяных холдингов относительно международных ТНК, %	64,8%	54,0%	51,4%	45,2%	48,1%	39,1%	74,3%	88,0%
Дисконт (премия) у российских нефтяных холдингов относительно развивающихся рынков, %	-12,4%	19,5%	-51,5%	-58,1%	-44,7%	-58,8%	9,1%	37,2%

Источники: I/B/E/S, оценка Альфа-Банка

Газпром

Илл. 36. 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	6,0	5,4	6,6	6,2
EV/EBITDA	6,5	5,0	5,5	5,3
Капитализация, млн. \$	20,358			
EV, млн. \$	32,258			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	184			
Количество акций, млн.	23,674			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 37. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%) Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке (экспорт 131 млрд куб.м)
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкие цены на газ на внутреннем рынке (\$13-16 за тыс. куб. м) Неплатежи за поставки газа некоторыми группами потребителей (\$3.4 млрд)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Новые проекты строительства экспортных газопроводов (рост экспорта до 175-200 куб. м) Рост цен на газ на внутреннем рынке будет обгонять инфляцию
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Правительство является держателем 38% акций компании Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 38. Основные события

Дата	Событие
8 октября	ОАО «Газпром» разместил 7-летние еврооблигации объемом \$500 млн под доходность 10,5% годовых. Условиями выпуска предусмотрен 3-летний опцион на досрочный выкуп еврооблигаций. Лид-менеджеры выпуска: CSFB и Salomon Smith Barney. Доходность выпуска при размещении соответствует 5-летним еврооблигациям Газпрома, размещенным в апреле этого года. Спред при размещении еврооблигаций Газпрома к синтетической кривой доходности суверенных инструментов составил 210–230 б.п. по сравнению с 88 б.п. при размещении 1-го выпуска.
22 октября	Газпром увеличил недавний выпуск еврооблигаций на 40% до \$700 млн. для покрытия денежного разрыва. Как объявили члены синдиката, Газпром разместил второй транш последних еврооблигаций на \$200 млн., тем самым увеличивая объем выпуска до \$700 млн. Новый транш имеет те же условия (7-летние, с возможностью выкупа через 3 года, полугодовой купон 10,5%), но был оценен по 10,625 (тогда как первоначальный выпуск оценивался по номиналу), чтобы отразить сократившуюся доходность до 10,37%. Газпром обладает рейтингом В+ от S&P, на одну ступень ниже суверенного рейтинга ВВ– и на четыре ступени ниже инвестиционного уровня. Параметры последних облигаций отчётливо хуже, чем параметры еврооблигаций, размещённых на \$500 млн. в апреле 2000 г. (строго 5-летние, 9,125% полугодовой купон), что отражает ухудшение цен на рынках фиксированной доходности из-за неопределённости, связанной с президентскими выборами в Бразилии

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ
Илл. 39. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12,106	11,751	10,635	11,005
ЕБИТДА, млн. \$	3,834	3,861	3,137	3,426
Чистая прибыль, млн. \$	2,109	2,144	1,672	1,938
P/E	6.5	6.4	8.2	7.0
EV/ЕБИТДА	4.1	4.1	5.0	4.6
Капитализация, млн. \$	13,660			
EV, млн. \$	15,700			
Добыча, млн. бнэ	572			
Запасы, млн. бнэ	16,652			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 40. 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% Гданьского НПЗ (Польша)

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 41. Основные события

Дата	Событие
2 октября	Rotch Energy выходит из совместной с ЛУКОЙЛОМ заявки на покупку 75% Rafineria Gdanska, мощностью 90 тыс. б/с. Британская компания Rotch Energy вышла из партнёрства с ЛУКОЙЛОМ, предназначенного для участия в приватизационном аукционе Rafineria Gdanska (RG). Rotch Energy теперь, скорее всего, объединится с PKN Orlen, крупнейшим польским нефтеперерабатывающим консорциумом, чтобы сделать заявку на покупку 75% Rafineria Gdanska.
3 октября	ЛУКОЙЛ опубликовал свою отчётность за 2Кв02 по US GAAP. Валовая выручка выросла год-к-году на 8,3% до \$3809 млн., тогда как рост квартал-к-кварталу составил значительные 32,9%, главным образом из-за более высоких цен на нефть. Эта цифра оказалась на 10,5% выше нашего прогноза и происходит из значительного роста выручки от экспорта нефтепродуктов (рост на 36% до \$1,69 млн.).
17 октября	Окружной суд США отклонил иск на \$4.8 млрд. со стороны ADC против ЛУКОЙЛА, что соответствует нашим ожиданиям. Окружной суд США отклонил иск со стороны канадской компании Archangel Diamond Corp. (ADC) против Лукойла и его дочерней компании (75%) Архангельскгеолодобыча (AGD). Сумма иска ADC составляла \$4.8 млрд., из которых \$3.6 млрд. — штрафные санкции, и \$1.2 млрд. — упущенная выгода от российского алмазного месторождения. ADC и АГД на условиях соответственно 40% и 60% создали СП — Алмазный Берег — для разработки Верхотинского алмазного месторождения. Вердикт, вынесенный окружным судом Денвера, базировался на том, что у суда нет необходимой юрисдикции в отношении ответчиков.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 42. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3,576	3,900	3,836	3,548
ЕБИТДА, млн. \$	1,719	1,968	1,975	1,844
Чистая прибыль, млн. \$	1,305	1,212	1,167	936
P/E	7.1	7.7	8.0	9.9
EV/ЕБИТДА	5.9	5.2	5.1	5.5
Капитализация, млн. \$	9,293			
EV, млн. \$	10,164			
Добыча, млн. бнэ	151			
Запасы, млн. бнэ	4,646			
Количество акций, млн.	4,741			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 43. 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. 44. Основные события

Дата	Событие
9 октября	Правительство продаст пакет из 75% Славнефти до конца года; в результате успеха запасы Сибнефти вырастут более чем на 50%. Присоединение Славнефти к корпоративной структуре Сибнефти повысит добычу нефти последней на 60% до 0,85 млн. б/с (исходя из ожидаемых объемов за текущий год), и тем самым увеличит долю компании в общем объеме добычи нефти в России в этом году с ожидаемых 7,1% до 11,3%, что приблизит компанию к третьему крупнейшему производителю нефти в России Сургутнефтегазу. Запасы нефти у компании в этом случае вырастут более чем на 50% (точную оценку сделать сложно, так как запасы Славнефти в полном объеме ещё не аудировались в соответствии с западными стандартами).
14 октября	Сибнефть увеличила сумму синдицированного кредита в \$450 млн. на \$60 млн., что будет использоваться для покупки 75% Славнефти. Сибнефть увеличила свой пятилетний синдицированный кредит до \$510 млн. Кредит от синдиката западных банков, обеспеченный экспортными поставками нефти компании, изначально, в июле текущего года, был согласован в размере \$450 млн. Кредит тогда состоял из двух траншей со сроками 3,5 и 5 лет, с процентными ставками, соответственно, LIBOR +3,5% и LIBOR +4,1%. Однако, в связи с высоким спросом среди банков кредит был расширен на \$60 млн. Этот кредит, наиболее вероятно, привлекается для частичного финансирования запланированного приобретения 75% пакета Славнефти, справедливая стоимость которого, по нашим оценкам, составляет около \$2 млрд., приватизационный аукцион которой должен пройти осенью текущего года.
14 октября	Сибнефть обменяет 38% в Оренбургнефти на 6,9% в TNK International. Сибнефть обменяет 38% пакет в Оренбургнефти, контролируемой на 50% ОНАКО, 97% в которой в свою очередь принадлежит ТНК — на 7% в TNK International, и, в дополнение к этому получит место в совете директоров компании. По словам представителей ТНК обмен может быть завершен даже до конца этого года. Это окончательно завершит длительные переговоры между двумя компаниями и сдвигает с мертвой точки консолидацию активов ТНК.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 45. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4,951	5,799	5,434	5,992
ЕБИТДА, млн. \$	2,602	2,416	2,048	2,356
Чистая прибыль, млн. \$	1,840	1,308	1,015	1,226
P/E	6.9	9.7	12.5	10.3
EV/ЕБИТДА	3.2	3.4	4.0	3.5
Капитализация, млн. \$	8,286	*		
EV, млн. \$	8,286	*		
Добыча, млн. бнэ	321			
Запасы, млн. бнэ	9,162			
Количество акций, млн.	43,428			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 46. 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 в 2008 г. (\$800 млн.)

