

Август: По воле волн

1 августа 2002

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Укрепление евро на России никак не отразится

- В июле на мировых фондовых рынках происходило падение цен, российский рынок «просел» на 19% и утратил статус «тихой гавани».** Скандалы, связанные с бухгалтерской отчетностью и корпоративным управлением, привели к тому, что курсы акций на мировых фондовых рынках резко упали и достигли самых низких за последние 5 лет уровней. Объем вывода средств из американских инвестфондов достигал \$11 млрд. в неделю. Резкий отскок вверх, о возможности которого мы говорили в июльском обзоре, оказался круче, чем мы ожидали (индекс превысил отметку 380 пунктов). Однако долго удержаться на этом уровне рынку не удалось. Предпринятая российским рынком попытка вернуть утерянные позиции завершилась сбросом акций, «съевшим» 19% рыночной стоимости бумаг.
- Мы ожидаем очередного отскока вверх до 375 пунктов по индексу РТС; в список рекомендуемых нами акций вновь включены бумаги энергокомпаний.** Самой дальновидной стратегией снова становятся вложения в ликвидные бумаги. Результаты проведенного нами технического анализа указывают на возможность еще одного отскока вверх. Инвесторам, ищущим дешевые акции второго эшелона, мы бы предложили очень интересные и актуальные сейчас вложения в акции золотодобывающих компаний, основные активы которых находятся в России.
- Экономический выигрыш от укрепления евро невелик, т.к. на долю операций с евро на валютном рынке приходится лишь 7%.** География внешней торговли не полностью совпадает с долей той или иной валюты в общей стоимости экспортно-импортных операций. В долларах Россия получает 95% своих экспортных поступлений, тогда как в евро оплата производится лишь за 10% импорта. Это означает, что импортозамещение, являющееся результатом удорожания евро, вряд ли будет очень значительным.
- Бюджет 2003 г. не пострадает, стоимость долга российских компаний не увеличится.** Укрепление евро никак не отразится на бюджете 2003 г.: пошлины на экспорт нефти ежегодно дают государству около \$2,8 млрд. в евро, бензина и мазута – еще \$2,4 млрд. Более того, кредиты в евро, взятые Газпромом, Ростелекомом и РАО ЕЭС, могут быть полностью покрыты выручкой в евро.

Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV*	Расчет. цена	Потенциал роста
	АДР	Лок. \$	MTD %	YTD %			
Голден Телеком	15,4	Н/Д	-13	32	0,3	24,0	56
ВымпелКом	22,8	Н/Д	-11	-13	3,4	31,0	36
Уралмаш Ижора	4,4	4,4	-16	15	0,0	8,0	82
Газпром	14,1	0,831	-14	43	9,1	1,20	44
ВБД	18,0	Н/Д	-15	-8	0,2	28,0	56
Юкос	136,6	9,11	-1	75	1,8	11,8	30

Примечание: * среднедневной объем торгов
 Источники: РТС, Блумберг, оценки Альфа-Банка

Последние публикации

Вымпелком : повышение рейтинга с учетом 50%-ного потенциала роста

Андрей Богданов Июль 30, 2002

Иркутскэнерго : Снижение рейтинга в отсутствие контроля за издержками

Ольга Филиппова Июль 23, 2002

Мегионнефтегаз : Привлекательность растет

Константин Резников, Анна Бутенко Июль 18, 2002

Индекс РТС : вверх к 420

Владимир Кравчук, Оксана Клытина Июля 12, 2002

Россия наращивает золотодобычу

Максим Матвеев, CFA Июль 11, 2002

ОНАКО и Оренбургнефть : потенциал роста 50-60%

Константин Резников Июль 5, 2002

РАО ЕЭС : основные факторы роста отложены до осени

Андрей Руденко, Ольга Филиппова Июль 8, 2002

РАО ЕЭС : 40%-ный технический потенциал роста

Владимир Кравчук, Оксана Клытина Июль 8, 2002

Башкирские НПЗ : Незамеченные гиганты

Константин Резников, Александр Свинов Июль 8, 2002

Июль — период общих собраний акционеров

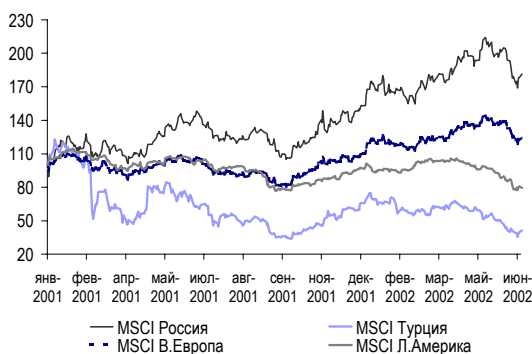
Константин Резников, Анна Бутенко, Сергей Глазев Июль 28, 2002

Индекс РТС : в ожидании возвратного хода к 378

Владимир Кравчук, Оксана Клытина Июль 27, 2002

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

Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, РТС

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ

Андрей Руденко, начальник отдела

research@alfabank.ru
ARoudenko@alfabank.ru

(7 095) 795-3676

(7 095) 788-6407

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку.....	3
Тема – Укрепление евро на России никак не отразится.....	8
Укрепление евро не вредит ни бюджету, ни сбережениям.....	8
Долг в евро покрывается выручкой в евро.....	9
Динамика и оценка акций.....	11
Графики.....	14
Календарь событий.....	16
Экономика и политика.....	17
Новости компаний и отраслей.....	19
Нефть и газ.....	19
Энергетика.....	24
Телекомы.....	27
Металлургия.....	30
Машиностроение.....	32
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	32
Банковский сектор.....	34
Рынок облигаций.....	36
Технический анализ.....	38
Индекс РТС: Ликвидность снова в цене.....	38

Сергей Глазер, CFA
(44 20) 7382-4165

Комментарии по рынку

Давление со стороны продавцов на Уолл-Стрит и фондовых биржах других стран усилилось

Инвесторы только и ищут предлога для сброса акций

В середине июля объем вывода средств из инвестфондов достигал \$11,4 млрд в неделю

Июльский обзор: фондовые рынки под натиском продаж

В июле отношение к акциям стало крайне негативным: инвесторов все больше озадачивало явное несоответствие между фактом смягчения денежной политики и первыми признаками экономического оживления, с одной стороны, и бедственной ситуацией с прибылями компаний и курсами их акций, с другой. В результате давление со стороны продавцов на Уолл-Стрит (а также на других биржах) усилилось.

Акции явно оказались внутри «порочного круга», двигаясь между проблемами бухучета/корпоративного управления, снижением прибылей компаний и разочаровывающе низкими темпами оживления экономики. Этот негатив используется инвесторами как предлог для продолжения сбрасывания бумаг, несмотря на недавнее падение котировок. Ни широко освещавшаяся в СМИ речь Джорджа Буша о необходимости более строгого контроля за отчетностью компаний, ни очередное выступление Алана Гринспена в Сенате, не смогли рассеять охватившую участников рынка тревогу.

Движение средств инвестфондов наглядно отражает негативное отношение к акциям. В июне в США был зафиксирован отток средств из акций в налогооблагаемые облигации в сумме \$11,1 млрд. Эта тенденция сохранилась и в следующем месяце: в течение первой неполной рабочей недели (начавшейся после празднования Дня независимости) чистый отток средств из акций составил \$3,2 млрд. Но даже и эта сумма оказалась небольшой по сравнению с \$11,4 млрд., которых инвестфонды лишились еще через неделю. Несмотря на то, что небольшой приток средств в неамериканские акции (за исключением Европы) мог послужить пусть и слабым, но утешением, продолжающийся уже одиннадцатую неделю подряд приток денег в фонды, инвестирующие в недвижимость (пусть и не столь большой в абсолютных цифрах) свидетельствует о том, что инвесторы уже не верят в перспективы роста доходности вложений в акции.

Илл. 1. Динамика ведущих мировых фондовых индексов

Страна	Индекс	Изменение с начала месяца %	Изменение с начала года %	Последнее Закрытие*	Последние 52 недели	
					Максимум	Минимум
Развитые рынки						
США	S&P 500 Индекс	-9.18	-21.70	899.0	1226.3	775.7
Великобритания	FTSE 100 Индекс	-9.74	-19.45	4202.7	5644.2	3625.9
Германия	DAX Индекс	-11.93	-25.20	3859.8	5930.5	3266.0
Япония	Nikkei 225 Индекс	-8.99	-8.31	9666.7	12407.4	9383.0
Развивающиеся						
Польша	Warsaw Stock Exchange WIG 20 Индекс	-13.22	-12.64	1055.6	1484.9	978.0
Венгрия	Budapest Stock Exchange Индекс	-2.18	-0.52	7094.3	9019.4	5599.4
Турция	Turkey Stock Market National 100	8.53	-26.14	10180.0	15,000	7,306
Бразилия	Brazil Bovespa Stock Индекс	-17.05	-31.94	9240.5	14495.3	9155.4
Россия	РТС Индекс	-5.13	30.73	335.66	426.91	173.69

Примечание: * Данные на 29 Июля 2002 г.

Источник: Bloomberg

Российские акции пытались противостоять натиску продавцов...

Российский рынок вновь оказался заложником внешних факторов. Вслед за коррекцией, начавшейся в последнюю неделю мая и продолжавшейся весь июнь (она «съела» 21% индекса РТС), российский рынок в июле предпринял попытку взять штурмом утерянные позиции. Наступление вновь возглавили нефтяные акции (в первую очередь Сибнефть и Юкос - +16,3%), которых на этот раз поддержали и бумаги Норильского Никеля (в связи с ожидающимся дерегулированием экспорта платины и палладия).



...но не выдержали его, и после массового сброса на Уолл-Стрит упали на 19%

Несмотря на это, после дальнейшего ослабления мировых фондовых рынков в связи с новыми скандалами, связанными с плохим корпоративным управлением и махинациями с отчетностью (в первую очередь в ходе слушаний о WorldCom), российские акции перестали быть привлекательной «тихой гаванью». Несмотря на отсутствие сильного давления со стороны продавцов, рынок «просел» на 19%. В этот период котировки акций резко «скакали» и даже впадали в хаотическое движение, стараясь соответствовать динамике Уолл-Стрит.

Возникшая вновь зависимость российского рынка от Уолл-Стрит может сыграть позитивную роль, но лишь в том случае, если американский фондовый рынок успокоится и избежит дальнейшего сброса бумаг. Если же последуют новые потрясения (например, в связи с большими объемами долгов, предоставленных WorldCom, и открытыми позициями в производных инструментах у крупнейших американских банков или новыми сообщениями о сокращении прибылей компаний), появятся основания для сбрасывания российских акций, причем нарастающим темпом, что приведет к дальнейшему падению котировок.

Прогноз на август: шаткость в ожидании новых денег

Инвесторы, вложившие деньги в российские акции, будут внимательно следить за настроениями на Уолл-Стрит

Все вышесказанное указывает на то, что как минимум в самой ближайшей перспективе зависимость российских акций от внешних факторов сохранится. Долгожданное всплески на мировых биржах являются естественным движением маятника рынка назад, после того, как он качнулся слишком далеко в область падения цен. Однако как только акции перестанут казаться перепроданными, инвесторов, скорее всего снова охватит нерешительность.

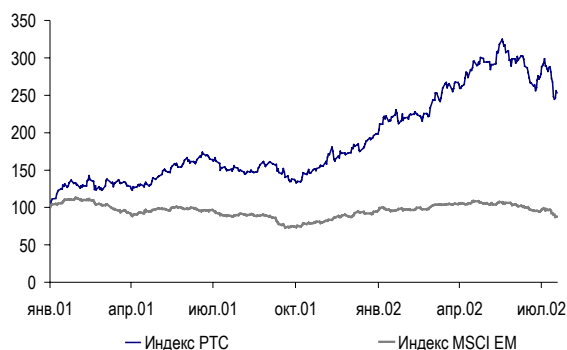
Вложения в ликвидные акции снова могут стать дальновидной защитной стратегией

В условиях высокой волатильности рынка самой дальновидной (более того, защитной) стратегией снова становятся вложения в ликвидные бумаги. Речь идет в первую очередь о ведущих нефтяных компаниях – Юкос, ЛУКОЙЛ и Сургутнефтегаз – за которыми следуют Сибнефть, Татнефть, Газпром, а также ГМК «Норильский никель». Самой ликвидной бумагой российского рынка по-прежнему является РАО ЕЭС (с учетом объема торгов на РТС, ММВБ и торгов по АДР), и поэтому данные акции могут подойти для игры на росте. У акций РАО ЕЭС есть еще один плюс: этой осенью, возможно, будет достигнут прогресс в реструктуризации компании, что сделает нынешние дисконты необоснованными.

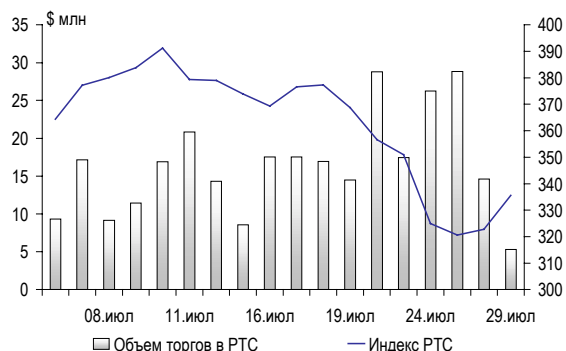
Падение цен на рынке создало условия для выгодной покупки, когда речь идет о долгосрочных инвестициях. Такой вывод основан не только на высоких экономических показателях российских компаний, которые в условиях всеобщего негативного отношения к акциям в определенной степени оказались забытыми. За последний год все более и более заметным стало сильное присутствие на российском рынке резидентов, разгнавших акции в те дни, когда иностранцы не проявляли активности. Как только ситуация на Уолл-Стрит вернется в спокойное русло, игра резидентов способна двинуть российский рынок вверх, пусть и на относительно низких объемах.

Акции золотодобывающих компаний могут быть интересным объектом для инвестиций

Инвесторам, ищущим дешевые акции второго эшелона, мы бы предложили очень интересные и актуальные для сегодняшнего настроения рынка акции золотодобывающих компаний, основные активы которых находятся в России (Бурятзолото, Celtic Resources и др.). Данные акции являются как хорошим инструментом для страхования от риска падения рынка и валют, так и бумагой с хорошим потенциалом роста (компании планируют выйти на ряд фондовых бирж).

Илл. 2. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2001 года, январь 2001 – июль 2002*


Прим.: * Значение открытия в январе 2001 - 100
Источники: РТС, Bloomberg

Илл. 3. Динамика РТС, с начала месяца*, июль 2002


Прим.: * Данные до 26 июля 2002
Источник: РТС

Рекомендации по портфелям

Как мы уже отмечали в июле, российский фондовый рынок выработал некоторый иммунитет к тому, что происходит на развитых рынках. Однако истинная степень этой независимости обнаружилась в течение последней недели месяца: давление со стороны продавцов, усиленное состоянием зарубежных рынков, стало слишком сильным, и это столкнуло индекс РТС вниз на 11% с начала месяца. Мы полагаем, что прекращение потока негатива с американского и западноевропейского рынков в августе станет ключевым условием возобновления роста на российском рынке.

Мы скорректировали наши типовые портфели на следующий месяц с тем, чтобы они отражали изменения в показателях компаний: в портфеле «Нефть и газ» вес акций Газпрома и Сургутнефтегаза понижен, а Юкоса – повышен (см. Илл. 4), в портфель «Телекомы» добавлены бумаги МГТС и ЦентрТелекома с одновременным снижением веса в нем акций Уралсвязьинформа. Структура портфеля «Прочие отрасли» не изменилась.

Доходность портфеля «Телекомы» (-23% с даты формирования – 24 мая 2002 г.) снизилась сильнее по сравнению и с доходностью портфеля «Нефтегазовый» (-21%), и падением индекса РТС (-20%). Меньше всего снизилась доходность портфеля «Прочие отрасли» (-16% с 24 мая 2002 г.). Более резкое снижение доходности портфеля «Нефтегазовый» по сравнению с индексом РТС объясняется сильным ростом малоликвидных акций второго эшелона (Пурнефтегаз – +9% с начала месяца)

Илл. 4. Состав и изменение весов акций в новых модельных портфелях Альфа-Банка по состоянию на 26 июня 2002 г.

Компания	RIC	Акции '000	Вес %	Компания	RIC	Акции '000	Вес %
Нефтегазовый				Телекомы			
Сибнефть	SIBN.RTS	280	3.02	Ростелеком	RTKM.RTS	2,087	14.48
ЮКОС	YUKO.RTS	295	16.08	Ростелеком преф.	RTKM_p.RTS	1,367	4.88
ЛУКОЙЛ	LKOH.RTS	160	14.52	МГТС	MGTS.RTS	12	0.49
Сургутнефтегаз	SNGS.RTS	6,800	14.35	Центр Телеком	ESMO.RTS	664	0.97
Газпром – локал.	GAZPPE.RTS	4,250	21.02	Вымпелком	VIP.N	168	23.24
Татнефть	TATN.RTS	1,147	4.61	МТС	MBT.N	157	25.99
МегионНГ	MFGS.RTS	207	6.88	Голден Телеком	GLDN.O	206	19.06
ОНАКО	ONAK.RTS	1,000	7.16	Кубань Телеком	KUBN.RTS	4,400	1.86
Всего акций			87.63	Новосибирск Э.С.	ENCO.RTS	14,133	1.56
Денежная позиция		1950.947	12.37	Уралсвязьинформ	URSI.RTS	37,600	2.37
Итоговый портфель			100	Волга Телеком	NNSI.RTS	353	2.06
Прочие отрасли				Всего акций			96.95
СеверСталь	CHMF.RTS	0	0.00	Денежная позиция		470.466	3.05
ГУМ	GUMM.RTS	0	0.00	Итоговый портфель			100
Вимм Биль Данн	WBD.N	39	4.24	Сравнительная динамика			
САН Интербрю	SBREQ.F	147	5.06	Нефтегазовый портфель		С 24/05/02	
Сбербанк	SBER.RTS	31	27.92	Телекомы		-21.11%	
Норильский Никель	GMKN.RTS	438	49.85	Прочие отрасли		-22.95%	
Уралмаш-Ижора	UMAS.RTS	147	3.85	RTS		-15.65%	
Всего акций			90.92			-19.88%	
Денежная позиция		1531.87	9.08				
Итоговый портфель			100				

Источник: оценки Альфа-Банка

Приняв во внимание, что бумаги компаний ряда отраслей в настоящее время недооценены, мы внесли в портфели следующие изменения:

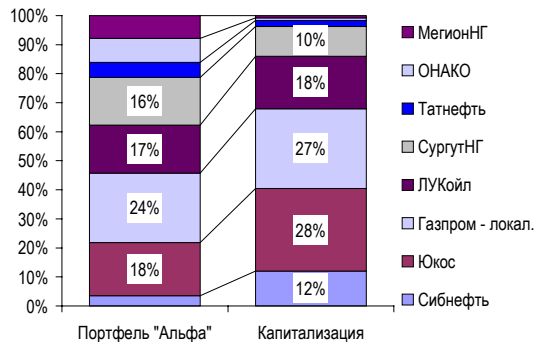
Илл. 5. Изменения в модельных портфелях

Портфель			Старый вес	Новый вес
Нефтегазовый				
12/07/02	Юкос	Покупка	15.0	18.0
12/07/02	Газпром	Продажа	27.5	25.0
12/07/02	СургутНГ	Продажа	18.0	17.0
Телекомы				
7/26/02	МГТС	Покупка	0.0	0.5
7/26/02	Центр Телеком	Покупка	0.0	1.0
7/26/02	Уралсвязьинформ	Продажа	3.9	2.4

Источник: оценки Альфа-Банка

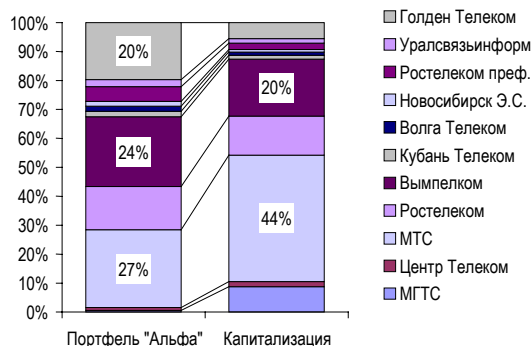
В Илл. 6 – Илл. 9 показаны веса акций в модельных портфелях и соответствие их рыночной капитализации.

Илл. 6. Вес акций в портфеле «Нефтегазовый» к их рыночной капитализации в отрасли



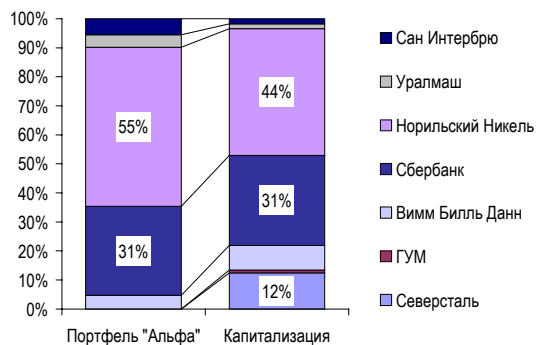
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 7. Вес акций в портфеле «Телекомы» к их рыночной капитализации в отрасли



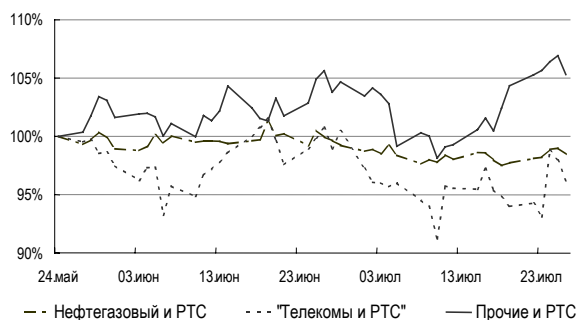
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 8. Вес акций в портфеле «Прочие отрасли» к их рыночной капитализации в отрасли



Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 9. Динамика модельных портфелей Альфа-Банка против индекса РТС, 24 мая – 26 июля 2002



Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Тема – Укрепление евро на России никак не отразится

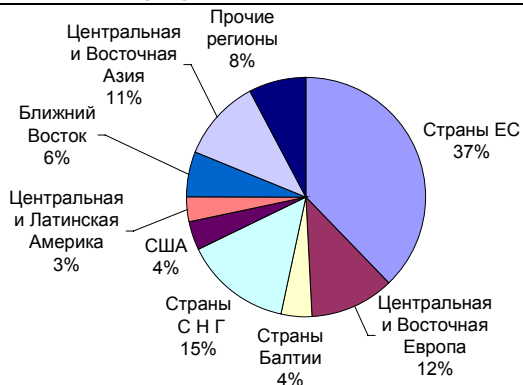
- Экономический выигрыш невелик: на Европу приходится 40% внешнеторгового оборота, а на операции с евро на валютном рынке – лишь 7%
- Бюджет 2003 г. не пострадает: рост платежей по внешней задолженности на \$540 млн. будет покрыт за счет экспортных пошлин в евро
- Долги предприятий в евро могут быть покрыты за счет экспортной выручки, получаемой также в евро

Укрепление евро не вредит ни бюджету, ни сбережениям

В евро оценивается 37% внешнеторгового оборота России...

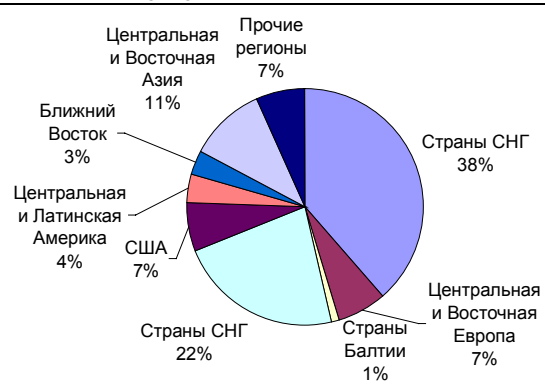
Произошедшее недавно на мировом финансовом рынке укрепление евро по отношению к доллару заставляет задуматься о том, каковы будут последствия для российской экономики. На первый взгляд, может показаться, что удорожание евро сильно повлияет на российскую экономику: в евро оценивается 37% всего внешнеторгового оборота страны, тогда как в долларах – лишь 5%. Отсюда следует, что теоретически российский экспорт должен стать более конкурентоспособным, а объем импорта должен, наоборот, сократиться.

Илл. 10. Структура экспорта в январе-мае 2002 г.



Источник: ЦБ РФ

Илл. 11. Структура импорта в январе-мае 2002 г.



Источник: ЦБ РФ

...но на валютном рынке доля операций в евро составляет лишь 7%

В действительности же такой непосредственной взаимосвязи между укреплением евро и ростом конкурентоспособности нет. Важно отметить, что географическая структура торговли не обязательно в точности соответствует соотношению стоимости национальных валют. Так, например, 95% российского экспорта выражена в долларах, тогда как в евро оценивается лишь 10% импорта. В результате операции по обмену евро/рубли составляют лишь 7% совокупного оборота на валютном рынке России. Это означает, что импортозамещение, являющееся результатом удорожания евро, вряд ли будет очень значительным.

В 2003 г. с учетом паритета €/ \$ платежи по внешнему долгу должны были бы увеличиться на \$40 млн...

Укрепление евро отразится также и на платежах по внешнему долгу: 30% последнего оценивается в евро. Укрепление евро на 1% равносильно увеличению этих платежей на \$40 млн. в год. С другой стороны, говоря о последствиях для платежей по внешнему долгу следует учитывать сроки его погашения. В будущем году Россия должна будет выплатить \$14,6

млрд., из которых \$5,4 млрд. выражены в евро. Следовательно, укрепление евро на 1% приведет к увеличению платежей на \$54 млн.

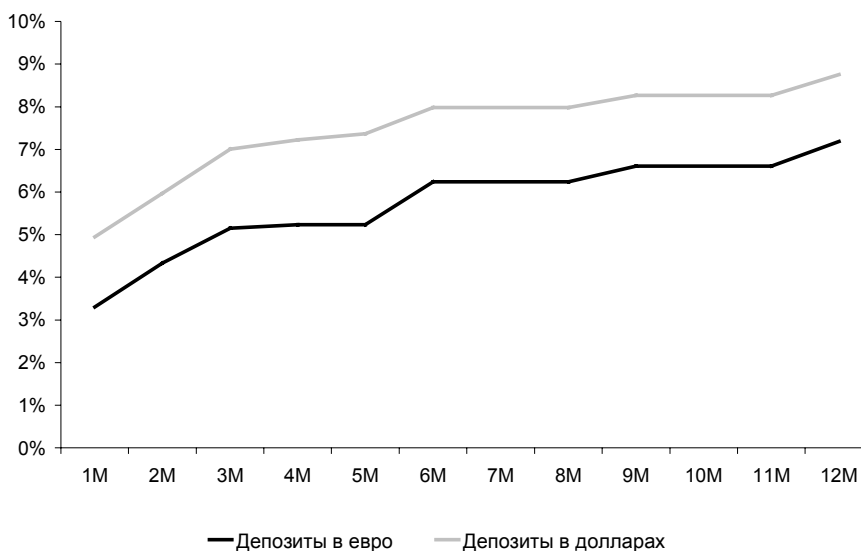
...однако эта сумма будет компенсирована ростом поступлений от экспортной пошлины

Мы, однако, полагаем, что рост стоимости долга будет компенсирован некоторым ростом налоговых поступлений. В частности, платежи в уплату пошлин за экспорт нефти ежегодно дают государству около \$2,8 млрд в евро, за бензин и мазут – еще \$2,4 млрд. Т.о., с учетом того, что укрепление евро на 1% принесет казне дополнительно \$52 млн., можно предположить, что влияние колебания курсов на мировом валютном рынке в целом никак не повлияет на бюджет 2003 г.

Низкие ставки по депозитам в евро способствуют сохранению сбережений в долларах

Сбережения населения, скорее всего, также будут, как и прежде, аккумулироваться в долларах. Мы не думаем, что люди будут в массовом порядке переводить их из долларов в евро. Основная причина заключается в том, что ставки по депозитам в евро у российских банков примерно на 1,5-2% ниже, чем по депозитам в долларах США.

Илл. 12. Процентные ставки по депозитам в евро и долларах



Источник: Альфа-Банк

Укрепление евро не влияет на уровень резервов ЦБ

По нашим оценкам, усиление евро не отразится на уровне валютных резервов ЦБ. Во-первых, в евро номинировано лишь 10% резервов ЦБ, или \$4 млрд. Во-вторых, поскольку резервы инвестированы в основном в низкорисковые облигации, укрепление евро не приведет к немедленному изменению общего объема долга.

Долг в евро покрывается выручкой в евро

Что касается российских предприятий, то последствия сильного евро также проявляются в двух направлениях, а именно, — уровень их конкурентоспособности по сравнению с европейскими компаниями и изменение стоимости долга.

Сильный евро не повысит привлекательность российского экспорта

Укрепление евро вряд ли окажет какое-либо влияние на российский экспорт, поскольку последний почти на 70% состоит из сырьевых товаров. Более того, спрос на сырье зависит не столько от колебания курсов валют, сколько резких изменений цены самого сырья.



Илл. 13. Влияние сильного евро на отдельные отрасли

Отрасль	Импортозамещение	Конкурентоспособность экспортной продукции	Долг	Другие последствия
Связь	Конкуренция с импортом отсутствует	Ростелеком получает \$54 млн. в евро в качестве платы за международный трафик	Долг Ростелекома в евро составляет \$30 млн., МГТС – \$37 млн. В случае МГТС укрепление евро на 1% увеличивает стоимость долга на \$400 тыс.	
Нефтяная промышленность	Конкуренция с импортом отсутствует	Компании получают экспортную выручку в долларах	Долги в евро отсутствуют	Укрепление евро на 1% равносильно увеличению налогового бремени на \$52 млн. в год, т.к. экспортные пошлины на нефть и нефтепродукты взимаются в евро
Газпром	Конкуренция с импортом отсутствует	60% своей экспортной выручки компания получает в долларах	Выручка в евро покрывает долги Газпрома в евро (\$1,1 млрд.)	
Энергетика	Конкуренция с импортом отсутствует	1% своей совокупной выручки РАО ЕЭС получает в евро (\$140 млн.)	Долг в евро (\$50 млн.) полностью покрывается экспортной выручкой в евро	
Кондитерская промышленность	Импортозамещение будет ограниченным, т.к. продукция пока еще дешевая	Не изменится	Нет заимствований	
Машиностроение	У Уралмаша, возможно, станет меньше конкурентов	Не изменится	Нет заимствований	
Банки	–	–	–	С укреплением евро будет расти спрос на кредиты в евро

Источник: оценка Альфа-Банка

Машиностроение и пищевая промышленность могут выиграть за счет импортозамещения

Если же говорить об импортозамещении, то здесь следует обратить внимание на возможность некоторого влияния на машиностроение и пищевую промышленность, поскольку эти отрасли больше других зависят от импорта. Однако если учесть ограниченность спроса на внутреннем рынке, можно предположить, что сильный евро вряд ли приведет к существенному росту промышленного производства и ВВП.