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 47. Основные события

Дата	Событие
1 октября	Более высокий, чем ожидалось, рост добычи нефти в 2002 г. на 11,7% принесёт СургутНГ \$22 млн. дополнительной прибыли. СургутНГ планирует повысить добычу нефти в 2002 г. на 11,7% до 49,2 млн. т, или на 1,4% выше нашего прогноза. В результате более высокого роста добычи наш прогноз чистой прибыли на 2002 год вырастет на \$22 млн. (+1,6%). Таким образом, после корректировки нашего предыдущего прогноза, мы ожидаем, что компания получит \$1,37 млрд. чистой прибыли в 2002 г.
4 октября	СургутНГ введёт в разработку три новых месторождения в Западной Сибири с 183 млн. баррелей запасов, тем самым подтверждая планы роста в 2003 г. на 7%. Сургутнефтегаз введёт в разработку начиная с 2003 г. три новых месторождения в Западной Сибири: Северо-Селияровское, Северо-Айпимское и Северо-Тончинское, с общими запасами около 25 млн. т нефти (182,5 млн. баррелей).

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 48. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3,997	3,826	3,141	3,330
EBITDA, млн. \$	831	1,029	883	998
Чистая прибыль, млн. \$	702	566	441	551
P/E	2.5	3.1	4.0	3.2
EV/EBITDA	3.1	2.5	3.0	2.6
Капитализация, млн. \$	1,840			
EV, млн. \$	2,613			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5,455			
Количество акций, млн.	2,326			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 49. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Зависимость от правительства Татарстана (31.1%)
- Незрелые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)
- Выработанные на 90% запасы ведут к более высоким издержкам на добычу

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 50. Основные события

Дата	Событие
3 октября	Добыча нефти Татнефтью осталась в 9M02 на уровне 0,49 млн. б/с против ожидавшегося снижения на 1,6%. Несмотря на снижение цен на сырую нефть и нефтепродукты в 1P02 и последовавшее снижение капитальных затрат, Татнефть смогла сохранить в 9M02 добычу нефти практически неизменной на уровне 0,49 млн. б/с, что на 0,04% выше уровня в том же периоде прошлого года.
7 октября	S&P повысило прогноз Татнефти до позитивного, рейтинг остается В-, мы подтверждаем рекомендацию покупать акции компании. S&P обосновывает повышение прогноза значительным объемом экспорта компании (51% выручки получено в 2001 от экспорта), умеренной финансовой политикой, которая сфокусирована на снижении долгов и удлинении сроков их погашения, а также значительного размера активов.

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 51. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	7,309	9,211	9,053	9,362
EBITDA, млн. \$	3,985	4,843	4,655	4,918
Чистая прибыль, млн. \$	3,473	3,073	2,936	3,127
P/E	5.9	6.7	7.0	6.6
EV/EBITDA	4.9	4.0	4.2	4.0
Капитализация, млн. \$	19,466	*		
EV, млн. \$	19,466	*		
Добыча, млн. бнэ	424			
Запасы, млн. бнэ	13,375			
Количество акций, млн.	2,237			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 52. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Существенный объем денежных средств для будущих инвестиций
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

Слабые стороны

- Высокие капвложения и операционные затраты на разработку Восточно-Сибирских месторождений

Возможности

- Увеличение числа акций в свободном обращении до 30–35% в течение 5–7 лет
- Строительство трубопровода в Китай к 2005 г.
- Модернизация сети АЗС и НПЗ к 2005

Угрозы

- Компания находится под полным контролем ее руководства

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 53. Основные события

Дата	Событие
1 октября	Юкос планирует увеличить добычу нефти на 86% до 2,6 млн. б/с к 2010 г. с ожидаемого уровня 1,4 млн. б/с в 2002 г. Однако, эти амбициозные планы могут столкнуться с маркетинговой проблемой. В свете новых возможностей экспорта у Юкоса, Транснефть, скорее всего, постарается уменьшить его квоту на традиционных магистралах.
2 октября	Юкос завершил первую стадию разработки ТЭО китайского нефтепровода. Ожидается, что строительство 2400-километрового трубопровода начнется в начале следующего года и завершится к концу 2005 г. Сначала по нему будет ежегодно отправляться 20 млн. т (0,4 млн. б/с), затем объемы вырастут к 2010 г. до 30 млн. т (0,6 млн. б/с). Предполагается, что из того объема Юкос будет поставлять к 2010 г. 20 млн. т (67% от общего объема).
10 октября	Юкос тестирует северное экспортное направление, что соответствует планам увеличения экспорта на 257% до 100 млн. т к 2010 г. Юкос тестирует северное экспортное направление перед строительством нефтяного терминала в Мурманском порту и трубопровода, который бы соединил порт с системой Транснефти. Поставки осуществляются по следующей схеме: сначала нефть перегоняется в порт Витино (Мурманская область), который может принимать танкеры максимальной грузоподъемностью 0,44 млн. баррелей, откуда на танкерах малого тоннажа (0,4 млн. баррелей) нефть перевозится в глубоководный Мурманский порт, где её переливают в более крупные танкеры для поставки в Роттердам.
24 октября	Чистая прибыль Юкоса выросла на 67% кв-к-кв до \$758 млн. во 2Кв02. Юкос опубликовал результаты за 2Кв02 и 1П02 по US GAAP. Выручка составила \$2,562 млн. за 2Кв02 и \$4,571 млн. за 1П02 (на \$100 млн. выше, чем ожидаемые нами \$2,463 млн. и \$4,472 млн.). Чистая прибыль в размере \$758 млн. за 2Кв02 и \$1,220 млн. за 1П02 соответствует нашим ожиданиям. Это стало результатом некоторых неоперационных составляющих, так как EBITDA в размере \$980 млн. за 2Кв02 и \$1,672 млн. за 1П02 на \$200 млн. ниже наших ожиданий (соответственно, \$1,184 млн. и \$1,876 млн.). Повысившиеся во 2П02 цены на нефть и продолжающиеся усилия по снижению затрат Юкосом способствуют достижению компанией чистой прибыли за 2002 на прогнозируемом нами уровне в \$3,000 млн.
29 октября	Юкос увеличил добычу нефти за 9М02 на 18%, экспорт составил 52% от добычи. Юкос отчитался о 18%-ном увеличении добычи за 9М02 до 50,4 млн. т (368 млн. баррелей). За тот же период переработка нефти выросла на 8,1% до 23,4 млн. т (170 млн. барр.). По причине высоких цен на нефть компания ускорила темпы роста добычи в 3Кв02 до 20,7%. Переработка в 3Кв02 выросла на 10,7%. В целом, опубликованные цифры соответствуют планам компании, и мы подтверждаем наш прогноз чистой прибыли за 2002 г. на уровне \$3,07 млрд.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ольга Филиппова
(7 095) 795-3735

Совет директоров РАО «ЕЭС России» должен утвердить первую часть списка профильных активов, не подлежащих продаже до завершения реструктуризации

На следующем заседании Совета Директоров могут обсуждаться принципы реорганизации головной компании

Энергетика

На своем последнем заседании 22 октября Рабочая группа при СД РАО «ЕЭС России» рекомендовала Совету директоров утвердить мораторий на продажу профильных активов, а также первую часть списка профильных активов, которые не подлежат продаже даже в том случае, если СД примет решение о прекращении действия моратория. В первую часть перечня входят все активы ФСК, а также активы десяти оптовых генерирующих компаний. Скорее всего, обсуждение этого вопроса состоится на заседании СД РАО «ЕЭС России» в ноябре.

Также на заседании СД РАО «ЕЭС России» 29 ноября, вероятно, будут обсуждаться принципы реорганизации головной компании. В последнем выступлении Александра Браниса, члена СД РАО «ЕЭС России» и директора компании Prosperity Capital Management, прозвучала критика идеи создания холдинга на основе всех активов РАО «ЕЭС России» в региональных энергокомпаниях. Вместо этого, он предложил включать в холдинг активы только тех АО-энерго, которые не будут реструктурированы согласно «типовому проекту». Предложения Александра Браниса сводятся к тому, чтобы акционеры РАО «ЕЭС России» на пропорциональной основе напрямую получили пакеты акций в новых консолидированных компаниях, создаваемых на основе активов АО-энерго.