У российских компаний лишь очень небольшая часть долга номинирована в евро. У Газпрома, Ростелекома и РАО ЕЭС, взявших кредиты в евро, сумма долговых обязательств полностью покрывается выручкой также в евро. Ряд компаний получил кредиты в евро от ЕБРР, однако, таких предприятий немного, а размер кредитов незначителен (см. Илл. 14).

Илл. 14. Кредиты ЕБРР

Компания	млн. €
РАО ЕЭС	100
Sonic Duo	45,6
Челябинский электро-цинковый завод	16,5
Melgopi-Стинол	13,6
Азовпродукт	9,2
Русская перестраховочная компания	8,3
Молочные фермы, всего	7,8

Источник: ЕБРР



Динамика и оценка акций

Илл. 15. Динамика АДР, с начала месяца, на 30 июля

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение за месяц %	с начала года \$	За 52 недели	
							Максимум \$	Минимум \$
Нефть и Газ								
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	14,1	-14,3	42,6	20,6	8,3
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	57,5	-12,5	17,3	73,3	36,0
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	18,2	-0,3	142,0	25,8	3,8
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	17,0	-13,1	7,6	23,8	10,3
Татнефть	2	20 в 1	25,0	12,4	-10,6	19,9	17,3	8,0
Юкос	1	15 в 1	20,0	136,6	-2,4	75,7	172,5	46,5
Энергетика								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	3,0	9,1	-20,0	4,6	2,2
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	30,4	-22,5	3,3	50,4	29,4
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	2,6	-17,5	-35,0	5,0	2,3
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	8,9	-11,0	-42,9	18,2	8,3
Телекоммуникации								
ВымпелКом	3	3 в 4	Н/Д	22,8	-10,6	-12,7	34,8	14,5
Голден Телеком	3	1 в 1	Н/Д	15,4	-12,5	32,0	20,5	6,6
МТС	3	20 в 1	17,0	27,1	-10,5	-24,0	40,0	22,4
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	6,4	8,3	-7,1	8,4	4,0
Нижневсвязьинформ	1	2 в 1	8,5	2,1	16,7	23,5	3,0	1,5
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	6,6	10,3	26,1	9,9	2,7
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	1,7	-10,3	-8,4	3,6	1,1
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	5,4	-24,1	62,0	8,0	2,8
Прочие сектора								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	20,0	-4,3	15,9	25,3	10,7
Уралмаш - Ижора	144А, REG S	1 в 1	21,0	4,4	-14,3	0,0	7,1	2,7
ГУМ	1	2 в 1	32,2	2,9	12,4	-10,4	4,6	2,2
Вимм Билль Данн	3	1 в 1	0	18,0	-14,7	-8,0	25,4	18,0
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	5,9	0,0	20,0	8,9	2,7

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 16. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 30 июля

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.			2001П	2002П	2001П	2002П			
		%	%	\$	\$									
Нефть и Газ														
Газпром	0,831	-14	43	20,550	8,250	9,1	21 649	6,3	5,7	6,7	5,2	1,200	44	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	14,6	-10	19	18,23	9,125	3,6	12 418	5,9	7,7	3,8	4,6	20,5	40	НАКАПЛИВАТЬ
Сибнефть	1,802	1	148	2,17	0,3955	0,7	8 544	6,5	7,2	5,7	4,9	2,1	17	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,339	-13	8	0,470	0,214	2,0	7 747	4,2	3,9	3,0	2,9	0,6	77	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,621	-10	18	0,853	0,409	0,8	1 416	1,9	2,4	2,6	2,1	1,4	125	ПОКУПАТЬ
Юкос	9,11	-1	75	11,38	3,15	1,8	19 360	5,6	5,8	4,9	3,8	11,8	30	ДЕРЖАТЬ
PKN	12,6	-21	-20	26,9	12,8	0,1	13 285	4,6	4,7	2,2	2,1			
Petrobras	18,0	-4	-9	22,1	12,6	3,7	1 764	Н/З	7,9	19,7	5,0			
MOL	0,2	-2	18	0,2	0,2	8,4	36 744	6,4	7,2	3,5	3,5			
Среднее								5,5	6,6	8,5	3,5			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,065	-8	-21	0,092	0,058	0,0	310	-0,2	-21,4	-20,5	5,2	0,063	-3	ПРОДАВАТЬ
Ленэнерго	0,330	-6	-8	0,505	0,230	0,0	275	7,1	5,6	3,3	3,1	0,55	67	НАКАПЛИВАТЬ
Мосэнерго	0,027	-14	-34	0,048	0,027	0,2	763	84,8	31,5	3,2	3,2	0,05	85	СПЕК. ПОКУПКА
РАО ЕЭС	0,092	-9	-42	0,179	0,084	4,3	3 850	2,7	7,6	2,6	2,9	0,16	74	ПОКУПАТЬ
EdP	1,7	-14	-31	3,1	1,5	8,5	5 101	10,8	8,4	8,4	8,3			
Endesa	11,8	-21	-34	19,1	10,6	134,3	18 607	8,8	7,8	8,3	7,9			
Tenaga	2,6	-2	-8	3,1	2,2	2,1	8 830	16,1	16,3	12,4	11,8			
Среднее								11,9	10,8	9,7	9,3			
Телекомы														
МГТС	6,4	0	6	7,5	4,8	0,0	545	47,8	19,0	5,6	4,5	7,0	10	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	9,6	-10	-1	11,1	5,5	3,5	4 202	11,6	7,6	2,8	2,5			
Tele Norte Leste	5,3	-25	-42	10,0	5,0	3,6	2 374	15,3	8,9	2,9	2,3			
Среднее								13,4	8,2	2,8	2,4			
Ростелеком	1,105	9	21	1,660	0,455	0,7	939	7,1	6,1	3,0	2,6	1,45	31	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,99	-18	-5	1,54	0,78	2,7	1 017	7,1	6,5	5,3	1,8			
Embratel	0,76	-4	-76	4,60	0,64	4,1	198	Н/Д	Н/Д	2,8	1,6			
Среднее								7,1	6,5	1,4	0,8			
Вымпелком	22,8	-11	-13	34,8	14,5	3,4	1 223	25,9	14,6	9,4	6,1	32,0	36,3	ПОКУПАТЬ
МТС	27,1	-11	-24	40,0	22,4	3,7	2 701	13,0	10,4	6,6	4,8	40,0	48	НАКАПЛИВАТЬ
Turkcell	0,006	46	-18	0,008	0,002	4,5	3 023	Н/З	17,8	1,6	6,4			
Mobinil	7,7	6	-13	15,9	6,3	4,0	736	7,6	6,3	4,6	4,3			
Среднее								7,6	12,0	3,1	5,4			
Голден Телеком	15,4	-13	32	20,5	6,6	0,3	371	Н/З	8,8	14,5	3,5	24,0	56	ПОКУПАТЬ
Netia	0,9	-15	-39	4,5	0,6	0,1	27	Н/З	Н/З	Н/З	17,9			
Металлургия														
Норильский Никель	20,7	-1	21	25,0	15,0	0,7	4 417	7,7	6,6	3,4	3,3	31,6	53	ПОКУПАТЬ
Ampplats	32,5	-19	-26	54,0	25,4	0,5	7 030	10,4	10,0	6,6	6,2			
Eramet	27,5	-14	-19	39,0	21,6	0,0	688	12,4	8,4	4,1	4,2			
WMC	4,6	-8	-13	5,6	3,5	4,5	9 134	19,0	17,9	9,2	9,2			
Среднее								14,0	12,1	6,6	6,5			
Северсталь	54,0	-17	23	84,0	34,5	0,0	1 192	7,6	6,4	3,2	3,0	72,0	33	ДЕРЖАТЬ
China Steel	0,5	-8	16	0,5	0,3	20,3	4 253	19,3	17,0	8,2	7,7			
POSCO	98,5	-12	-4	136,4	60,2	0,3	9 221	13,8	10,7	6,0	5,7			
Среднее								16,5	13,8	7,1	6,7			
Продукты														
Балтика	13,0	-6	43	14,8	9,0	0,0	1 392	10,8	9,7	6,9	5,7	18,0	38	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	5,9	0	20	8,9	2,7	0,0	640	8,1	4,1	8,4	6,0	8,2	38	ПОКУПАТЬ
Вимм Билл Данн	18,0	-14,7	-8,0	25,4	18,0	0,2	792,0	20,3	11,9	10,3	7,4	28,0	55,6	
Okocim	3,0	-13	12	4,2	2,4	0,0	63	48,0	14,6	11,5	8,8			
Grupo Modelo-C	2,3	-5	9	2,7	1,9	3,9	1 496	20,5	18,2	1,6	1,4			
Среднее								34,3	16,4	6,5	5,1			
Торговля														
ГУМ	1,45	0	1	1,80	1,10	0,0	87	6,9	5,5	3,6	3,3	2,10	45	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	3,1	3	24	3,3	2,3	0,0	270	14,5	16,2	11,7	10,5			
Matahari Putra Prima	0,1	-15	32	0,1	0,0	0,5	171	6,0	5,2	2,1	1,9			
Среднее								10,3	10,7	6,9	6,2			
Машиностроение														
Уралмаш - Ижора	4,4	-16	15	6,4	2,8	0,0	156	6,0	5,2	2,8	2,3	8,0	82	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	17,3	-18	-19	31,7	16,5	0,3	1 312	9,9	3,8	5,0	4,5			
Atlas Copco	21,2	-9	-15	27,9	17,7	1,2	4 389	13,1	13,6	5,6	5,7			
Среднее								11,5	8,7	5,3	5,1			

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

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка



Илл. 17. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 30 июля

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	5,25	-9	-5	7,25	2,75	7,6	597	5,8	5,7	2,7	2,9	9,6	83	ПОКУПАТЬ
Пурнефтегаз	3,05	2	-18	5,5	2	9,2	294	13,7	8,2	6,2	4,7	2,4	-21	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	2,4	-11	-9	3,8	2,4	0,9	177	4,1	4,6	5,1	4,3	4,5	88	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	85	0	209	100	27,5	0,3	308	3,7	4,1	2,1	1,7	140	65	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,105	0	4	0,183	0,070	27,6	117	2,1	2,1	1,4	1,5	0,20	90	ПОКУПАТЬ
Красноярскэнерго	0,200	38	148	0,200	0,081	3,2	138	25,4	5,2	3,9	2,6	0,14	-30	НАКАПЛИВАТЬ
Кубаньэнерго	2,60	0	31	3,1	1,6	10,9	46	4,7	3,8	1,7	1,7	4,2	62	НАКАПЛИВАТЬ
Кузбассэнерго	0,18	-18	53	0,220	0,088	60,1	109	1 215	9,7	4,0	2,2	0,210	17	ДЕРЖАТЬ
Новосибирскэнерго	3,25	0	81	4	1,8	0,0	47	-2,0	21,0	16,4	5,2	2,5	-23	ДЕРЖАТЬ
Пермэнерго	1,42	0	-11	2,15	1,42	17,8	69	4,1	2,4	0,9	0,9	2,87	102	НАКАПЛИВАТЬ
Ростовэнерго	0,011	-15	-27	0,020	0,011	16,9	44	8,6	2,8	4,3	3,4	0,02	105	НАКАПЛИВАТЬ
Самараэнерго	0,035	0	23	0,041	0,025	19,7	131	10,5	7,5	7,5	3,2	0,044	27	НАКАПЛИВАТЬ
Свердловэнерго	0,1275	2	26	0,168	0,08	24,1	80	13,1	2,0	1,1	0,8	0,157	23	ДЕРЖАТЬ
Челябэнерго	0,007	8	-7	0,01	0,005	0,7	30	13,4	4,4	1,5	1,4	0,01	54	НАКАПЛИВАТЬ
Телекомы														
Башинформсвязь	0,075	0	7	0,09	0,07	7,9	72	6,8	2,1	2,6	2,1	0,09	20	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	0,9	0	-1	1,45	0,72	67,3	106	11,0	3,3	3,1	2,1	1,64	82	НАКАПЛИВАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,44	-2	5	0,57	0,31	25,2	231	20,6	27,9	4,1	6,9	0,49	11	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,02	0	-8	0,03	0,02	1,75	54	7,1	3,0	2,2	1,4	0,04	118	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинфоформ	0,010	-3	10	0,778	0,007	58,3	85	68,1	12,1	3,4	13,6	0,016	65	ПОКУПАТЬ
ЦентрТелеком	0,21	-7	-13	0,37	0,137	84,3	114	31,8	7,2	5,5	2,7	0,34	62	ДЕРЖАТЬ
ЮжТелеком	0,06	-8	-2	10,69	0,04	70,3	85	8,2	2,6	2,6	1,8	0,13	117	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
Аэрофлот	0,275	-5	-23	0,407	0,250	51,1	305	155,8	23,8	5,1	4,2	0,330	20	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	25	-14	41	38,9	8,4	163,9	743	4,7	1,6	2,7	2,1	51,0	104	СПЕК. ПОКУПКА
ГАЗ	27,1	-13	-7	43	15	37,3	143	79,4	2,2	4,7	3,4	17	-37	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	4,95	1	-7	8,5	3,6	1,1	44	4,8	4,0	2,7	2,6	9,00	82	СОКРАЩАТЬ
Сбербанк	155,1	-9	100	186	30	233,5	3 023	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	220	42	СПЕК. ПОКУПКА
Челябинский труб- ный з-д	0,12	0	60	0,13	0,062	6,2	57	2,5	1,4	1,6	1,0	0,17	42	СПЕК. ПОКУПКА
ЦУМ	0,41	-9	41	0,49	0,29	2,6	37	15,9	25,7	12,0	12,5	0,73	78	ДЕРЖАТЬ

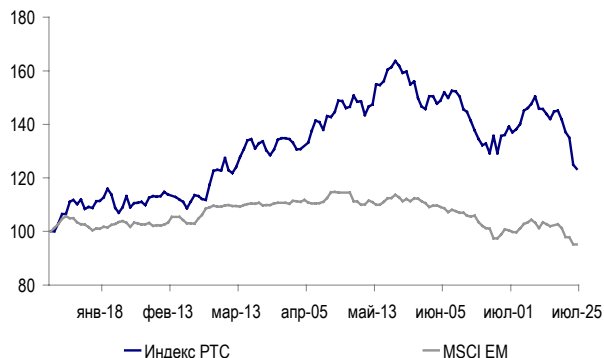
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 18. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 30 июля

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Сургутнефтегаз прив.	0,190	-10,17	-5,00	0,259	0,126	160,2	44	0,0090	4,74	0,36	89	ПОКУПАТЬ
Татнефть прив.	0,430	0,00	22,51	0,615	0,253	2,0	31	0,0280	6,51	0,84	95	ПОКУПАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,073	-18,99	-38,03	0,135	0,056	53,6	21	0,0050	6,90	0,17	134	ПОКУПАТЬ
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	0,550	-1,79	13,97	0,850	0,210	11,5	50	0,0267	4,85	0,86	56	ДЕРЖАТЬ