РАО ЕЭС

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

Илл. 54. Основные события

Дата	Событие
9 октября	Госдума одобрила в первом чтении законопроекты по энергетике, по результатам голосования была проведена телеконференция с участием заместителя председателя правления РАО ЕЭС В. Синюгина За принятие законопроектов проголосовало 261 депутат, тогда как для прохождения первого чтения требовалось 226 голосов «за». В итоге были одобрены семь законов, включая шесть из изначального правительственного пакета и один, предложенный депутатами. Последний предусматривает утверждение тарифов на год вперед перед слушаниями по бюджету соответствующего года.
14 октября	РАО ЕЭС объявило, что начнет размещение облигаций 1-го выпуска объемом 3 млрд. руб. 22 октября 2002 г. Размещение состоится на ММВБ по открытой подписке по номиналу. Срок обращения выпуска — 3 года. Купонный доход выплачивается раз в полгода по ставке 15% годовых. РАО ЕЭС выставило оферту на выкуп облигаций 22 октября 2003 г. по цене 102,36% от номинала. Доходность выпуска к оферте при размещении составит 17,36% годовых.
15 октября	РАО ЕЭС сэкономит \$370 млн. в 2003, что на 21% выше первоначального плана этого года. Согласно пресс-релизу РАО ЕЭС, компания планирует сэкономить посредством снижения издержек \$370 млн. (11,7 млрд. руб.) в 2003 г., что на 21% выше первоначального плана на 2002 г. и на 5% выше ожиданий по текущему году.
22 октября	Рабочая группа при СД РАО ЕЭС рекомендовала одобрить первую часть списка активов, не подлежащих продаже до окончания реформы, и увеличить число представителей миноритарных акционеров до трех.
23 октября	РАО ЕЭС рассматривает возможность получения кредитов от потребителей под обеспечение поставками электроэнергии. По словам финансового директора РАО ЕЭС Дмитрия Журбы, компания рассматривает возможность получения долгосрочных кредитов (сроком не менее пяти лет) от потребителей под обеспечение их поставками электроэнергии, начиная с 2003 года. Полученные средства планируется направлять на завершение строительства Богучанской и Бурейской гидроэлектростанций и Северо-Западной ТЭЦ. По оценкам Журбы, таким образом, компания сможет привлечь «десятки миллионов долларов».
28 октября	Производство электроэнергии РАО ЕЭС снизилось на 3% за 9М02, производство тепла снизилось на 4%. Снижение производства электростанциями РАО ЕЭС и ее дочерними компаниями обусловлено, на наш взгляд, рядом причин. Во-первых, продолжает расти выработка электроэнергии атомными электростанциями. Кроме того, многие промышленные предприятия вводят энергосберегающие программы, а некоторые из них увеличивают собственные генерирующие мощности.
29 октября	РАО и ФЭК выступают за дополнительное увеличение оптовых тарифов на электроэнергию до конца года. Глава Федеральной Энергетической Комиссии Георгий Кутовой и заместитель Председателя Правления РАО ЕЭС Яков Уринсон объявили о необходимости дополнительного повышения оптовых тарифов на электроэнергию до конца года. По словам Кутового, минимальное необходимое повышение составляет 10%.

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 55. Основные события

Дата	Событие
2 октября	Московское правительство настаивает на пакете в 25%+1 акция Мосэнерго; фракция ОВР остаётся в оппозиции к законопроектам по энергетике. Городская администрация настаивает на пакете из 25%+1 акция в Мосэнерго, либо на обмене пакета в будущей генерирующей компании на контроль над тепло- и электrorаспределяющей компаниями.
9 октября	РАО подтвердило, что московское правительство может внести свои активы в новую теплосетевую и электросетевую компании, сформированные на базе Мосэнерго. Мосэнерго будет реформировано согласно «типовому проекту». Из компании будут выделены: генерация, теплосеть, распределение э/э, сбыт и сервисы с соблюдением пропорционального распределения акций в новых компаниях между акционерами. Кроме того, Московское правительство сможет внести свои активы в уставный капитал новой теплосетевой и электросетевой компаний на второй стадии реструктуризации Мосэнерго. Собственность будет внесена по справедливой рыночной цене.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ленэнерго

Илл. 56. Основные события

Дата	Событие
9 октября	Менеджмент Ленэнерго проведет консультации с миноритарными акционерами по вопросу реструктуризации. Компания планирует до конца 2002 года провести с основными акционерами консультации по вопросу реструктуризации компании. Кроме того, компания планирует возобновить строительство ТЭЦ-5 в Санкт-Петербурге, инвестировав в проект \$60 млн. Компания не планирует заменять существующее оборудование (2 блока по 32 Мвт каждый), однако модернизирует генерирующую систему, что добавит дополнительные 360/420 Мвт.

Источник: оценки Альфа-Банка

Андрей Богданов
(7 095) 795-3613

Елена Роговина
(7 095) 795-3742

В ноябре ожидается публикация результатов МТС, Вымпелкома и Голден Телекома за 3-й кв. 2002 г.

Телекомы

Компании мобильной связи

Есть 2 причины, по которым мы не ожидаем в 3-м кв. 2002 г. ухудшения цифр выручки на одного абонента (ARPU) ни у МТС, ни у Вымпелкома. Во-первых, за истекший период не произошло снижение тарифов. Во-вторых, из-за сезонных факторов показатель ARPU в 3-м квартале, как правило, стабилизируется.

Мы все же полагаем, что из-за расходов на региональную экспансию Вымпелкома его норма EBITDA могла немного сократиться. В то же время ожидается, что ввиду отсутствия потерь на валютных операциях (как это было во 2-м кв. 2002 г.) показатели чистой прибыли и чистой рентабельности увеличатся.

Илл. 57. Сравнение финансовых итогов операторов мобильной связи

	МТС			Вымпелком		
	3-й кв. 2002 г.	2-й кв. 2002 г.	Изменение, %	3-й кв. 2002 г.	2-й кв. 2002 г.	Изменение, %
Число московских абонентов	2,690,000	2,355,000	14	3,300,000	2,845,300	16
Число региональных абонентов	2,760,000	2,015,000	37	700,500	430,900	63
Выручка на одного абонента, \$	27	27	0	19	19	0
Выручка, \$ млн	383	316	21	205	173	18
EBITDA, \$ млн	188	162	16	74	72	3
Норма EBITDA, %	49	51	-4	36	41	-12
Чистая прибыль, \$ млн	77	67	14	31	22	41
Чистая рентабельность, %	20	21	-6	15	13	18

Источник: оценка Альфа-Банка

Голден Телеком

С середины сентября Голден Телеком включает показатели компании Совинтел в свою консолидированную финансовую отчетность, что было учтено в нашем прогнозе.

Илл. 58. Сравнение итогов Голден Телеком (2Кв02–3Кв02.)

	3-й кв. 2002 г.	2-й кв. 2002 г.	Изменение, %
Выручка, \$ млн	48.2	39.2	23
EBITDA, \$ млн	13.4	11.4	18
Чистая прибыль, \$ млн	6.2	5.1	22
Норма EBITDA, %	28	29	-4
Чистая рентабельность, %	13	13	-1

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 59. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	140	309	351	399
EBITDA, млн. \$	24	83	123	152
Чистая прибыль, млн. \$	(39)	30	51	51
P/E	N/3	12.0	7.1	7.1
EV/EBITDA	14.1	4.0	2.7	2.2
Капитализация, млн. \$	361			
EV, млн. \$	337			
Кол-во акций, млн.	24			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 60. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Очень низкая ликвидность
- Отсутствие привлекательных активов на мобильном рынке

Возможности

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

Угрозы

- Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источники: оценки Альфа-банка

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.

МТС

Илл. 61. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	893	1,370	1,610	1,821
ЕБИТДА, млн. \$	424	671	781	865
Чистая прибыль, млн. \$	207	318	363	395
P/E	16.1	10.5	9.2	8.4
EV/ЕБИТДА	8.1	5.1	4.4	4.0
Капитализация, млн. \$	3,329			
EV, млн. \$	3,429			
Число абонентов, '000	3,250			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 62. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Введение тарифных планов pre-paid
-

Угрозы

- Невыгодные условия поглощения UMC
- Неопределенность в отношении доли Deutsche Telekom

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 63. Основные события

Дата	Событие
1 октября	МТС получила контроль над Донтелекомом по \$582 за каждого абонента. МТС приобрела пакет из 66,66% акций Донтелекома, оператора GSM в Ростовской области, за \$15 млн. у RTDC и офшора Lavalier Trading Limited. Оставшиеся 33,33% принадлежат местному оператору Ростовеlectросвязи и, по нашему мнению, будут в дальнейшем тоже приобретены МТС.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 64. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	423	769	981	1,121
ЕБИТДА, млн. \$	148	265	342	404
Чистая прибыль, млн. \$	47	117	149	184
P/E	31.7	12.8	10.0	8.2
EV/ЕБИТДА	11.2	6.3	4.9	4.1
Капитализация, млн. \$	1,500			
EV, млн. \$	1,667			
Число абонентов, '000	1,854			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 65. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Низкий ARPU новых абонентов
-