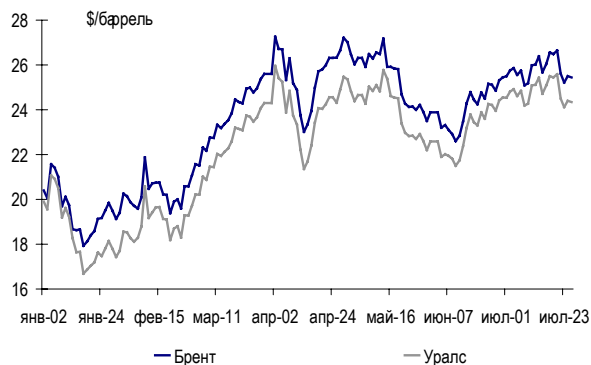
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Графики

Илл. 19. РТС и индекс MSCI EM, с начала года


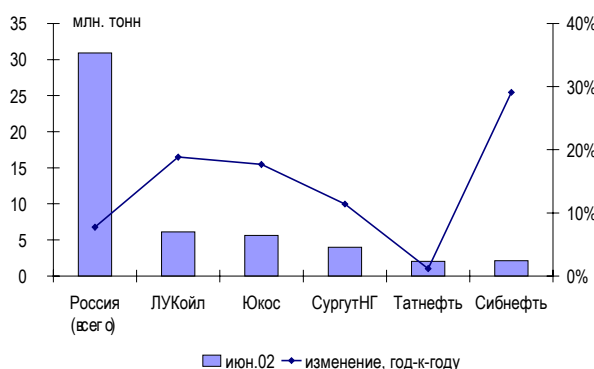
Источники: РТС, Рейтер

- Из-за спада на развивающихся рынках индекс РТС за последние 4 недели снизился на 8,8%

Илл. 21. Динамика цен на нефть, с начала года


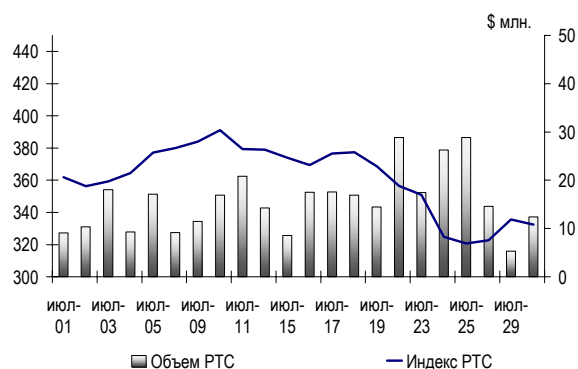
Источник: Блумберг

- Средняя цена сорта Brent за период с начала года составляет \$23,52/баррель, что на 7% выше нашего прогноза по итогам 2002 г.
- В июле сохранялся большой разрыв между экспортной и внутренней ценой нефти

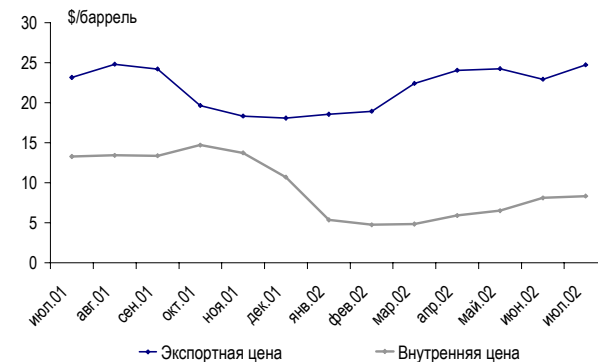
Илл. 23. Добыча нефти компаниями, июнь 2002 г.


Источник: Министерство энергетики

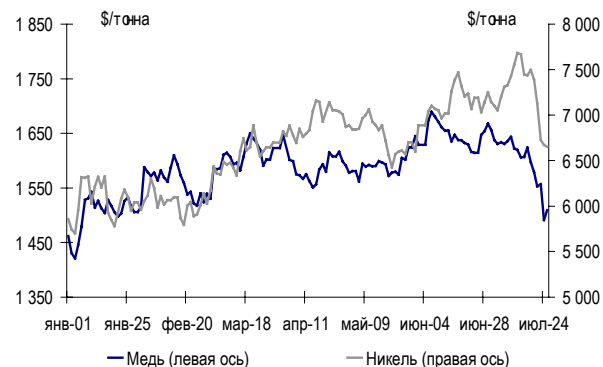
- В июне добыча нефти в России выросла на 8%; быстрее всего растет добыча у Sibneft (по сравнению с аналогичным периодом прошлого года)
- Во второй половине июля цены на никель и медь упали соответственно на 14 и 6%

Илл. 20. Динамика РТС, с начала месяца


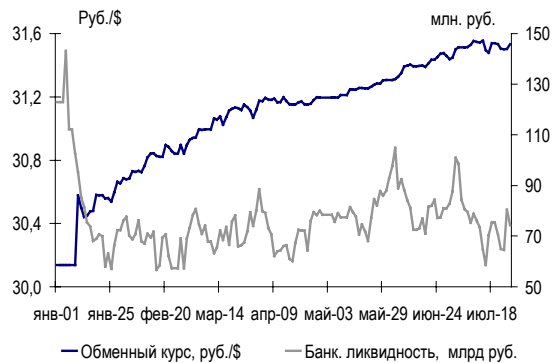
Источник: РТС

Илл. 22. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2002


Источник: Министерство энергетики

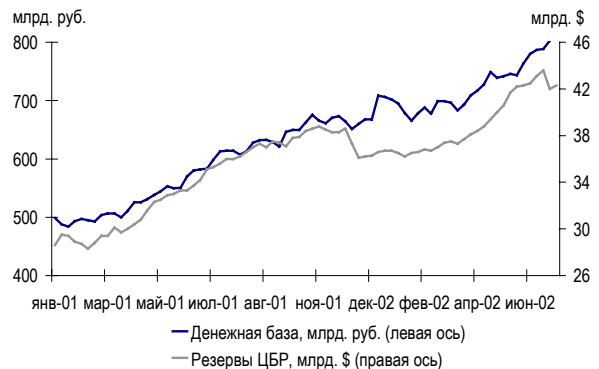
Илл. 24. Цены на медь и никель, с начала года


Источник: Блумберг

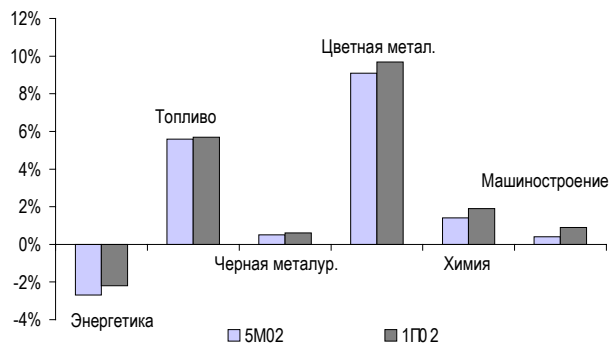
Илл. 25. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Значительное сокращение рублевой ликвидности, произошедшее во второй половине июля, привело к удорожанию к концу месяца рубля на 0,1%
- Резкий рост резервов ЦБ привел к увеличению денежной базы

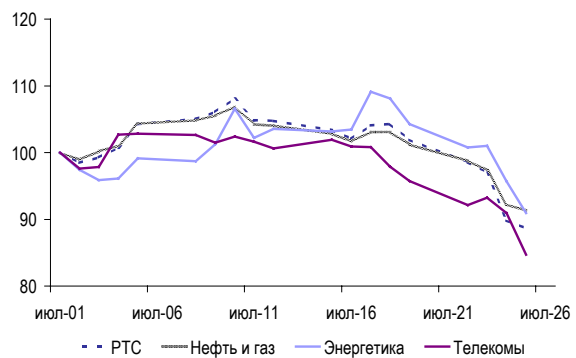
Илл. 26. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года


Источник: ЦБР

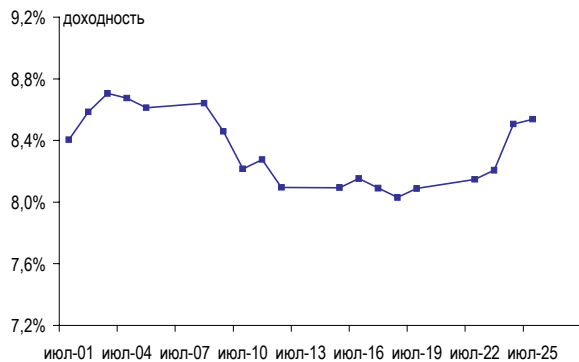
Илл. 27. Динамика промышленного роста, год-к-году


Источник: Минфин

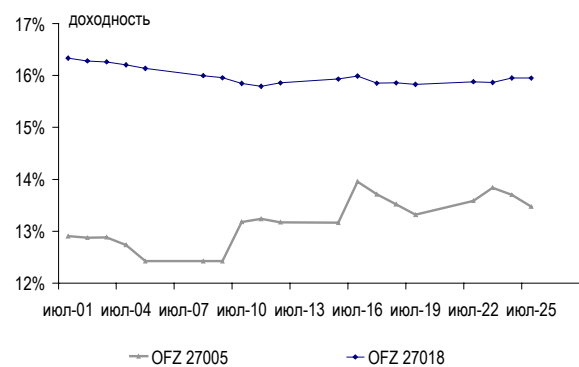
- Несмотря на заметный экономический рост во втором полугодии текущего года (+3,9%), рост промышленного производства, в частности в машиностроении, оказался незначительным
- Во второй половине июля акции энергокомпаний были «лучше» рынка, а компаний связи «хуже» рынка в течение всего месяца

Илл. 28. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 29. Динамика Евро-07, с начала месяца


Источник: Рейтер

Илл. 30. Динамика ОФЗ 27005- 27018, с начала года


Источник: Рейтер

- Из-за нестабильности на мировых рынках цены российских облигаций были волатильными



Календарь событий

Илл. 31. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания	Событие
6 августа	Голден Телеком	Отчет за 2-й кв. по GAAP
6 августа	Нефтяной сектор	Москву посетит генеральный секретарь ОПЕК Альваро Сильва
16 августа	РАО ЕЭС	Совет директоров РАО ЕЭС рассмотрит ход консолидации активов энергокомпаний
В течение месяца	РАО ЕЭС	Совет директоров РАО ЕЭС назначит дату проведения внеочередного собрания акционеров, на котором будут утверждены поправки к Уставу
В течение месяца	Юкос	Отчет за 1-й кв. по GAAP
В течение месяца	Мосэнерго	Основные показатели за 1-е полугодие 2002 г. по РСБУ
В течение месяца	Ленэнерго	Основные показатели за 1-е полугодие 2002 г. по РСБУ
В течение месяца	ДВМП	Отчет за 1-е полугодие по 2002 г. по РСБУ
После 20 августа	МТС	Отчет за 2-й кв. по GAAP
Конец месяца	Вымпелком	Отчет за 2-й кв. по GAAP
Конец месяца	Ростелеком	Отчет за 2-й кв. по МСФО

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

С учетом данных о развитии экономики в первом полугодии 2002 г. мы повышаем прогноз по росту ВВП за весь 2002 г. до 3,5%

Сокращение налогового бремени на 0,5% ВВП позволит обеспечить рост ВВП в 2003 г. на 3%

Опубликованные в июле данные о развитии экономики в первом полугодии текущего года свидетельствуют о том, что в своей основе экономика остается сильной. ВВП вырос на 3,7%, а промышленное производство на 3,2% по сравнению с уровнем прошлого года. С учетом из этих показателей, мы повышаем прогноз по росту ВВП до 3,5% по итогам года, а по росту промышленного производства ограничиваемся лишь 3%. Мы подтверждаем уже высказывавшуюся нами точку зрения, что рост ВВП теперь в большей степени определяется развитием сферы услуг и сельского хозяйства, в то время как роль промышленного производства снижается.

В августе мы ожидаем новостей о бюджете на 2003 г. В проект бюджета должны быть включены официальный прогноз по уровню роста тарифов, а также программа правительства по финансированию долговых платежей. Мы полагаем, что наш прогноз по темпам экономического развития в 2003 г. будет в основном зависеть от решимости правительства сократить налоговое бремя. Ранее представители государства говорили о возможности его сокращения на 0,5% ВВП. В случае реализации этого предложения мы ожидаем, что в следующем году ВВП вырастет на 3%.

Илл. 32. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П	2003П
На август							
Инфляция	-0,1	3,7	1,2	1,0	0,0	0,5	
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,8	7,9	24,8	27,8	29,4	31,7	
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	23,9	12,5	11,1	23,8	37,5	44,0	
Годовые							
Рост ВВП, %	0,8	-4,9	5,4	8,3	5,6	3,1	2,5
Инфляция, %	11,0	84,0	37,0	20,0	19,0	16,0	14
Курс рубля на конец года, руб./\$	6,0	20,7	27,0	28,1	30,3	33,5	38
Золотовалютные запасы на конец года, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28,0	36,6	46,0	48
Сальдо торгового баланса	16,6	16,9	36,0	61,0	51,0	35,0	33,0
Экспорт	89,0	74,9	75,8	105,0	102,0	90,0	93
Импорт	72,0	58,0	39,6	44,0	51,0	55,0	60

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка



Илл. 33. Основные события

Дата	Событие
1 июля	Профицит счета текущих операций РФ снизился в I квартале на 37% к январю-марту 2001 г. до \$7,2 млрд. Снижение положительного сальдо по счету текущих операций обусловлено сокращением экспортных доходов в результате низких цен на нефть на мировых рынках в I квартале. Учитывая, что рост импорта за отчетный период составил около 7% (по сравнению с 20% в феврале к февралю 2001 г), снижение положительного сальдо в январе-марте будет компенсировано во II квартале в результате роста цен на нефть.
4 июля	Инфляция в РФ в июне 2002 г составила 0,5%, в первом полугодии – 9%. Основной рост цен был зафиксирован на услуги населению (на 1,6%) и на непродовольственные товары (на 1,1%). В то же время цены на продукты питания снизились в целом за месяц на 0,2%. Основной рост цен происходил в первую половину месяца – за период с 1 по 17 июня цены выросли на 0,5%.
5 июля	Дефицит счета капитальных операций составил в 1 полугодии 2002 г \$6,9 млрд. Несмотря на то, что предварительные данные ЦБ оказались хуже ожиданий, мы воспринимаем положительно 30-процентное снижение дефицита счета капитальных операций к 1 полугодию 2001 г., а также всего 25-процентный рост дефицита по сравнению с данными за 1 квартал 2002 г. В то же время, тревожным сигналом стало сокращение прямых инвестиций к первому полугодю 2001 г на 25%. Мы оцениваем, что прямые инвестиции останутся на низком уровне во второй половине года в результате снижения интереса к развивающимся рынкам во всем мире в связи с замедлением скорости восстановления экономики развитых стран, а также из-за возросшей турбулентности финансовых рынков. В целом за 2002 г объем прямых инвестиций в экономику РФ не превысит, по нашим оценкам, \$4-6 млрд.
9 июля	Агентство S&P намерено повысить рейтинг РФ до уровня "BB" с нынешнего "B+" в ближайшее время – управляющий директор S&P Конрад Ройсс. По его словам повышение рейтинга связано с улучшением макроэкономических показателей РФ и ситуации с обслуживанием долговых обязательств. Он также добавил, что РФ отвечает по многим показателям рейтингам уровня "BB". Хотя повышение рейтинга агентством S&P давно ожидалось рынком, и частично было заложено в цены валютных облигаций, сюрпризом для участников рынка стала (1) возможность более раннего повышения рейтинга (предполагалось повышение после реформирования задолженности бывшего СССР осенью 2002 г), а также (2) предполагаемое повышение рейтинга сразу на две ступени.
9 июля	Федеральный бюджет за январь-июнь исполнен с профицитом в 77,1 млрд. руб. или 1,6% к прогнозному объему ВВП. Профицит бюджета в первом полугодии на уровне 1,6% прогнозного значения ВВП соответствует плановому показателю. Хотя профицит бюджета в первом полугодии существенно сократился по сравнению с I кварталом, наблюдается позитивная динамика по сравнению с данными за первые пять месяцев. Это вызвано исполнением задания по сбору доходов на 101,3%, притом, что расходы бюджета за первое полугодие недофинансированы на 4% по сравнению с планом. Рост поступления налоговых доходов в бюджет в июне является позитивным фактором, в то же время динамика налоговых сборов будет принципиальной в ближайшие месяцы.
10 июля	Дополнительный рост ВВП России при присоединении к ВТО на предлагаемых Россией условиях составит 0,6% – Национальный инвестиционный совет. Дополнительный рост ВВП ожидается в связи с импортозамещением, обусловленным сокращением импорта на 2,7% вследствие роста ввозных пошлин. Эффект от вступления РФ в ВТО мы оцениваем на уровне дополнительного экономического роста в 0,2-0,3% ежегодно.
11 июля	Золотовалютные резервы РФ с 1 по 5 июля снизились на \$400 млн. до \$42 млрд. – ЦБР. Падение золотовалютных резервов связано с изменением методологии их расчета. С 1 июля данные по резервам будут предоставляться без учета краткосрочных обязательств, в частности, по краткосрочным операциям РЕПО. По новой методологии объем резервов на 1 июля составлял \$42,4 млрд. против \$43,6 млрд., рассчитанных по старой методике. Таким образом, снижение резервов составило \$400 млн.
11 июля	Рост промышленного производства в РФ в первом полугодии 2002 г составил 3,2% – Госкомстат. Рост промышленного производства во II квартале 2002 г составил 3,9% (к аналогичному периоду прошлого года) против 2,6% – в I квартале текущего года. Хотя существенное улучшение показателей промышленного производства во II квартале текущего года является позитивным, зафиксированный рост не является устойчивым. Увеличение производства в машиностроении всего на 0,9% по итогам первого полугодия свидетельствует о сохранении слабого спроса на продукцию этого сектора.
15 июля	Минэкономразвития повысило прогноз роста ВВП по итогам 2002 г до 3,8% с 3,6% ранее. Одновременно Минэкономразвития понизило прогноз роста промышленного производства в 2002 г. до 3,7% против 4% ранее. Объем прямых иностранных инвестиций оценивается на уровне \$6 млрд.
18 июля	Рост промышленного производства в РФ в первом полугодии 2002 г составил 3,2%. Хотя существенное улучшение показателей промышленного производства во II квартале текущего года является позитивным, зафиксированный рост не является устойчивым. Увеличение производства в машиностроении всего на 0,9% по итогам первого полугодия свидетельствует о сохранении слабого спроса на продукцию этого сектора. Исходя из этого, мы оставляем наш прогноз роста промышленного производства по итогам года на уровне 3%.
25 июля	Объем внешних заимствований РФ в 2003 г планируется в размере \$1,68 млрд., внутренних – на уровне 170 млрд. руб. Согласно программе Минфина РФ, в 2003 г предполагается выпуск еврооблигаций в размере до \$1 млрд., \$640 млн. будут привлечены в качестве целевых займов и еще \$40 млн. – это кредит МБРР на развитие бюджетного федерализма и региональных финансов.
25 июля	Администрация Президента предложила национализировать резервы нефти и газа. Администрация президента разработала изменения в законе «О недрах» и предложила Правительству совместно рассмотреть проект. Администрации и Правительству необходимо представить предложенный закон президенту и Думе к 1 ноября.
26 июля	Агентство S&P повысило долгосрочный рейтинг РФ до «BB-» с «B+», прогноз стабильный. Краткосрочный суверенный кредитный рейтинг России в иностранной и местной валютах подтвержден на уровне «B».
26 июля	Выпуск 1-го транша облигаций в обмен на коммерческую задолженность СССР в объеме \$1,8 млрд. состоится не ранее сентября 2002 г. В рамках первого транша будет урегулирован основной долг по коммерческой задолженности БСССР. Размещение второго транша, размер которого будет незначительным (около \$200-400 млн., по нашим оценкам) откладывается на 2003 г. В рамках реструктуризации будут выпущены еврооблигации с погашением в 2010 и 2030 гг на условиях обмена долга Лондонскому клубу. Выпуск еврооблигаций для обмена задолженности перед МИБ и МБЭС (предположительно объемом \$1,1 млрд.), по словам Колотухина, не совпадет с обменом коммерческих долгов.
29 июля	Правительство подняло экспортные пошлины на мазут с 10 /т. (\$9,8/т.) до 20 /т. (\$19,6/т.). Новые пошлины вступят в силу по прошествии месяца после даты официальной публикации решения правительства. Новая пошлина составит 14% от текущей экспортной цены мазута, которая выросла на 64% с низкой отметки в \$81/т. в середине ноября прошлого года.

Источник: оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей

Константин Резников

(7 095) 795-3612

Анна Бутенко

(7 095) 795-3745

В июле цена сорта Brent составила \$25,75/баррель

Рост добычи странами-членами ОПЕК стал еще одним фактором, способствующим снижению нефтяных цен

По нашим оценкам, в 1-м кв. текущего года чистая прибыль у Юкоса снизилась на 18%

Нефть и газ

В июле цена сорта Brent была стабильной и держалась в среднем на уровне \$25,75/баррель. За период с начала года средняя цена Brent составила \$23,52/баррель, что на 6,9% превышает наш годовой прогноз (\$22/баррель). В результате роста цен на нефть, отмечавшегося в последние несколько месяцев, динамика цен акций нефтяных компаний была лучше, чем на рынке в целом.

С другой стороны, по данным консалтинговой фирмы Petrologistics Ltd, в июле члены ОПЕК увеличили добычу на 1,7% по сравнению с июнем. Это означает, что страны-члены ОПЕК в общей сложности превысили официально установленные квоты на 8,7%. Данный факт, являющийся свидетельством усиливающегося несоблюдения квот со стороны картеля, накануне очередной встречи министров, запланированной на 18 сентября, подрывает доверие к этой организации. Ряд стран-членов ОПЕК, в т.ч. Алжир, Нигерия и Венесуэла, пытаются добиться увеличения своей доли в совокупной квоте на добычу с тем, чтобы покрыть бюджетный дефицит. Установленная для Алжира квота соответствует 69% имеющихся у этой страны нефтедобывающих мощностей – самый низкий показатель среди 11 стран-членов ОПЕК.

Неофициальный рост добычи странами ОПЕК, о котором говорилось выше, а также возможное увеличение квот в сентябре могут привести к резкому падению цен на нефть в случае если в 4-м кв. текущего года не произойдет заметного роста спроса. Следует, однако, отметить, что нефтяные цены неожиданно обрели поддержку на более высоком уровне вследствие циркулирующих слухов о возможности военной операции США против Ирака.

В августе мы ожидаем выхода отчета Юкоса за 1-й кв. 2002 г. по U.S. GAAP, который позволит нам сравнить результаты деятельности компании с уже опубликованными данными ЛУКойла.

По нашим оценкам, в 1-м кв. текущего года чистая выручка у Юкоса снизилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 4,5%, EBITDA и чистая прибыль сократились соответственно на 24,5% и 18,1%. Несмотря на то, что за отчетный период добыча у компании существенно возросла (на 17,6%), по нашим оценкам, этого было недостаточно для компенсации потерь от снижения цен на нефть и нефтепродукты. Одновременно с ростом добычи должны увеличиться и операционные издержки. В сочетании с ростом налоговых выплат и транспортных тарифов это, согласно нашим расчетам, привело к 30-процентному увеличению издержек. Тем не менее, по нашим оценкам, нормы EBITDA и чистой прибыли у Юкоса составят соответственно 45% и 27%, что заметно выше аналогичных показателей ЛУКойла за 1-й кв. 2002 г. (23% и 9%). Юкос намного опережает ЛУКойл и по показателю чистой прибыли на баррель добычи (\$4,25 за баррель и \$1,70 за баррель, соответственно).



Илл. 34. Сравнение результатов Юкоса и ЛУКойла за 1Кв02

	Юкос			ЛУКойл 1Кв02
	1Кв01	1Кв02Оц.	Изменение, год-к-году	
Чистая выручка	1 897	1 811	-4,5%	2 655
Операционные затраты	896	1 164	30,0%	2 284
Операционная прибыль	1 001	647	-35,4%	371
Другие расходы (доходы)	125	5	-96,1%	54
Прибыль до налогообложения	877	642	-26,8%	317
Налог на прибыль	281	154	-45,1%	74
Чистая прибыль	596	488	-18,1%	243
ЕБИТДА	1 081	815	-24,5%	608
Базовый EPS, \$/акцию	0,51	0,38	-24,5%	0,71
Норма ЕБИТДА	57,0%	45,0%	-21,0%	22,9%
Норма операционной прибыли	52,8%	35,7%	-32,3%	14,0%
Норма чистой прибыли	31,4%	26,9%	-14,3%	9,2%
Добыча нефти, млн. бар.	97,7	114,9	17,6%	142,9
Чистая выручка на баррель	19,42	15,77	-18,8%	18,58
ЕБИТДА на баррель	11,06	7,10	-35,8%	4,25
Чистая прибыль на баррель	6,10	4,25	-30,4%	1,70

Источники: отчёты компании, оценки Альфа-Банка

Газпром

Илл. 35. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	17 108	17 938	17 069	17 262
ЕБИТДА, млн. \$	4 999	6 495	5 833	6 065
Чистая прибыль, млн. \$	2 666	2 933	2 824	3 018
P/E	6,3	5,7	7,0	6,5
EV/ЕБИТДА	6,7	5,2	5,8	5,5
Капитализация, млн. \$	21 649			
EV, млн. \$	33 549			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	184			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 36. Краткий обзор компании

Сильные стороны	
•	Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%)
•	Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке (экспорт 131 млрд. куб. м)
Слабые стороны	
•	Низкие цены на газ на внутреннем рынке (\$13-16 за тыс. куб. м)
•	Неплатежи за поставки газа некоторыми группами потребителей (\$3.4 млрд.)
Возможности	
•	Новые проекты строительства экспортных газопроводов (рост экспорта до 175-200 куб. м)
•	Рост цен на газ на внутреннем рынке будет обгонять инфляцию
Угрозы	
•	Правительство является держателем 38% акций компании
•	Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 37. Основные события

Дата	Событие
1 июля	Ежегодное собрание акционеров Газпрома завершает перестановки в Правлении; представитель миноритариев сохраняет своё место в Совете Директоров. Ежегодное собрание акционеров Газпрома завершило перестановки в менеджменте газового гиганта. Последние из старой управленческой команды потеряли свои кресла в Совете Директоров и были замещены новыми управленцами. Общая структура Совета осталась неизменной: государство занимает 6 мест, менеджмент удерживает 3 места (хотя председатель Алексей Миллер был представлен как кандидат от государства), одно место ушло к стратегическому инвестору Ruhrgas и ещё одно – представителю миноритариев. Результаты выборов также демонстрируют контроль государства над Газпромом, так как вместе все представители государства получили 51% голосов (или 59,4% если добавить Миллера к списку представителей государства). В то же время, пакета из 14,4% голосов было недостаточно, чтобы провести в Совет двух кандидатов со стороны миноритариев.
22 июля	Газпром опубликовал пресс-релиз, проливающий свет на операционные результаты компании в 1П02 и ожидаемые цифры финансовых результатов по РСБУ. Газпром в 1П02 увеличил добычу на 1,35% (264,8 млрд. куб. м.), возвращаясь к нормальному для него уровню 260-265 млрд. куб. м. за 6 месяцев. В прошлом году добыча в первой половине года была ниже, так как цены на газ в Европе достигли рекордных \$150/млн. куб. м., вызвав естественное снижение спроса. Газпром легко следует (и даже превысит) к своей цели 520 млрд. куб. м. в год. Добыча нефти и газового конденсата поднялись на 1,5% до 5,1 млрд. т. Экспорт газа в Европу вырос на 3% до 65,8 млрд. куб. м. – снова, возвращаясь с прошлогодних глубин из-за высоких цен, тогда как экспорт в страны СНГ выросли на скромные 2% до 46,5 млрд. куб. м., а внутренние поставки – снизились до 162,6 млрд. куб. м. В целом, продажи газа в 1П02 превысили добычу на 10,1 млрд. куб. м., выкачанных из подземных хранилищ. Газпром показал себестоимость добычи газа на 5,7% ниже ожидавшихся (115,8 руб. / млн. куб. м. или \$3,7/млн. куб. м.), затраты на транспортировку (11,04 руб./млн. куб. м./100 км. Или \$0,35/млн. куб. м./100 км.) соответствуют ожиданиям. До сих пор не ясно, включила ли компания амортизацию в расчёт операционных затрат, но, определённо, последние не включают инвестиционную компоненту. В той же отчётности Газпром отразил более низкую прибыль за 1П02 по РСБУ 40,7 млрд. руб. (\$1,3 млрд.), что, тем не менее, соответствуют нашим ожиданиям.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ
Илл. 38. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 106	10 534	10 202	10 504
EBITDA, млн. \$	3 834	3 061	2 895	3 176
Чистая прибыль, млн. \$	2 109	1 550	1 725	1 926
P/E	5,7	7,8	7,0	6,3
EV/EBITDA	3,7	4,6	4,9	4,5
Капитализация, млн. \$	12 121			
EV, млн. \$	14 161			
Добыча, млн. бнэ	572			
Запасы, млн. бнэ	16 652			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 39. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Значительные доказанные запасы (14,9 млрд. баррелей)
- Независимые экспортные маршруты из района Каспийского моря и Тиман-Печоры, мощностью в 20 млн. тонн

Слабые стороны

- Внутренние продажи нефти - 15-18 млн. тонн
- 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 (40% перерабатывающих мощностей)
- Приобретение 20% Hellenic Petroleum (Греция)

Угрозы

- Возможно, что большие капвложения (\$1,4 млрд. в 2000г. и \$2,3 млрд. в 2001г.) не принесут ожидаемых результатов