Возможности

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

Угрозы

- Дорогой выход на рынок Санкт Петербурга
-

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 66. Основные события

Дата	Событие
3 октября	Агентство S&P повысило прогноз рейтинга ВымпелКома со «стабильного» до «позитивного». И подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг В. Изменение рейтинга отразило хорошие операционные результаты и рост абонентской базы, в особенности на рынке Москвы.
7 октября	ВымпелКом представил новую линейку тарифных планов для прямых и федеральных номеров. ВымпелКом представил новую линейку тарифных планов для прямых и федеральных номеров, без абонентской платы и обладающих возможностью переноса неиспользованных минут на следующий месяц. Абонент может выбрать оптимальное число минут, которое ему необходимо на месяц, от 300 до неограниченного. По словам компании, использование новых тарифных планов может сократить платежи абонента до 20%. Более того, будет введено два типа тарификации: посекундная с первой минуты (с несколько большими поминутными тарифами) и со второй минуты, как и в обычных тарифных планах.
15 октября	ВымпелКом первым из «Большой тройки» входит на \$50 млн. рынок мобильной связи Красноярского Края. ВымпелКом первым из компаний «большой тройки» запустил операции в Красноярском Крае. На настоящий момент, в регионе оперируют два GSM оператора: ЕнисейТелеком (55,000 GSM абонентов и 7,000 NMT абонентов) и Сибчелендж (42,000 GSM абонента и 12,000 AMPS абонента), и, таким образом, мобильное проникновение в регионе составляет 3.9%. Среднее ARPU в красноярском регионе оценивается на уровне \$30–35.

Источник: 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.

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 67. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	273	313	366	376
ЕБИТДА, млн. \$	126	154	194	192
Чистая прибыль, млн. \$	13	34	77	78
P/E	47.9	17.5	6.5	6.5
EV/ЕБИТДА	5.3	4.3	3.4	3.5
Капитализация, млн. \$	549			
EV, млн. \$	669			
Используется линий, '000	165			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 68. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Относительно ликвидная региональная компания
- Контрольный пакет МТУ-Информ

Слабые стороны

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

Возможности

- Выпуск АДР 3-го уровня при сохранении контроля над МТУ-Информом
- Введение поминутной тарификации со второй половины 2002 г

Угрозы

- Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах
- Погашение значительного долга в 2002 г.

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 69. Основные события

Дата	Событие
1 октября	Агентство S&P повысило долгосрочный кредитный рейтинг МГТС до В– со стабильным прогнозом. Повышение рейтинга было обосновано улучшением производственных результатов компании, сокращением чистого долга, а также строительством транспортной сети и консолидацией альтернативных операторов.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ростелеком

Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	873	877	858	874
ЕБИТДА, млн. \$	319	386	355	369
Чистая прибыль, млн. \$	133	164	88	81
P/E	8.2	6.6	12.4	13.4
EV/ЕБИТДА	2.9	2.4	2.6	2.5
Капитализация, млн. \$	967			
EV, млн. \$	938			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 71. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2007 г.
- Обладает инфраструктурой национального значения

Слабые стороны

- Бизнес не диверсифицирован
- Отсутствие стратегии развития

Возможности

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

Угрозы

- Консолидация региональных компаний связи
- Значительная девальвация рубля

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 72. Основные события

Дата	Событие
17 октября	Приобретение Ростелекомом 50% Вестелекома за \$15 млн. сократит затраты на дальнюю связь. Ростелеком завершил сделку по приобретению 50% Вестелекома (владелец 3 из 11 международных коммутаторов, а также прочих, важных для Ростелекома активов) у RTDC (95% принадлежит РТК-Лизинг) за \$15 млн. и стал единственным владельцем компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Осуществление СП «Альянс-1420» отложено; «СеверГал» получил внешнее финансирование

Ожидается, что Северсталь покажет хорошие итоги за 3-й кв. 2002 г

Металлургия

Из двух совместных проектов Северстали: «Альянс-1420» (с ОМК) и СеверГал (с компанией Arcelor), последнему предоставлено внешнее финансирование, а в отношении первого объявлена отсрочка.

Объединенная металлургическая компания (ОМК) заявила о сокращении участия в проекте «Альянс-1420». Северсталь намерена продолжить проект по производству труб большого диаметра и изучает возможность его возобновления на новом уровне. В 2000 г. Северсталь планировала организовать совместное производство с компанией Europipe, а теперь вынуждена в третий раз искать нового партнера. Едва ли в ближайшее время ей это удастся.

Совет директоров ЕБРР утвердил заем в пользу СП СеверГал в объеме €92 млн. Это СП к 2004 г. будет производить 400.000 т оцинкованной стали, что в 2004 г. (П) даст к выручке Северстали прибавку в 6%. Мы рассчитываем, что реализация этого проекта упрочит стабильность Северстали (благодаря диверсификации производства).

Ожидается, что Северсталь покажет хорошие итоги за 3-й кв. 2002 г. по РСБУ (операционная рентабельность 30%), и публикация этих данных станет ключевым катализатором роста ее котировок. Это было главной причиной пересмотра нами рейтинга акций компании с ДЕРЖАТЬ на НАКАПЛИВАТЬ, при сохранении расчетной цены на уровне \$65.

Норильский Никель

Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4,378	3,371	4,219	4,328
ЕБИТДА, млн. \$	1,320	1,064	1,626	1,641
Чистая прибыль, млн. \$	469	375	938	1,036
P/E	8.7	10.9	4.4	4.0
EV/ЕБИТДА	3.4	4.2	2.7	2.7
Капитализация, млн. \$	4,096			
EV, млн. \$	4,431			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 74. 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

Илл. 75. Основные события

Дата	Событие
9 октября	Норильский Никель подписывает долгосрочный контракт с GM, будущие контракты обеспечат 12% производства палладия. Объявление о долгосрочных контрактах с конечными потребителями палладия остается одним из основных катализаторов для Норильского Никеля. Мы повторяем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции компании.
24 октября	Покупка Полюса добавит до 10% к чистой прибыли Норильского Никеля за 2003 г. Норильский Никель объявил о покупке 100% крупнейшей российской золотодобывающей компании Полюс. В 2001 Полюс добыл 15.6 тонн (0.5 млн. унц.) золота, что составляло 10% от общего производства золота в России. Компания оперирует одним из крупнейших месторождений Олимпиадинское, ресурсы которого оцениваются в 650 т. (21 млн. унций). Мы полагаем, что компания рассмотрит покупку как существующих месторождений, так и новых рудников (например, Сухой Лог) с тем, чтобы увеличить долю золота в выручке до 10–15%. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 76. 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	-2.6	12.7	5.5	34.2
EV/ЕБИТДА	4.5	3.4	2.4	4.4
Капитализация, млн. \$	1192			
EV, млн. \$	1267			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 77. 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. 78. Основные события

Дата	Событие
9 октября	Северсталь должна найти новых партнёров, чтобы продолжить проект по изготовлению труб большого диаметра. Основными причинами провала «Альянса-1420», по нашему мнению, оказались неустойчивость спроса на ТБД со стороны Газпрома, нехватка внутренних ресурсов для финансирования проекта и выход ЧТПЗ из ОМК. Основными преимуществами проекта «Альянс-1420» перед конкурирующим проектом НТМК «Стан-5000» были меньший объем необходимых инвестиций (\$250 млн. против \$720 млн.) и более раннее начало производства. Мы оценивали IRR (внутреннюю норму отдачи) проекта на уровне 26%. Однако, мы сомневаемся, что Северсталь сможет найти нового партнера в ближайшем будущем, что снизит способность Северстали занять нишу в сегменте ТБД. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ по акции компании.
23 октября	Операционная рентабельность Северстали составит 30% в 3кв02, рекомендация поднята до НАКАПЛИВАТЬ. Мы полагаем, что финансовые результаты Северстали, публикация которых ожидается к концу октября, станет сильным позитивным катализатором для роста цен акций компании. Основываясь на 2002П EV/ЕБИТДА (IAS), Северсталь торгуется с дисконтом 50% к аналогичным компаниям развивающихся рынков. Мы сохраняем расчетную цену для акций в \$65 за акцию, и поднимаем рекомендацию с ДЕРЖАТЬ до НАКАПЛИВАТЬ.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

ОМЗ разрешено купить заводы «Алмаз» и Павловский машиностроительный

Контракт на субмари-ну поможет ОМЗ продолжить программу модернизации

ОМЗ энергично наращивает портфель заказов, сейчас уже \$619 млн

Машиностроение

В октябре Министерство по антимонопольной политике одобрило расширение доли компании ОМЗ (Объединенные машиностроительные заводы) в капитале «Павловского машиностроительного завода» с 54,91% до 70,05% и в капитале Судостроительного предприятия «Алмаз» с 30% до 67,86%. Мы ожидаем, что эти сделки вскоре последуют. Поглощение «Алмаза», как мы писали в отчете за октябрь, увеличит выручку ОМЗ за 2002 г. (П) на 6%.