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 40. Основные события

Дата	Событие
6 июля	ЛУКОЙЛ снизит экспорт нефтепродуктов, чтобы стабилизировать внутренние цены и воспользоваться более высокой рентабельностью продаж на внутреннем рынке. ЛУКОЙЛ намеревается снизить экспорт нефтепродуктов, начиная с июля, в то время как темпы их производства увеличатся. По мнению руководства компании, это удовлетворит внутренний спрос, который растет с мая в связи с сезонными факторами, и стабилизирует цены. В частности, компания снизит экспорт бензина А-76 на 11,8 тыс. б/с и дизельного топлива на 23,5 тыс. б/с.
10 июля	ЛУКОЙЛ выходит из совместной с Rotch заявки на покупку Rafineria Gdanska, мощностью 85 тыс. б/с; однако все же надеется подать заявку самостоятельно. ЛУКОЙЛ вышел из совместной с Rotch Energy заявки на приобретение 75%-ной доли в польской Rafineria Gdanska. В то же время, ЛУКОЙЛ заявил, что он остается заинтересованным в покупке доли в польском заводе самостоятельно. Однако в текущих условиях у компании нет юридической возможности это сделать. Этот тендер тянется уже два года, ранее Rotch подал заявку на покупку доли в НПЗ за \$300 млн. и согласился вложить \$750 млн. дополнительных инвестиций для модернизации НПЗ. Однако из-за сомнений в способности компании выплатить такую значительную сумму аукцион был отложен.
15 июля	В конце текущего месяца ЛУКОЙЛ начнёт размещение пакета из 5,9% акций в форме ГДР. Размещение в форме ГДР правительственного пакета из 5,9% акций ЛУКОЙЛА на Лондонской бирже может начаться 31 июля. Момент размещения был выбран, как заявил Алекперов, по совету аналитиков компании и правительственных консультантов, которые полагают, что конец июля – оптимальное время, тогда как размещение в конце года может быть более проблемным. Роуд-шоу начнется 26-27 июля и пройдет в Лондоне, Нью-Йорке и Бостоне. При текущих рыночных ценах правительство способно выручить за пакет не менее \$800 млн.
15 июля	Модернизация перерабатывающих мощностей ЛУКОЙЛА к 2010 г. повысит глубину переработки до 95% и снизит издержки. ЛУКОЙЛ выполняет широкую программу по модернизации своих перерабатывающих мощностей с целью повышения глубины переработки на своих российских заводах в ближайшие 5-7 лет с текущих 76% до 90-95%, что сравнимо с западными стандартами. Вдобавок к увеличению выпуска высококачественных нефтепродуктов, эта программа позволит предприятию снизить издержки. В настоящее время средняя стоимость процессинга на НПЗ компании составляет \$1,82/баррель, что уже на 18% ниже уровня прошлого года. К концу текущего года компания планирует сократить затраты на переработку на 20%.
16 июля	Стратегическое партнерство с ВТБ поможет Лукойлу получить финансирование для долгосрочных инвестиционных проектов, а также поддерживать низкую стоимость заимствования. ЛУКОЙЛ и Внешторгбанк (ВТБ) подписали соглашение о стратегическом партнерстве, по которому банк обеспечит компанию регулярными банковскими услугами, а также поможет Лукойлу получать кредиты для финансирования инвестиционных проектов. В настоящее время кредиты ВТБ Лукойлу составляют \$160 млн., и в ближайшем будущем ВТБ предоставит компании заем в размере \$30 млн. для покупки сети АЗС в Челябинске. В долгосрочной перспективе планируется, что ВТБ выступит в роли организатора синдицированных кредитов с участием западных банков для финансирования разработки новых нефтяных и газовых месторождений компании в северном каспийском и Ямало-Ненецком регионах, а также на Тиман-Печоре, для развития которых компании потребуется около \$5 млрд. в ближайшие нескольких лет.
17 июля	ЛУКОЙЛ примет участие в приватизации контрольного пакета в Сербской Veopetrol, которой принадлежит 20% розничного рынка. Лукойл примет участие в приватизации сербской Veopetrol, вместе с OMV и MOL. Аукцион назначен правительством Сербии на сентябрь, и на нем планируется продать контрольный пакет компании, которая на данный момент полностью контролируется государством. Veopetrol является второй крупнейшей сетью заправок станций в Сербии, владея 203 станциями, и ей принадлежит 20% розничного рынка.
18 июля	ЛУКОЙЛ и Rotch выдвинули заявку на покупку 75% польского Гданьского НПЗ. ЛУКОЙЛ и базирующаяся в Великобритании компания Rotch Energy подали совместную заявку на покупку 75% Гданьского НПЗ в Польше. Rotch принадлежит 51% в консорциуме, созданном для покупки переработчика нефти мощностью 85 тыс. б/с, ЛУКОЙЛ владеет оставшейся частью. Ожидаемая цена покупки – \$300 млн. плюс примерно \$800 млн. инвестиций. Последние включают в себя модернизацию завода в соответствии с нормой Евросоюза «AutoOil II», которая вступит в силу в 2005 г. Также программа инвестиций подразумевает строительство 300 АЗС для расширения существующей сети в Польше.
24 июля	Чистая прибыль ЛУКОЙЛА снизилась в 1кв02 на 64% до \$243 млн.; возможны проблемы при размещении АДР. В результате снижения цены Urals на 17,2% вместе с 60%-ным снижением внутренних цен на нефть в 1кв02 выручка ЛУКОЙЛА по US GAAP снизилась на \$499 млн. или 14,8% до \$2 867 млн., что, тем не менее, на 2,5% выше нашего прогноза. Однако известные проблемы ЛУКОЙЛА с операционными издержками не позволили компании скомпенсировать снижение выручки. Публикация плохих финансовых результатов и мрачная ситуация на мировых рынках вызывает тревогу относительно размещения АДР на акции ЛУКОЙЛА 31 июля.
30 июля	Выставлены заявки на покупку GDR ЛУКОЙЛА. Книга заявок от инвесторов на покупку GDR на 5,9% акций ЛУКОЙЛА будет сформирована 30 июля. По словам представителей государства, цены, заявленные инвесторами, будут играть решающую роль в окончательном решении правительства относительно размещения акций на LSE, которое намечено на 31 июля. Вчера завершилось road-show эмитента, которое проводилось в течение трех дней в Лондоне, Нью-Йорке и Бостоне.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 41. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 576	3 859	3 929	3 661
ЕБИТДА, млн. \$	1 663	1 911	2 063	1 956
Чистая прибыль, млн. \$	1 305	1 184	1 254	1 086
P/E	6,5	7,2	6,8	7,9
EV/ЕБИТДА	5,7	4,9	4,6	4,8
Капитализация, млн. \$	8 544			
EV, млн. \$	9 415			
Добыча, млн. бнэ	151			
Запасы, млн. бнэ	4 646			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 42. 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, 12%
- Высокий уровень долга (отношение долга к собственному капиталу – 33%)
- НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)

Возможности

- Рост акций в свободном обращении с текущих 12%
- Модернизация Московского НПЗ и развитие розничной сети в Москве и Моск. Обл.

Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (88%)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 43. Основные события

Дата	Событие
2 июля	Сибнефть присоединяет ещё одного нефтяного трейдера, работающего на внутреннем рынке – компанию Аргус. Для этой процедуры будут использованы 330 акций Сибнефти, которые будут обменены на акции компании. Решение о приобретении нефтяного трейдера должно быть одобрено на внеочередном собрании акционеров, которое пройдет 6 августа, акционерами в реестре на 21 июня. Данная покупка производится в рамках программы компании по полной консолидации всех операций в едином холдинге.
6 июля	Сибнефть получит кредит в \$450 млн. на 5 лет для финансирования капитальных вложений и покупки 20% Славнефти. Сибнефть заключила соглашение о получении кредита в размере \$450 млн. от группы западных банков (которая включает Citibank/Schroder Salomon Smith Barney, BNP Paribas и Westdeutsche Landesbank). Кредит предоставляется под экспортное финансирование и является наибольшим кредитом такого рода для российских нефтяных компаний после финансового кризиса 1998 года, и структурирован он на выгодных для компании условиях. Согласно заявлениям компании общий долг Сибнефти на 1 июня составил \$900 млн., таким образом, с учетом нового долга общий долг вырастет до \$1.35 млрд., а соотношения долга к собственным средствам по нашей оценке вырастет до 0.38.
18 июля	Добыча нефти Сибнефтью в июне выросла на 26,7% относительно прошлого года, экспорт – на 55,4%. Сибнефть продолжает увеличивать добычу в соответствии со своими планами достичь 29%-ного роста объемов производства к концу 2002 г. Компания добыла в июне 2002 г. 508,2 тыс. б/с нефти (без учёта СП Сибнефть-Угра), на 26,7% больше, чем в июне прошлого года. Сибнефть – быстрорастущий российский производитель нефти. Экспорт Сибнефти увеличился на 55,4% год-к-году до 188,8 тыс. б/с, т.о. она экспортировала 37,2% добычи, что выше уровня прошлого года, но ниже 42%, среднего уровня по российским производителям нефти.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 44. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 951	5 254	5 265	5 765
ЕБИТДА, млн. \$	2 602	2 717	2 626	2 855
Чистая прибыль, млн. \$	1 840	2 001	1 936	2 111
P/E	6,6	6,1	6,3	5,7
EV/ЕБИТДА	3,0	2,9	3,0	2,7
Капитализация, млн. \$	7 747	*		
EV, млн. \$	7 747	*		
Добыча, млн. бнэ	321			
Запасы, млн. бнэ	9 162			
Количество акций, млн.	43 428			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 45. 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 (4-5%)
- НПЗ компании – один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%)

Возможности

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

Угрозы

- Компания контролируется руководством (71%)
- Разводнение в результате возможного обмена привилегированных акций на обыкновенные

Источники: оценки Альфа-банка

Татнефть

Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 997	3 488	3 087	3 276
ЕБИТДА, млн. \$	831	1031	992	1116
Чистая прибыль, млн. \$	702	559	534	652
P/E	1,9	2,4	2,5	2,1
EV/ЕБИТДА	2,6	2,1	2,2	2,0
Капитализация, млн. \$	1 416			
EV, млн. \$	2 189			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 455			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 47. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Одна из наиболее прозрачных российских нефтяных компаний
- Интенсивное внедрение усовершенствований и новых технологий

Слабые стороны

- Зависимость от правительства Татарстана (31.1%)
- Неразвитые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)

Возможности

- Строительство современного НПЗ к 2008 г. (\$820 млн.)
- Реструктуризация краткосрочного долга (\$356 млн.) в течение 2 лет

Угрозы

- Конвертация 10% акций с ограниченными правами продажи
- Истощение ресурсной базы (на 70%) может привести к снижению объемов добычи

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 48. Основные события

Дата	Событие
1 июля	Результаты Татнефти соответствуют ожиданиям; чистая прибыль упала на 25% до \$702 млн. Валовая выручка компании снизилась на 22,1% из-за низких цен на внутреннем и внешнем рынках и низкого роста добычи. Эта цифра очень близка к нашему прогнозу (всего на 0,5% ниже). В то же время, операционные издержки выросли на 26%. Однако, общие издержки компании снизились по сравнению с предыдущим годом на 10,6% (хотя всё же выше нашего прогноза на 8,3%) в основном по причине сокращения закупок нефтепродуктов для перепродажи и увеличения доли переработки на толлинговых условиях. Хотя чистая прибыль компании оказалась на 2,9% выше наших ожиданий (\$701,8 млн., снижение год-к-году на 25%), большей частью она была получена в результате значительного кредита по отсроченным налогам (вызван снижением ставки по налогу на прибыль, начиная с 2002 г. до 24% с 35% в 2001 г.).
18 июля	Татнефть хочет избавиться от непрофильных активов, продав 62% и 83% в Альметьевском ТЗ и Татинком-Т. Татнефть намеревается продать 62% в Альметьевском ТЗ и 83% в мобильном операторе Татинком-Т. Возможные покупатели и цены за доли в компаниях пока не известны. Тот факт, что Татнефть избавляется от непрофильного бизнеса, является позитивной новостью для компании, так как позволит оптимизировать затраты и сконцентрироваться на основном бизнесе.

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 49. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	7 309	8 573	8 275	8 536
ЕБИТДА, млн. \$	3 985	5 153	4 880	5 115
Чистая прибыль, млн. \$	3 473	3 320	3 135	3 317
P/E	5,9	6,1	6,5	6,1
EV/ЕБИТДА	4,9	3,8	4,0	3,8
Капитализация, млн. \$	19 360	*		
EV, млн. \$	19 360	*		
Добыча, млн. бнэ	424			
Запасы, млн. бнэ	13 375			
Количество акций, млн.	2 237			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 50. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Сильные финансовые показатели
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке (17%)

Возможности

- Увеличение числа акций на рынке 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. 51. Основные события

Дата	Событие
6 июля	РАО ЕЭС и Юкос подписали меморандум о сотрудничестве, Юкос, скорее всего, получит контроль над генерирующими активами Томскэнерго. РАО ЕЭС и Юкос подписали меморандум о сотрудничестве в отношении реструктуризации Томскэнерго, Кубаньэнерго, Тамбовэнерго и Белгородэнерго. Согласно документу, после разделения Томскэнерго на несколько видов бизнеса, в течение четырех месяцев будут проведены тендеры на продажу крупных пакетов в новой генерирующей и сбытовой компаниях.
12 июля	Юкос может продать доли в восточносибирских месторождениях китайским компаниям Sinopec и CNPC. Две крупнейшие китайские государственные нефтяные компании – Sinopec и CNPC – независимо друг от друга проводят переговоры с Юкосом о покупке долей в нефтяных месторождениях компании в Восточной Сибири. Месторождения расположены примерно на 1000 км северной российско-китайской границы, на границе Иркутской области и Автономной Республики Саха. Ни цена, ни размер долей не разглашаются. Китайские производители нуждаются в новых резервах для поддержания убывающих внутренних резервов и снижения зависимости от иностранных поставщиков.
12 июля	Юкос выкупит 7,3% ВНК у миноритарных акционеров для завершения консолидации. Юкос предложил миноритарным акционерам выкупить оставшиеся 7,3% Восточной Нефтяной Компании (ВНК), чтобы завершить консолидацию. После покупки пакета из 36,8% акций ВНК у правительства за \$225,4 млн. Юкос владеет 92,7% компании. ВНК добывает одну пятую суммарного производства Юкоса. Компания оценит справедливую стоимость акций ВНК и предложит акционерам либо обменять их на акции Юкоса, либо продать. В то время, как данная консолидация – положительная новость для Юкоса, так как подтверждает высокие стандарты корпоративного управления, мы не ожидаем, что предложенная цена будет выше уплаченной правительству (\$0,081 за акцию).
19 июля	\$17 млн. выручки Юкоса от экспорта нефти на американский рынок заморожены судом США. Часть выручки Юкоса от поставок нефти на американский рынок была арестована судом Техаса по иску сервисной компании Dardana Ltd. Юкос продал первый танкер компании ExxonMobil примерно за \$50 млн., \$17 млн. из которых были заморожены. Дело было возбуждено против Юкос-Нефтегаза, который задолжал компании PetroAlliance \$6 млн. с 1995 г. Dardana купила PetroAlliance и попыталась получить долг и проценты с Юкоса. Однако у Юкоса нет операций на территории США и суд не смог взыскать долг с Юкоса. Как только Юкос начал экспорт в США, держатель долга потребовал арестовать счёт Юкоса. Юкос будет защищаться, мотивируя тем, что у него нет операций в Техасе, а поставляет нефть через трейдера.
25 июля	Юкос подписал контракт с компанией CNPC на продажу 20 млн. тонн нефти в 2005 г. Юкос и китайская компания China National Petroleum Company (CNPC) подписали контракт, по которому Юкос обязуется продавать ежегодно 20 млн. тонн нефти в Китай, начиная с 2005 г., и 30 млн. тонн в 2010-2030 гг. Также согласно предварительной договоренности, CNPC предоставит кредит для сооружения российской части нефтепровода Восточная Сибирь – Китай. CNPC профинансирует китайскую часть нефтепровода. Ожидаемая стоимость строительства – \$1,7 млрд., о ввод в действие ожидается в 2005 г.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ольга Филиппова
(7 095) 795-3735

16 августа совет директоров РАО ЕЭС рассмотрит возможные схемы консолидации

Совет директоров РАО ЕЭС должен принять решение о созыве внеочередного собрания акционеров для принятия поправок к Уставу компании

Энергетика

На состоявшемся 12 июля заседании совета директоров РАО ЕЭС перед комитетом по реформированию была поставлена задача разработать до 16 августа подробный порядок консолидации каждой группы активов.

Совет рассмотрел два возможных подхода к консолидации региональных энергокомпаний и активов электростанций в панрегиональные сбытовые, территориальные генерирующие и оптовые генерирующие компании.

Первый подход предусматривает осуществление консолидации путем слияния, при котором небольшие компании включаются в состав более крупной компании, а их акции обмениваются на акции последней по определенным коэффициентам. Второй подход предполагает создание холдинга с последующим переходом на единую акцию.

Хотелось бы надеяться, что будет выбран первый подход (а именно, объединение путем слияния), поскольку в случае создания холдинга возрастает риск вывода активов.

На состоявшемся 28 июня очередном общем собрании акционеры РАО ЕЭС рассмотрели поправки к Уставу компании, приводящие его в соответствие с новой редакцией Закона об акционерных компаниях.

Несмотря на то, что поправки, предлагавшиеся миноритариями в 2001 г., в новый Устав не вошли, Александр Волошин и Анатолий Чубайс отметили, что в 3-ем кв. текущего года, возможно, состоится внеочередное собрание акционеров, которое внесет в Устав поправки, наделяющие совет директоров дополнительными полномочиями. В соответствии с нынешним Уставом компании активы «внучатых» компаний могут быть проданы без согласования с советом директоров РАО, что повышает опасность вывода активов. Т.о., оперативное утверждение поправок на внеочередном собрании акционеров будет способствовать росту акций РАО ЕЭС.

РАО ЕЭС

Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	13 273	13 557	14 597	16 006
ЕВITDA, млн. \$	2 147	1 933	2 081	2 221
Чистая прибыль, млн. \$	1 383	497	488	624
P/E	2,7	7,6	7,7	6,0
EV/EVITDA	2,6	2,9	2,7	2,5
Капитализация, млн. \$	3 850			
EV, млн. \$	5 565			
Производство, ТВтч	627			
Мощность, ГВт	155			
Количество акций, млн.	42 117			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 53. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Выгоды от роста внутреннего рынка
- Риски, связанные с реформированием сектора риски, которым подвергаются отдельно действующие энергетические компании, снижаются вследствие объединения последних в рамках РАО ЕЭС.

Слабые стороны

- Высокая степень зависимости от перекрестного субсидирования различных секторов российской экономики

Возможности

- В борьбе за энергетический сектор России стратегические инвесторы готовы поднять ставки, предлагая за активы премию в 300-1000%
- Отказ от непрофильных активов позволит сократить издержки на 10-15%

Угрозы

- Связанные с реструктуризацией риски вывода активов и разводнения

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 54. Основные события

Дата	Событие
28 июня	РАО ЕЭС провело общее годовое собрание акционеров Позитивной новостью стало избрание в Совет Директоров двух представителей миноритарных акционеров – Дэвида Херна (Brunswick Capital Management) и Александра Браниса (Prosperity Capital Management). Общее собрание акционеров утвердило новую редакцию Устава, соответствующую новой редакции закона об АО, вступившей в силу с 1 июля. РАО ЕЭС опубликовало свои финансовые результаты за 2001 г. по МСФО. Несмотря на 6% рост среднего тарифа на электроэнергию и 3% рост среднего тарифа на тепло (скорректированные на курс доллара и индекс потребительских цен), результаты РАО на операционном уровне оказались разочаровывающими из-за слабого прогресса в сокращении расходов.
6 июля	Справедливая цена РАО ЕЭС методом оценки отдельных видов бизнеса снижена до \$0,16, мы повторяем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции компании. Мы пересмотрели прогноз для отдельных бизнесов РАО ЕЭС, что связано с: более высоким ростом тарифов на газ (в 2002-2005гг. мы прогнозируем среднегодовой рост в 22% против 15%, \$30/тыс. куб. м в 2005 г.), ростом платы за воду для ГЭС (до 20% отпусковой цены в 2002 г. с 2-6% в 2001г.), ростом чистого долга на 26% вследствие реструктуризации кредиторской и налоговой задолженности в 2001г., более высокой чувствительности к риску (EV/EVITDA на уровне 3,5).
6 июля	РАО ЕЭС и Юкос подписали меморандум о сотрудничестве, Юкос, скорее всего, получит контроль над генерирующими активами Томскэнерго. РАО ЕЭС и Юкос подписали меморандум о сотрудничестве в отношении реструктуризации Томскэнерго, Кубаньэнерго, Тамбовэнерго и Белгородэнерго. Согласно документу, после разделения Томскэнерго на несколько видов бизнеса, в течение четырех месяцев будут проведены тендеры на продажу крупных пакетов в новой генерирующей и сбытовой компаниях. Акции могут быть приобретены за счет денежных средств, акций РАО ЕЭС, акций дочерних компаний РАО ЕЭС, акций новых компаний, созданных на базе активов Томскэнерго либо комбинации данных вариантов. Тот же процесс может быть использован в отношении других АО-энерго.
11 июля	Реструктуризация РАО ЕЭС заморожена до осени. Совет директоров РАО не будет рассматривать проекты реструктуризации АО-энерго до осени, а реализация уже одобренных проектов будет заморожена. По информации местных СМИ, такого рода инструкции были получены из Кремля. По словам члена Совета директоров Дэвида Херна, реформа действительно заморожена, но может быть возобновлена позже летом.
12 июля	Типовой проект консолидации активов РАО ЕЭС, скорее всего, будет одобрен 16 августа, присоединение предпочтительно. Встреча совета директоров РАО ЕЭС в пятницу принесла несколько важных результатов. Во-первых, как мы и ожидали, Александр Волошин вновь был избран председателем совета директоров. Во-вторых, совет рассмотрел два подхода к консолидации активов региональных энергетических компаний и активов электростанций в межрегиональные распределительные, территориальные генерирующие и оптовые генерирующие компании. Первый подход предполагает консолидацию через присоединение, когда компании добавляются к самым крупным из них посредством конвертации акций с определенными коэффициентами обмена. Второй подход предусматривает создания сначала холдинга с дальнейшим переходом на единую акцию. Совет рекомендовал комитету РАО ЕЭС по реформированию разработать детализированную процедуру консолидации в отношении каждой группы активов к 16 августа.
16 июля	Впечатляющий рост прибылей в 2001 г. по МСФО головной компании РАО ЕЭС связан, в первую очередь, с ростом абонплаты на 65% за год. Головная компания РАО ЕЭС объявила результаты за 2001 г. по МСФО, показавшие улучшения на операционном уровне. Однако эти улучшения явились, в основном, результатом значительного роста выручки на 51% (с учетом индекса цен потребителей) вследствие роста абонплаты на 65% за год. Издержки головной компании росли практически теми же темпами, что и для всего холдинга (7% и 6%, соответственно).
17 июля	РАО ЕЭС одержало первую победу – депутаты будут дорабатывать правительственный вариант законопроектов по реструктуризации. В то время, как Дума отложила принятие шести основополагающих законов по реструктуризации РАО ЕЭС до осени, трёхсторонняя комиссия, представленная правительством, Думой и Советом Федераций, начала работу над законопроектами.
22 июля	РУСАЛ инвестирует \$10 млн. в Богучанскую ГЭС, контролируемую РАО ЕЭС; это всего 2% от необходимых инвестиций РАО ЕЭС России и РУСАЛ подписали меморандум о сотрудничестве при строительстве Богучанской ГЭС (3000 МВт проектной мощности). Запуск первой очереди (3 блока по 185 МВт каждый) ожидается в 2006-2007 гг. По оценке собственника и оператора станции – компании БогучанГЭСстрой (РАО ЕЭС контролирует около 80%) – необходимо около \$500 млн. для завершения строительства. На первом этапе РУСАЛ планирует предоставить инвестиционный кредит в размере \$10 млн. Условия займа будут согласованы позднее. На настоящий момент стороны пришли к соглашению о необходимости составления технико-экономического обоснования проекта.
29 июля	Предлагаемые изменения в реформе РАО ЕЭС могут привести как к положительным, так и к отрицательным последствиям для акционеров. Представители Правительства и Думы обсудили почти 300 поправок к проекту закона о реформировании энергетического сектора. Обсуждение законопроектов продолжается, и поиск компромисса займет несколько месяцев.

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 55. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 487	1 647	1 630	1 718
ЕБИТДА, млн. \$	283	289	351	378
Чистая прибыль, млн. \$	9	24	78	111
P/E	84,8	31,5	9,8	6,9
EV/ЕБИТДА	3,2	3,2	2,6	2,4
Капитализация, млн. \$	763,2			
EV, млн. \$	913,2			
Производство, ТВтч	70,8			
Мощность, ГВт	14,9			
Количество акций, млн.	28 267,7			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 56. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Сильная клиентская база гарантирует стабильное поступление оплаты
- Крупнейшая в России и наиболее ликвидная региональная энергетическая компания

Слабые стороны

- Отсутствие четкой стратегии развития
- Предстоящее (в октябре 2002 г.) погашение еврооблигаций (основная сумма долга составляет \$110 млн.)

Возможности

- Поглощение перепродавцов (до 5% совокупной выручки)

Угрозы

- Связанные с реструктуризацией риски вывода активов: компания теряет 30% мощностей и высоковольтных ЛЭП

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 57. Основные события

Дата	Событие
22 июля	Московская РЭК может поднять тарифы на электроэнергию для Мосэнерго в среднем на 15% с 1 августа Московская РЭК повысит тарифы на электроэнергию для промышленных потребителей в среднем на 10% и для населения – в среднем на 18%. Это значительно больше, чем ожидаемое увеличение тарифов в Москве на 8%, и соответствует увеличению среднего тарифа за год на 15% для промышленных потребителей и на 19% – для населения. Тарифы на тепловую энергию будут увеличены в среднем на 14%. Тем не менее, в Московской РЭК не смогли прокомментировать эту новость, объясняя это тем, что окончательное решение еще не принято. Если данное решение все же будет принято, чистая прибыль компании может составить порядка \$50 млн. против ожидаемых нами \$16 млн. в 2002 г. Ранее РЭК Московской области объявила об увеличении тарифов для промышленных потребителей в среднем на 15% и для населения – в среднем на 13% с 1 августа.
24 июля	Мы повысили прогноз чистой прибыли Мосэнерго до \$24 млн. в 2002 г. в связи с дополнительным повышением тарифов с 1 августа. РЭК Москвы повысила тарифы на электроэнергию и тепло в среднем на 10% и 14%, соответственно, с 1 августа. Ранее РЭК Московской области объявила о повышении тарифов на электроэнергию с 1 августа, которое в среднем по всем группам потребителей составит порядка 9%. В целом, с учетом повышения тарифов во второй половине 2002 года, рост среднегодовых тарифов на электроэнергию и тепло составит в текущем году порядка 19%.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ленэнерго

Илл. 58. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	600	625	699	766
ЕБИТДА, млн. \$	81	88	109	116
Чистая прибыль, млн. \$	36	45	65	72
P/E	7,1	5,6	3,9	3,5
EV/ЕБИТДА	3,3	3,1	2,5	2,3
Капитализация, млн. \$	275			
EV, млн. \$	268			
Производство, ТВтч	17			
Мощность, ГВт	5			
Количество акций, млн.	897			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 59. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Значительная (14%) доля акций принадлежит иностранным стратегическим инвесторам
- Наличие новой, энергичной и инициативной команды профессиональных менеджеров

Слабые стороны

- 34% поставок электроэнергии и 73% поставок тепла идут субсидируемым потребителям

Возможности

- Компания может стать базой консолидации соседних АО-энерго

Угрозы

- Возможна потеря крупных промышленных потребителей (до 37% выручки), Киришской ГРЭС (39% мощностей) и высоковольтных линий

Источники: оценки Альфа-банка

Иркутскэнерго

Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	342	366	389	432
EBITDA, млн. \$	-17	66	69	87
Чистая прибыль, млн. \$	-1 549	-14	-6	11
P/E	N/3	N/3	N/3	28,7
EV/EBITDA	-20,5	5,2	5,0	3,9
Капитализация, млн. \$	309,8			
EV, млн. \$	341			
Производство, ТВтч	57			
Мощность, ГВт	13			
Количество акций, млн.	4 767			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 61. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Наличие неиспользуемых мощностей, низкая себестоимость; 70% мощностей (свыше 9ГВт) составляют ГЭС.

Слабые стороны

- Давление со стороны крупных потребителей, являющихся крупными акционерами компании, препятствует повышению тарифов на электроэнергию

Возможности

- В краткосрочной перспективе возможно увеличение поставок электроэнергии на ФОРЭМ
- В условиях либерализации рынка может стать конкурентоспособной компанией

Угрозы

- Снижение тарифов на электроэнергию в интересах алюминиевых компаний
- Может потерять \$50 млн. (абонентская плата РАО ЕЭС за передачу э/э)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 62. Основные события

Дата	Событие
------	---------

9 июля	Правительство восстановило контроль над 40% акций Иркутскэнерго. Согласно решению Высшего Арбитражного Суда (ВАС) от 5 февраля 2001 г., 40%-ый пакет акций Иркутскэнерго был признан федеральной собственностью, однако, администрация Иркутской области получила во владение без права отчуждения (однако с правом голоса) 15,5% из 40%. Таким образом, государство было лишено возможности голосовать блокирующим пакетом на собраниях акционеров компании. Согласно последнему решению ВАС, Мингосимущество вернуло право распоряжаться вышеуказанными 15,5%, в итоге получив возможность блокировать те решения акционеров, с которыми не согласно. (Другие акционеры представлены компаниями, связанными с РУСАЛОм и СУАЛОм, которые вместе контролируют порядка 40% акций Иркутскэнерго).
--------	---

Источник: оценки Альфа-Банка

Андрей Богданов

(7 095) 795-3613

Елена Роговина

(7 095) 795-3742

В августе МТС и ВымпелКом отчитаются за 2-й кв. текущего года

Телекомы

В августе ожидается выход отчетов МТС и ВымпелКома за 2-й кв. текущего года. Мы полагаем, что и на этот раз вследствие влияния сезонных факторов (и соответствующего увеличения эфирного времени), а также заметного роста числа абонентов показатели будут высокими. В Илл 63 приведена структура роста числа абонентов в Москве и регионах (в т.ч. в Санкт-Петербурге).