ОМЗ объявил, что правительство выдало все необходимые разрешения на продолжение работ по контракту на сумму \$170 млн, подписанном Рособоронэкспортом и ВМС Китая, о поставке подводной лодки, заложенной на верфи «Красное Сормово». Сделка добавит \$70 млн к ожидаемому денежному потоку в 2003 г. Осуществление проекта поможет ОМЗ продолжить программу модернизации стоимостью \$180 млн, рассчитанную на 2002–2005 гг.

Ключевым катализатором динамики котировок акций ОМЗ нам представляется наличие крупного портфеля заказов, оцениваемого сегодня в \$619 млн (или 150% от ее годовых продаж). Это особенно актуально для кораблестроения, нового направления в бизнесе ОМЗ. На сегодня верфь «Красное Сормово» загружена заказами до 2005 г. Они поступили от Волжской судоходной компании (на 10 новых сухогрузов), от азербайджанского Каспийского Морского Пароходства (6 нефтяных танкеров) и от мальтийского морского грузоперевозчика (11 танкеров). ОМЗ объявил о новом контракте на \$60 млн, который будет вскоре подписан между ко-

раблестроительным предприятием «Алмаз» и ВМС Греции на постройку судов на воздушной подушке класса «Зубр». Помимо постройки судов ОМЗ в октябре объявил об участии в тендере на поставку оборудования для новой финской АЭС. Контракт оценивается примерно в \$1 млрд.

Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 79. 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	7.7	11.9	8.7	6.1
EV/ЕБИТДА	3.6	3.0	3.1	2.5
Капитализация, млн. \$	198			
EV, млн. \$	198			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 80. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 81. Основные события

Дата	Событие
28 октября	Продажа подводной лодки в Китай добавит \$70 млн. денежному потоку Уралмаша в 2003 г. ОМЗ (Группа Уралмаш-Ижора) объявили, что правительство разрешило компании продолжить работы по \$170-миллионному контракту, подписанному Рособоронэкспортом и китайским военно-морским флотом, о продаже подводной лодки, которую строит Красное Сормово. По нашей оценке, ОМЗ получат около \$100–120 млн. от продажи подводной лодки, тогда как стоимость необходимого ремонта оценивается в \$30–50 млн. В результате, компания получит дополнительные \$70 млн. денежного потока в 2003 г. Денежный поток от операционной деятельности в 2003 г. по РСБУ оценивается в \$28 млн. Реализация проекта поможет ОМЗ продолжить программу модернизации (на неё планируется потратить \$180 млн. в 2002–2005 гг.) На основе нашей модели DCF, ОМЗ должны стоить \$260 млн., или \$7,3 на акцию. На основе показателя 2002П EV/ЕБИТДА, ОМЗ торгуются с дисконтом 60% к зарубежным аналогам. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Пищевая промышленность и розничная торговля

Производство пива упало на 4,8% (год-к-году) из-за замедления роста спроса

Сентябрь принес неожиданную новость: производство пива в России упало на 4,8% (в годовом исчислении) до 5,5 млн. гектолитров. Мы относим это на счет снижения прироста спроса на пиво в текущем году: рост производства за 9 месяцев 2002 г. опередил потребление на 3%, что заставило компании уменьшить выпуск продукции. Мы не считаем это тенденцией и в 4-м кв. 2002 г. ожидаем роста производства. Наш прогноз на 2002 г. составляет 70,2 млн. гл. (на 12% больше, чем в 2001 г.).

Российское подразделение компании Интербрю показало замедление роста производства

Интербрю, четвертая пивоваренная фирма в мире (и материнская компания российского предприятия САН Интербрю), сообщила итоги за 9 месяцев 2002 г. Ее российское подразделение допустило замедление прироста производства и потянуло вниз совокупные показатели всей группы. Соответственно, мы ожидаем, что акции САН окажутся по итогам 9 месяцев 2002 г. «хуже рынка» российских пивоваров. В зависимости от данных отчета по US GAAP, ожидаемого 13 ноября, мы еще можем изменить нашу рекомендацию по акциям САН: НАКАПЛИВАТЬ.

Компания «Planeta management», связанная с Сибнефтью, энергично расширила присутствие на рынке молочных продуктов, приобретая 26%

«Planeta management» расширяет свою долю на молочном рынке и контролирует 8% сбыта на Северо-Западе России

акций второй по величине российской компании молочных продуктов «Петмол», а также контрольный пакет в новгородском «Лактисе». Совместно эти предприятия контролируют 8% рынка Санкт-Петербурга (по сравнению с долей Wimm-Bill-Dann в 7%). Компания «Planeta» намерена к 2005 г. занять на российском рынке молока и молочных продуктов долю, сравнимую с долей WBD. Последняя, как ожидается, после недавнего приобретения ею компании «Roska», займет значительную долю стратегически важного рынка молочных продуктов в Санкт-Петербурге. По акциям WBD мы сохраняем рекомендацию: ПОКУПАТЬ.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 82. 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	28.00	17.42	17.97	10.85
EV/EBITDA	13.39	10.23	10.01	6.86
Капитализация, млн. \$	889			
EV, млн. \$	987			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 83. 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. 84. Основные события

Дата	Событие
17 октября	ВБД увеличил свою долю на рынке соков на 2 п.п. посредством покупки на \$7 млн. ВБД приобрел контрольный пакет одного из российских производителей сока, компании Делсона. Завод был построен в 1997, и его стоимость составила примерно \$20 млн., а производительность — 30 млн. литров сока в год. Около 90% акций компании контролировалось компанией Alimenta Spa (Италии). Ранее в этом году ВБД уже купил 5% в Делсоне. По нашим оценкам, контрольный пакет в Делсоне мог быть оценен на уровне \$6–8 млн. Покупка Делсона позволит ВБД увеличить долю на быстрорастущем рынке соков на 2 п.п. до 38%. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции компании

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 85. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	537	711	825	942
EBITDA, млн. \$	203	254	297	321
Чистая прибыль, млн. \$	129	157	188	203
P/E	11.58	9.54	7.95	7.34
EV/EBITDA	7.39	5.92	5.06	4.68
Капитализация, млн. \$	1,494			
EV, млн. \$	1,503			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	121			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 86. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 87. Основные события

Дата	Событие
9 октября	Балтика планирует в 2002 году увеличить производство на 18%, экспорт на 150%. Добавление новых географических регионов поможет компании поддерживать достаточно высокую рентабельность и темпы роста. Наша модель предполагает рост производства в 2002 году на 21.6%; мы пересмотрим наши прогнозы после выхода результатов работы компании 3Кв02. Мы сохраняем рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ акции компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю

Илл. 88. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	351.5	418.1	489.3	558.0
EBITDA, млн. \$	85.3	83.1	115.5	141.5
Чистая прибыль, млн. \$	20.1	18.9	39.9	57.5
P/E	22.70	24.16	11.43	7.94
EV/EBITDA	6.21	6.38	4.59	3.75
Капитализация, млн. \$	456			
EV, млн. \$	530			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 89. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

Возможности

- Программа фокусировки продаж на основных марках обеспечит рост выручки

Угрозы

- Замедление темпов роста потребления пива в России

Источники: оценки Альфа-банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 90. 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	6.60	5.26	5.43	5.22
EV/EBITDA	3.37	3.08	2.96	2.79
Капитализация, млн. \$	84			
EV, млн. \$	66			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 91. 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. 92. Основные события

Дата	Событие
16 октября	ГУМ будет развивать сеть «Стильный город» в регионах; затраты на 50% ниже, чем в московских магазинах. Мы позитивно оцениваем первые шаги по расширению в регионы, так как «Стильный город» ориентирован на потребителей среднего ценового сегмента, и ГУМ получит преимущества первого крупного универмага западного типа в Красноярске. Принимая во внимание ожидаемый приход на Российский рынок международных гигантов розничной торговли, таких, как Real и Marks & Spencer, эта стратегия может стать для ГУМа ключевой для сохранения рентабельности.
25 октября	Председатель Правления ЦУМа Л.Хасис планирует продать контрольный пакет компании в ближайшее время. Г-н Хасис и другие инвесторы ЦУМа скоро выставят на продажу контрольный пакет компании. Г-н Хасис получил контроль над компанией ранее в этом году. Вскоре после приобретения, он представил внушительные планы развития компании, включающие открытие нового магазина в гипермаркете «Мега» и организацию региональной сети универсальных магазинов западного типа. Мы считаем, что эта новость негативна для ЦУМа. До тех пор, пока новый владелец не озвучит свои планы, мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции ЦУМа.

Источник: оценки Альфа-Банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

ЦБР озабочен снижением рентабельности и концентрацией кредитных рисков

Кредитовать малые и средние предприятия — на 2–3% выгоднее, чем крупные

За 7 мес. 2002 г. рост депозитов составил 24%; на долю рублевых депозитов пришлось 62% их суммарного объема

Банковский сектор

В октябре заместитель председателя Центрального Банка России А. Козлов выразил озабоченность снижением рентабельности операций и концентрацией банковских рисков, особенно в экспортном секторе. Эта озабоченность вполне оправдана в силу последних банковских данных. Во-первых, российские банки по-прежнему стремятся сбалансировать валютные позиции (так, 36% кредитов предоставляются в долларах). Спрос на валютные кредиты предъявляют, как правило, предприятия экспортного сектора. Во-вторых, концентрация банковских кредитов отражает концентрацию выручки в промышленности. Например, три крупнейшие нефтедобывающие компании контролируют 60% отраслевой выручки, тогда как в машиностроении на долю трех крупнейших компаний приходится лишь 20%. Таким образом, кредитование экспортного сектора немедленно приводит к концентрации банковских рисков в рамках узкой группы корпораций.

Очевидно, российские банки стремятся одним выстрелом убить двух зайцев (т.е. уменьшить зависимость от крупных заемщиков и сохранить нормы рентабельности). Как правило, показатели рентабельности депозитно-кредитных операций с малыми и средними предприятиями оказываются на 2–3% выше показателей аналогичных операций с крупными компаниями. Т. о., в ближайшем будущем кредитование малых и средних предприятий, по всей видимости, расширится, что было бы позитивным для роста ВВП. Все это указывает на необходимость продолжения реформ экономики, поскольку так можно было бы предотвратить скачкообразный рост числа безнадежных кредитов в период 2003–2004 гг.

Таким образом, для расширения возможностей кредитования промышленности банкам необходимо и далее наращивать объемы депозитов. Статистика ободряющая: согласно ЦБР, объем розничных депозитов за 7 месяцев 2002 г. увеличился на 24% (за 4 месяца 2002 г. рост составил 13%). Долларовые депозиты продолжали расти быстрее рублевых. Это — результат снижения доли рублевых депозитов (с 67% в конце 1999 г. до 62% в июле 2002 г.) и еще один признак того, что доллары, ранее хранившиеся «в чулке» перемещаются на банковские счета. Рост депозитов — ключевой фактор, обеспечивающий расширение объемов кредитования, которые уже достигли 40% банковских активов (что соответствует показателю сопоставимых банков в Восточной Европе). Т.о., кредитование уже не может расширяться за счет перераспределения активов; вместо этого потребуется увеличение объема банковских обязательств.

Илл. 93. Динамика объемов рублевых и долларовых депозитов, \$ млн.

	1998 г.	1999 г.	Изменение, %	2000 г.	Изменение, %	2001 г.	Изменение, %	7мес. 2002 г.	Изменение, %
Депозиты частных лиц	9,746	11,128	14.2	16,094	44.6	22,895	42.3	28,438	24.2
В т.ч. рублевые	6,827	7,510	10.0	10,819	44.1	14,811	36.9	17,546	18.5
В т.ч. долларовые	2,919	3,617	23.9	5,275	45.8	8,084	53.2	10,606	31.2

Источник: ЦБР

Сбербанк

Илл. 94. 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	3.7	3.1	2.8	2.8
Капитализация, млн. \$	3,475			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 95. 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 подолвать монополию на вклады пенсионеров
- Страхование депозитов увеличит стоимость их обслуживания на 10%

Источники: оценки Альфа-банка

Валентина Крылова
(7 095) 795-3742

Екатерина Леонова
(7 095) 785-9678

Доходность российских облигаций приблизилась к уровню мексиканских бумаг, обладающих инвестиционным рейтингом

Стремительный рост цен на фоне положительных внутренних новостей и притока новых средств

Дальнейший рост котировок под вопросом

Рынок облигаций

В октябре котировки суверенных долговых обязательств с погашением в 2007–2030 гг. выросли на 2,7–5%, и их доходность снизилась до 6,5–9,5%, что соответствует спреду к Казначейским обязательствам США на уровне 350–450 п.п. Необходимо отметить, что доходность Евро-30 достигла 9,6% (76,25% от номинала). Это всего на 100 б.п. выше доходности мексиканских облигаций Global-31. (Кстати, рейтинг Мексики находится в настоящее время на уровне “BBB–”, являющегося инвестиционным уровнем). Активные покупки суверенных долговых обязательств привели к росту цен в секторе OBB3. В конце месяца их котировки подскочили на 4–6%.

Существует целый ряд факторов, обусловивших рост котировок:

1. намерение агентства Moody’s пересмотреть суверенный рейтинг России. Слухи о возможном повышении рейтинга РФ сразу на две ступени стали причиной впечатляющего роста котировок в конце октября. Такие слухи были основаны на нескольких сообщениях в СМИ, и инвесторы стали учитывать возможное повышение рейтинга при совершении сделок;
2. благоприятное отношение инвесторов к России, подкрепленное положительными внутренними новостями. Относительно благополучное разрешение ситуации с заложниками, стало дополнительной позитивной новостью;
3. значительные купонные выплаты по бразильским облигациям, и приток этих новых средств на российский долговой рынок;
4. планы ПФ РФ инвестировать около \$200 млн (6,2 млрд. руб.) в суверенные еврооблигации до конца текущего года.

Все эти факторы привели к резкому росту цен по всему спектру валютных гособлигаций.

Мы полагаем, что в данный момент отсутствуют весомые факторы, способные поддержать восходящий ценовой тренд на российском долговом рынке в ноябре. Доходность российских суверенных еврооблигаций достигла уровня доходности облигаций с инвестиционным рейтингом, и ее дальнейший рост находится под вопросом. Кроме того, чрезвычайно благоприятная обстановка, складывающаяся на долговом рынке, может побудить некоторые российские компании воспользоваться низкой рыночной доходностью для выпуска еврооблигаций. В результате увеличение предложение бумаг может отвлечь часть средств из сектора суверенных обязательств.

Возможное повышение суверенного рейтинга России агентством Moody’s сразу на две ступени уже практически учтено рынком и не приведет к значительному росту котировок. Более того, существует риск повторения ситуации, наблюдавшейся в июле этого года, когда агентство S&P повысило рейтинг России только на одну ступень, тогда как инвесторы ожидали повышения сразу на две ступени. Разочарование инвесторов привело к значительному падению котировок российских облигаций. По этой причине мы рекомендуем краткосрочную продажу суверенных облигаций с погашением в 2010–2030 гг.

Илл. 96. Основные события

Дата	Событие
6 октября	Состоялся первый тур президентских выборов в Бразилии. Кандидат в президенты Лула получил только 46% голосов, и поэтому необходимо проведение второго тура голосования. Вероятность победы левого кандидата Лулы очень велика.
8 октября	Газпром разместил выпуск еврооблигаций со сроком обращения пять лет в объеме \$500 млн под 10,5% годовых. В условиях выпуска предусматривается досрочный выкуп. При более благоприятных обстоятельствах естественная газовая монополия, обладающая рейтингом всего на один пункт ниже суверенного, при размещении могла бы рассчитывать на более низкий спрэд к цене суверенных долговых инструментов.
10 октября	Мосэнерго погасило выпуск еврооблигаций в объеме \$114,6 млн. Всего было выпущено в обращение облигаций на сумму \$200 млн. Мосэнерго выкупило половину бумаг на вторичном рынке.
11 октября	FATF приняла решение исключить России 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.
11 октября	ЦРБ РФ продал \$26,45 млн на валютном аукционе, организованном для нерезидентов. Премия к рынку составила 0,9%. ЦБР РФ выставил на аукцион \$50 млн. Низкий спрос на последних аукционах свидетельствует о том, что владельцы счетов «С» теперь меньше заинтересованы в выводе своих средств с российского рынка.
14 октября	Центральный Банк Бразилии резко повысил учетную ставку «Selic» до 21% с 18%. Это решение встревожило инвесторов и вызвало снижение цен по всему спектру ценных бумаг. Поскольку выплаты по некоторым облигациям индексируются по ставке «Selic», ее повышение приведет к увеличению стоимости обслуживания долга на \$1 млрд.
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.
21 октября	Агентство S&P повысило долгосрочный рейтинг Самарской области до уровня «В+» с уровня «В».
21 октября	Агентство Fitch понизило суверенный рейтинг Бразилии до уровня «В», прогноз отрицательный.
22 октября	Агентство S&P повысило долгосрочный рейтинг Ямало-Ненецкого АО до уровня «В-», прогноз положительный
23 октября	Газпром увеличил объем выпуска еврооблигаций со сроком обращения семь лет с \$500 млн до \$700 млн. Доходность выпуска при размещении составила 10,37%, премия к рыночной доходности достигла 15 п.п.
24 октября	Агентство Fitch повысило долгосрочный рейтинг ТНК до уровня «ВВ-», прогноз положительный.
24 октября	Захват заложников в Москве не оказал существенного влияния на котировки российских облигаций. Облегчение, наступившее после преодоления кризиса, позволило поддержать восходящий ценовой тренд на рынке российских облигаций.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 97. Динамика валютных облигаций на 30 октября

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 4	14.05.2003	98,75	0,51	5,3	3,04	0,51
Минфин 5	14.05.2008	75,00	7,72	8,9	4,00	4,62
Минфин 6	14.05.2006	86,50	5,49	7,5	3,47	3,12
Минфин 7	14.05.2011	63,00	6,55	9,5	4,76	6,60
Минфин 8	14.11.2007	80,13	7,55	8,4	3,74	4,40
Еврооблигации						
Евро-03	10.06.2003	104,88	-0,47	3,6	11,20	0,57
Евро-05	24.07.2005	108,38	2,24	5,4	8,07	2,39
Евро-07	26.06.2007	113,38	4,86	6,6	8,82	3,66
Евро-10	31.03.2010	105,25	5,51	7,1	7,84	0,07
Евро-18	24.07.2018	114,50	5,17	9,2	9,61	7,74
Евро-28	24.06.2028	128,75	6,08	9,7	9,90	8,78
Евро-30	31.03.2030	75,25	6,74	9,6	6,64	0,10
Муниципальные облигации						
Москва-04, €	25.10.2004	105,94	0,66	6,9	9,68	1,77
Москва-06, €	28.04.2006	108,38	2,55	8,1	10,10	2,75
Ниж. Новгород	10.03.2002	93,00	1,92	14,5	9,41	-
Ямало-Ненец. АО	15.12.2002	53,80	-0,92	9,5	17,66	0,10
Корпоративные облигации						
ММК, €	18.02.2005	94,07	0,61	13,1	10,63	1,79
Роснефть	20.11.2006	108,25	1,55	10,2	11,78	3,01
Сибнефть	13.02.2007	104,25	-0,37	10,2	11,03	3,28
МТС	21.12.2004	103,35	1,54	9,2	10,59	1,82

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743

Технический анализ

Индекс РТС: формирование медвежьего клина

Илл. 98. Индекс РТС — Основные технические индикаторы, 31 октября 2002 г.

Инд	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон 21–25 октября			
		Краткосрочный	Долгосрочный								
РТС ДЕРЖ. ЛОНГ	333–340	Бычий	Нисходящий	C4	380,55	61,8%-ная FiboR	П1	347,21	7-недельная МА	Откр.	357,27
СОКРАЩАТЬ	358–360		Меняется	C3	368,38	Минимум 19.07.02	П2	342,64	Граница канала	Макс.	362,44
ПРОДАЖА	342		на восходящий	C2	364,00	Основной	П3	324,10	Минимум 20.09.02	Мин.	347,38
Цель	305			C1	363,25	Граница клина	П4	305,47	Основной	Закр.	348,94

Источник: оценка Альфа Банка

- На наш взгляд, индекс РТС все еще имеет неплохие шансы для отскока к 375–380
- Мы держим половину наших длинных позиций, открытых по 333–340 с целью 375–380
- Наша рекомендация — СОКРАЩАТЬ инвестиционные портфели РТС на уровнях 358–360
- Мы видим риск прорыва медвежьего клина вниз (к 305) и советуем ПРОДАВАТЬ ниже 342

Илл. 99. Индекс РТС — Дневные технические индикаторы по состоянию на 31 октября 2002 г.



Fri Nov 01 2002 15:56:50

CQG © 2002

Источник: CQG, оценка Альфа Банка

Классический технический анализ

Медвежий клин начал формироваться на РТС в августе 2000 г.

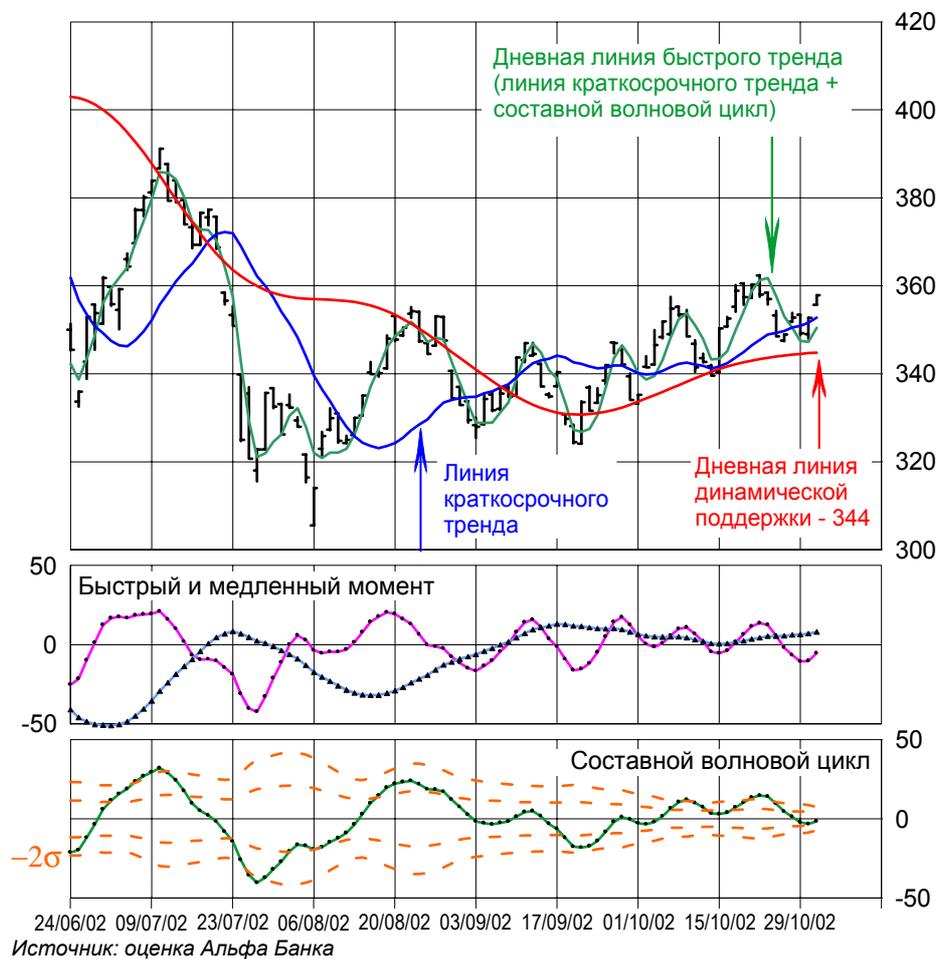
С позиции классического технического анализа индекс РТС в настоящее время движется внутри восходящего торгового коридора, верхняя граница которого лежит на уровне 380–386 (см. Илл. 99). Однако существует один очень тревожный медвежий сигнал. С августа 2002 г. внутри этого восходящего канала формируется модель «медвежий клин».

По форме и продолжительности формирования, модель клин напоминает симметричный треугольник, клин легко узнаваем по двум сходящимся

в его вершине линиям тренда. Клин обычно формируется в течении одного-трех месяцев. Модель клин отличается значительным уклоном — вверх или вниз. Как правило, подобно флагу, клин выстраивается под наклоном против направления движения господствующей тенденции. Таким образом, клин, направленный вниз, считается бычьей моделью, а клин, направленный вверх — медвежьей.

Обратите внимание, что на Илл. 99 медвежий клин имеет уклон вверх и находится между двумя сходящимися линиями тренда. Клинья чаще всего образуются в ходе развития существующей тенденции и, как правило, являются моделями продолжения тенденции. Как правило, такая модель до прорыва успевает пройти две трети расстояния до своей вершины, а иногда даже достигает ее. По мере образования клина объем должен уменьшаться, а затем, при прорыве, — увеличиваться. При нисходящей тенденции клин формируется быстрее, чем при восходящей.

Илл. 100. Индекс РТС — Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 31 октября 2002 г.



Мы видим риск прорыва медвежьего клина вниз

Принимая во внимание долгосрочную нисходящую тенденцию на РТС, а также перечисленные выше специфические особенности национальных клиньев, мы видим достаточно серьезный риск прорыва вниз медвежьего клина (уровень 363), за которым может последовать сильное падение индекса, по крайней мере, к уровню 305. К счастью, формирование медвежьего клина пока еще не завершено. Однако если уровень 363 не будет превышен на этой неделе, формацию бычий клин можно будет рассматривать как окончательно сформировавшуюся.

Краткосрочный тренд и циклы

Краткосрочный тренд на РТС бычий

Краткосрочный тренд на РТС бычий. На что указывают медленная и быстрая линии тренда в верхней части Илл. 100. Дневная линия быстрого тренда миновала свое дно и начала расти. В настоящее время как быстрая линия тренда (включающая циклы), так и медленная линия тренда растут и находятся выше дневной линии динамической поддержки, что, безусловно, можно интерпретировать как бычью модель. Рост индекса РТС в области, находящейся выше дневной линии динамической поддержки указывает на силу бычьих настроений на рынке.

Линия быстрого момента недавно прошла свой новый локальный минимум и начала рост, приближаясь к нулевой отметке. К сожалению, на Илл. 100 видна медвежья дивергенция между локальными минимумами на быстрой линии тренда и быстрым моментом. Последний минимум на быстрой линии тренда выше, чем предыдущий. В то же время, последний минимум на линии быстрого момента ниже предыдущего минимума. Этот факт может рассматриваться как первый опережающий краткосрочный медвежий сигнал. Линия медленного момента в средней части Илл. 100 находится на положительной территории и слегка растет, что, тем не менее, указывает на бычий рынок (момент положителен).

Наблюдается дивергенция между краткосрочной составной волной и быстрым трендом

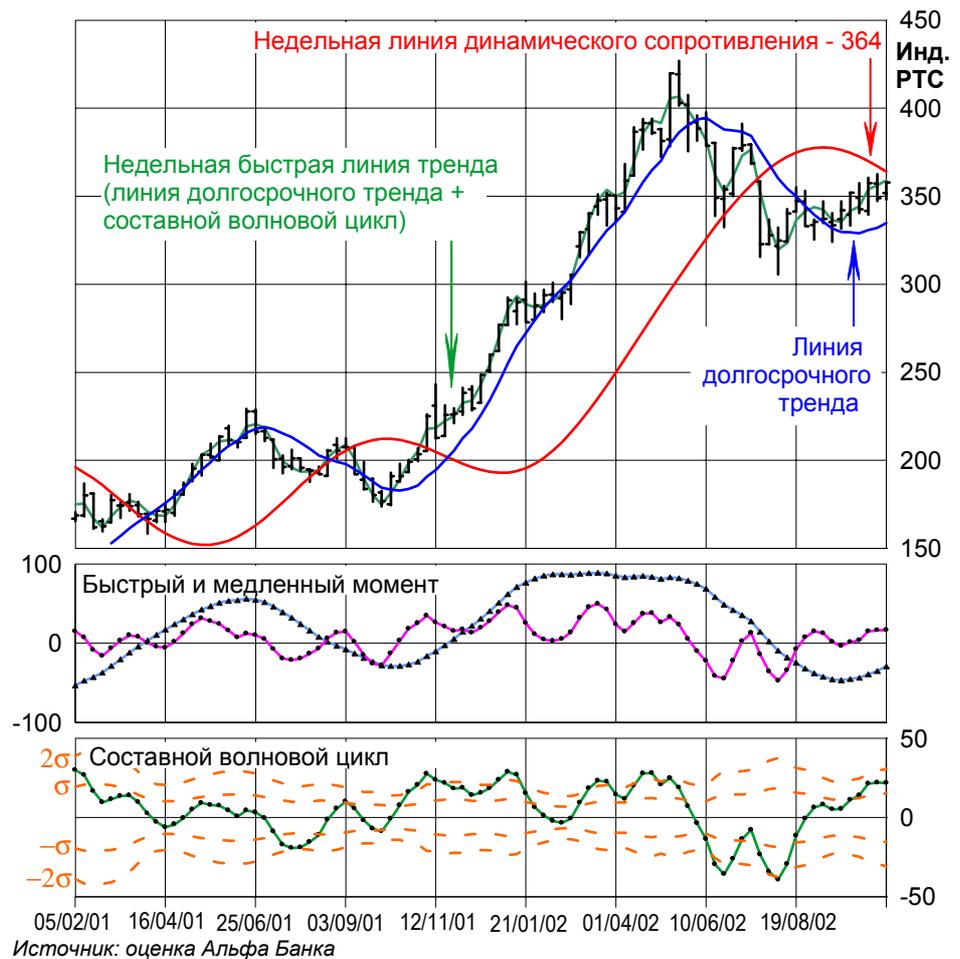
Краткосрочная составная волна сформировала свое основание (глубже, чем предыдущее) и возобновила рост. В то же время, на Илл. 100 наблюдается более важный медвежий признак: дивергенция между дневной линией быстрого тренда и краткосрочным составным волновым циклом. На наш взгляд потенциал роста за счет краткосрочного волнового цикла очень мал из-за экстремально маленького уровня волатильности составной волны. Более того, экстремально маленькая волатильность однозначно указывает на очень большую вероятность начала сильного движения на РТС в самое ближайшее время, но непосредственно не указывает направления будущего движения. Ожидаемое сильное движение будет сопровождаться резким увеличением волатильности краткосрочной составной волны (амплитуда рыночных циклов резко возрастет).

Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд все еще медвежий, но разворачивается в сторону повышения

Долгосрочный тренд на РТС все еще медвежий, но разворачивается в сторону повышения (см. линию долгосрочного тренда в верхней части Илл. 101). Линия долгосрочного тренда миновала свое «дно» и начала рост. Недельная быстрая линия тренда пересекла линию долгосрочного тренда снизу вверх и приблизилась к недельной линии динамического сопротивления (аналог 26-недельной МА), что увеличивает вероятность коррекции на РТС с последующим прорывом вниз медвежьего клина.

Линия медленного момента несколько недель назад сформировала локальный минимум на негативной территории и в настоящий момент растет. Хотя недельный быстрый момент остается положительным, он показывает некоторое замедление, что может послужить предвестником начала движения вниз.

Илл. 101. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 31 октября 2002 г.


Долгосрочная составная волна движется вбок в перекупленной области

Тот факт, что долгосрочная составная волна находится в перекупленной области, может быть рассмотрен как еще один аргумент в пользу приближающегося понижения на РТС. Амплитуда долгосрочной составной волны в настоящий момент равна приблизительно 25 пунктам. Мы оцениваем потенциал падения индекса за счет долгосрочной составной волны в 50 пунктов от будущей вершины. Сохраняющийся потенциал роста долгосрочной волны приблизительно равен 25–30 пунктов от текущего значения индекса РТС.

Основной уровень сопротивления на РТС — 364

Уровни поддержек и сопротивлений

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений РТС показаны на Илл. 98 и Илл. 99. Основной уровень сопротивления 364 обусловлен текущим значением недельной линии динамического сопротивления и верхней границей направленного вверх медвежьего клина. Другая важная область сопротивления 380–386 ограничена уровнем 61,8%-ной коррекции Фибоначчи и верхней границей восходящего торгового канала. Основным уровнем поддержки остается 305. Сильная область поддержки 342–344 находится между дневной линией динамической поддержки (344) и нижней линией тренда растущего клина.

Мы полагаем, что индекс РТС имеет неплохие шансы достичь значения 380 в среднесрочной перспективе

Потенциал роста и падения

На основе вышесказанного мы пришли к следующим выводам.

1. Мы полагаем, что индекс РТС имеет неплохие шансы роста до значения 380 в среднесрочной перспективе; если индекс РТС достигнет значения 363 на этой неделе — шансы резко возрастут.
2. Мы ожидаем резкого увеличения волатильности на РТС, в результате чего возможно как сильный рост, так и сильное падение. Теперь мы думаем, что в среднесрочной перспективе падение более вероятно, чем рост, по следующим причинам:
 - индекс РТС пробивается сквозь очень сильное сопротивление;
 - идет формирование медвежьего клина;
 - долгосрочная составная волна находится в перекупленной области.
3. Мы по-прежнему держим половину длинных позиций, открытых по 333-340 с целью 375-380; сегодня мы закрыли по 358 половину наших длинных позиций на РТС, открытых ранее, и зафиксировали прибыль.
4. Мы рекомендуем сократить инвестиционные портфели на рыночном уровне 358-360, чтобы избежать высокого инвестиционного риска накануне ожидаемого сильного движения.
5. Мы видим риск прорыва вниз медвежьего клина и рекомендуем инвесторам ПРОДАВАТЬ (фиксировать прибыль или убытки и открывать короткие позиции) ниже 342.

Наиболее пессимистичный среднесрочный сценарий включает пробой вниз медвежьего клина и последующее падение индекса РТС, по крайней мере, до 305.

Эта страница специально оставлена пустой

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

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.