Илл 63. Количество чистых подключений, 2Кв02

Месяц	Москва	Регионы	Доля регионов
Апрель	257,000	363,000	59%
Май	273,000	357,000	57%
Июнь	309,000	441,000	59%

Источник: J'son & Partners

В Илл. 64 приведены прогнозные показатели МТС и ВымпелКома за 2-й кв. 2002 г.:

Илл. 64. Сравнение финансовых результатов МТС и ВымпелКом, 1Кв02-2Кв02Оц

	2Кв02Оц	1Кв02	Изменение, %
МТС			
Выручка	294,1	247,6	18,8
ЕБИТДА	138,2	117,2	17,9
Чистая прибыль		43,9	
Абоненты	4 370 000	3 527 788	23,9
ARPU, \$	25	27	(7,4)
ВымпелКом			
Выручка	169,8	145,1	17,0
ЕБИТДА	68,0	63,3	7,4
Чистая прибыль	29,5	28,0	5,4
Абоненты	3 320 000	2 661 500	24,7
ARPU, \$	19,0	19,4	(2,1)

Источник: оценки Альфа Банка

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 65. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	140	309	351	399
ЕБИТДА, млн. \$	24	99	123	152
Чистая прибыль, млн. \$	-39	42	51	51
P/E	N/3	8,8	7,3	7,3
EV/ЕБИТДА	14,5	3,5	2,8	2,3
Капитализация, млн. \$	371			
EV, млн. \$	347			
Кол-во акций, млн.	24			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 66. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Сильные балансовые показатели Предоставляет полный набор телекоммуникационных и Интернет услуг Приход Альфа Групп как стратегического инвестора
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Очень низкая ликвидность Отсутствие привлекательных активов на мобильном рынке
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Создание одного из крупнейших российских альтернативных операторов на базе Совинтела и ТелеРосса Экономия на масштабе на рынке интернет-провайдеров
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источники: оценки Альфа-банка

МТС

Илл. 67. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	893	1 294	1 540	1 746
ЕБИТДА, млн. \$	424	589	716	812
Чистая прибыль, млн. \$	207	259	297	335
P/E	13,0	10,4	9,1	8,1
EV/ЕБИТДА	6,6	4,8	3,9	3,4
Капитализация, млн. \$	2 701			
EV, млн. \$	2 801			
Число абонентов, '000	2 655			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 68. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Чрезвычайно прочное финансовое положение Высокая доходность на инвестированный капитал
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Незначительное количество акций в свободном обращении Недостатки в уровне обслуживания клиентов
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Покупка Кубань GSM и СМАРТС Рост компании вследствие роста объема услуг Интернет и передачи данных
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Уменьшение доли рынка новых абонентов в Москве Потерять преимущество по оплате интерконнекта ниже рыночных тарифов с 2Н2002-1Н2003

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 69. Основные события

Дата	Событие
11 июля	МТС приобрёл доступ в Алтайский край за \$0,9 на жителя. МТС объявила о приобретении компании Мобиком-Барнаул – оператора GSM-900 в Алтайском крае за \$2,4 млн. и приняла на себя чистый долг компании в размере \$0,65 млн. У Мобиком-Барнаула нет собственных абонентов, она предоставляет только услуги роуминга. Компания владеет 4 базовыми станциями. До конца года МТС планирует построить 40 базовых станций и 1 коммутатор с общей емкостью 100,000 абонентов. До этого регион будет обслуживаться коммутатором МТС в Новосибирске.
26 июля	МТС начинает экспансию в Поволжье без покупки СМАРТС. МТС начинает экспансию в Поволжье без покупки СМАРТС. Деятельность СМАРТС распространяется на 9 регионов Волжского макро-региона (через пакеты акций в региональных сотовых операторах) и обслуживает более 290,000 абонентов. Мы считаем, что сделка провалилась из-за разногласий по поводу оценки СМАРТС.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	423	706	884	1 031
EBITDA, млн. \$	148	228	301	365
Чистая прибыль, млн. \$	47	84	111	145
P/E	25,9	14,6	11,0	8,4
EV/EBITDA	9,4	6,1	4,6	3,8
Капитализация, млн. \$	1 223			
EV, млн. \$	1 390			
Число абонентов, '000	1 546			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 71. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Лучшая сеть и клиентское обслуживание в Москве • Приход Альфа Групп в качестве стратегического инвестора
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Менее конкурентоспособен чем МТС в тарифообразовании • Не очень высокий доход на инвестированный капитал
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Выход на рынок Санкт-Петербурга • Уменьшить плату за интерконнект в связи со структурными изменениями на московском рынке связи
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Отказ в получении лицензии на Северо-Западный регион

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 72. Основные события

Дата	Событие
29 июля	ВымпелКом входит на рынок мобильной связи Урала через приобретение оператора Оренсот по цене \$274 за абонента. ВымпелКом объявил о приобретении 78% акций оренбургского оператора сотовой связи Оренсот (на 30 июня 2002 г. 65 800 абонентов, включая 46 100 абонентов GSM; 66% регионального рынка) за \$14 млн. (включая комиссионные инвестиционного банка). Текущий уровень проникновения в Оренбургской области составляет примерно 4,5%. Выручка Оренсота в 2001 г. составила \$7,3 млн., маржа EBITDA – 49%, маржа чистой прибыли – 27% (цифры по РСБУ). Оценка \$273 за абонента выглядит довольно привлекательно и предоставляет ВымпелКому доступ к одной из лицензионных зон Уральского макро-региона, где у компании ещё нет собственных лицензий.
29 июля	ВымпелКом ведёт переговоры о приобретении 41% акций СтавТелСота. Продажа СтавТелеСот-а будет обсуждена на собрании Совета Директоров СтавТелеКом-а 2-го августа. Миноритарные акционеры СтавТелеКома (латвийская компания Viens с 19%) не согласны с оценкой пакета и настаивают на проведении открытого аукциона. В то же время, ВымпелКом ведёт переговоры с PAO EЭС, которая владеет 30% акций СтавТелеКома. Оставшиеся акции СтавТелеКом-а ВымпелКом намерен выкупить у Теленора (49%) и напрямую у Электросвязи Ставрополя (10%).

Источник: оценки Альфа-банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	273	287	342	342
EBITDA, млн. \$	121	129	166	158
Чистая прибыль, млн. \$	13	32	54	57
P/E	47,8	19,0	9,3	8,8
EV/EBITDA	5,6	5,2	4,0	4,2
Капитализация, млн. \$	545			
EV, млн. \$	673			
Используется линий, '000	165			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 74. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Относительно ликвидная региональная компания • Контрольный пакет МТУ-Информ
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Одни из наиболее устаревших региональных сетей • Сильная оппозиция росту тарифов и введению поминутной тарификации
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Наибольший потенциал роста после пересмотра тарифов • Введение поминутной тарификации со второй половины 2002 г.
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах в случае консолидации в Центральный Телеком • Погашение значительного долга в 2002 г.

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 75. Основные события

Дата	Событие
2 июля	Агентство S&P присвоило ОАО «МГТС» корпоративный кредитный рейтинг на уровне «RuBBB». Аналогичные рейтинги присвоены рублевым облигациям МГТС 1 выпуска (объем 600 млн. руб., погашение в 2003 г) и 2 выпуска (объем 1 млрд. руб., погашение в 2004 г.). Рейтинг МГТС в иностранной валюте по международной шкале находится на уровне «ССС+», прогноз стабильный.
10 июля	МГТС поднимет тарифы для физических лиц на 50%, начиная с 1 января, и потратит 1\$ млрд. на цифровизацию сети. 1 января 2003 г. компания поднимет тарифы для физических лиц с текущих 80 руб. (\$2,5) до, предположительно, 120 руб. (\$3,8). МГТС уже послала запрос в МАП, которое в данный момент рассматривает предложение. Лагутин сказал, что компания предпочла бы повышение тарифов раз в год, и добавил, что текущая стоимость обслуживания линии, включая инвестиционную составляющую, – 200 руб. (\$6,3). По нашей оценке, повышение тарифов на 50% увеличит выручку МГТС в 2003 г. на 20% (\$58 млн.) до \$342 млн.
10 июля	МГТС может получить контроль над консолидированным альтернативным оператором через МТУ-Информ. Консолидации альтернативных операторов, которая будет завершена к 3Кв02. МТУ-Информ, контрольным пакетом которой владеет МГТС, получит 100% созданной компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ростелеком

Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	872	955	986	1 012
EBITDA, млн. \$	319	369	371	394
Чистая прибыль, млн. \$	151	175	85	115
P/E	7,1	6,1	12,6	9,4
EV/EBITDA	3,0	2,6	2,6	2,5
Капитализация, млн. \$	939			
EV, млн. \$	972			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 77. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2004 г. • Обладает инфраструктурой национального значения
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Бизнес не диверсифицирован • Значительный объем долга
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Стать ведущим провайдером услуг Интернет • Более справедливая схема расчетов с региональными компаниями
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Консолидация региональных компаний связи • Значительная девальвация рубля

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 78. Основные события

Дата	Событие
1 июля	Ростелеком ожидает рост трафика и выручки от снижения тарифов на звонки в Китай на 33-64%. Ростелеком снизил на 33-64% тарифы междугородней связи на звонки в Китай из Москвы и некоторых сибирских и дальневосточных городов. Сокращение тарифов стало возможным из-за соглашения Ростелекома и China Telecom, по которому оба оператора взаимно снизили расчетные таксы. Хотя сама компания ещё не раскрывает возможный эффект в выручке и объеме трафика, мы полагаем, что подобное снижение взаимных платежей, а следовательно, тарифов, приведёт к росту как входящего, так и исходящего трафика, так как существует значительный спрос на связь в этом направлении.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-3736

Один из факторов роста акций Норильского Никеля — информационная открытость

Норильский Никель изучает возможность инвестирования в добычу золота, молибдена и титана

Металлургия

Информационная открытость по-прежнему является одним из факторов роста акций Норильского Никеля. В июле состоялась встреча руководства компании с Михаилом Касьяновым и представителями Минфина, на которых обсуждалась возможность либерализации экспорта. Ожидается, что уже в этом году компании разрешат предоставлять информацию о добыче цветных металлов. Что же касается раскрытия информации о добыче и запасах молибдено-платиновой группы (МПГ), то запрет снимут не раньше чем через 2 года.

В качестве средства обеспечения стабильной выручки Норильский Никель изучает возможность инвестирования в добычу ряда металлов, в частности золота, молибдена и титана. В июле было объявлено о ведущихся переговорах с владельцами крупнейшей российской золотодобывающей компании АОЗТ «Полус» о приобретении акций последней. Мы полагаем, что Норильский Никель будет рассматривать возможность

разработки и других месторождений золота в России (в т.ч. Сухого Лога – самого крупного в стране золотого месторождения) с целью довести долю золота в совокупной выручке до 20-25%.

Краткосрочный фактор роста акций – публикация отчета за 2001 г. по МСФО

В конце августа – начале сентября ожидается выход отчета за 2001 г. по МСФО, который, с нашей точки зрения, станет основным краткосрочным фактором роста акций Норильского Никеля.

Норильский Никель

Илл. 79. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 092	3 696	4 165	4 086
ЕБИТДА, млн. \$	1 320	1 361	1 834	1 695
Чистая прибыль, млн. \$	570	668	1 149	1 119
P/E	7,7	6,6	3,8	3,9
EV/ЕБИТДА	3,4	3,3	2,5	2,7
Капитализация, млн. \$	4 417			
EV, млн. \$	4 508			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 80. 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. 81. Основные события

Дата	Событие
31 июня	ГМК «Норильский Никель» провел общее годовое собрание акционеров. ГМК «Норильский Никель» выбрал новый совет директоров (9 мест). Группа «Интеррос», контролирующая около 60% акций компании, представлена 6 директорами. Мы полагаем, что избрание в Совет Директоров Ги де Селье, бывшего вице-президента ЕБРР было поддержано «Интерросом», что является хорошим знаком того, что менеджмент компании и основные акционеры заинтересованы в улучшении корпоративного управления компании. Одобрение нового устава компании, который усиливает влияние независимых директоров компании, мы также рассматриваем как улучшение корпоративного управления.
3 июля	Норильский Никель реорганизует контроль менеджмента над производственными мощностями. ГМК Норильский Никель принял решение сформировать в Заполярном филиале коллегиальный орган управления – Правление, который будет контролировать производство компании на полуострове Таймыр.
6 июля	Норильский Никель может увеличить выручку на 7%, приобретает крупнейшего российского производителя золота. ГМК Норильский Никель объявил, что в данный момент ведутся переговоры с владельцами ЗАО «Полюс» о покупке доли в этом крупнейшем производителе золота в России. В 2001 г. «Полюс» добыл 15,6 тонн (0,5 млн. унций) золота, что составило 10% от общей добычи в России. Компания работает на одном из крупнейших месторождений золота в России – Олимпиадинском месторождении, его ресурсы оцениваются в 650 т (21 млн. унций). Приобретение «Полюса» укладывается в планы Норильского Никеля о разработке новых перспективных металлических проектов.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 751	1 871	2 248	1 959
ЕБИТДА, млн. \$	368	394	772	324
Чистая прибыль, млн. \$	156	185	469	131
P/E	7,6	6,4	2,5	9,1
EV/ЕБИТДА	3,2	3,0	1,5	3,7
Капитализация, млн. \$	1192			
EV, млн. \$	1192			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 83. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма ЕБИТДА (МСБУ) в 2001 г. – 22%
- 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
- \$160 млн. СП с Usinor по производству оцинкованной стали

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-3736

Машиностроение

Уралмаш-Ижора

Илл. 84. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	353	395	405	445
ЕБИТДА, млн. \$	55	68	67	80
Чистая прибыль, млн. \$	26	30	31	40
P/E	6,0	5,2	5,0	3,9
EV/ЕБИТДА	2,8	2,3	2,3	2,0
Капитализация, млн. \$	156			
EV, млн. \$	156			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 85. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-3736

Пищевая промышленность и розничная торговля

Пивоваренная промышленность продолжает демонстрировать уверенный рост

Пивоваренная промышленность продолжает демонстрировать уверенный рост. В первом полугодии текущего года производство пива на российских предприятиях достигло 35,2 млн. гл., что на 18% выше уровня первого полугодия прошлого года (тогда производство выросло на 17%). Мы полагаем, что данный рост отчасти является следствием благоприятных погодных условий и во втором полугодии текущего года рост производства замедлится. В ожидании выхода данных за 3-й кв. 2002 г. мы по-прежнему предполагаем, что производство пива в России увеличится на 10%. Мы рекомендуем инвесторам **НАКАПЛИВАТЬ** акции Балтики и **ПОКУПАТЬ** акции Сан Интербрю.

Опережающими темпами растет производство на «Красном Октябре»

Выпуск продукции на предприятиях российской кондитерской промышленности вырос по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 10% (в 1-м полугодии 2001 г. рост составил 8%). У холдинга «Красный Октябрь» производство в первом полугодии текущего года росло быстрее, чем в среднем по отрасли: увеличившись на 35% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, оно достигло 41,7 тыс. т. Это неплохой результат, однако не следует забывать, что за первые 6 месяцев прошлого года выпуск продукции увеличился всего лишь на 1%. Это означает, что компания лишь частично наверстала упущенное.

Ротфронт увеличил выпуск продукции на 14% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, доведя его до 20,6 тыс. т. По данным Госинкор-холдинга, в настоящее время Гута-банк изучает структуру бизнеса этих двух компаний и разрабатывает для них единую сбытовую политику. Ротфронт и «Красный Октябрь» уже осуществляют совместную рекламную деятельность, а также оптимизировали номенклатуру выпускаемой продукции и сбытовые сети. Мы сохраняем рекомендацию **ДЕРЖАТЬ** акции «Красного Октября».

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 86. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	684,1	869,1	1049,9	1280,6
ЕБИТДА, млн. \$	84,2	118,1	149,2	181,9
Чистая прибыль, млн. \$	39,0	66,8	87,9	110,8
P/E	20,29	11,86	9,01	7,15
EV/ЕБИТДА	10,34	7,37	5,84	4,79
Капитализация, млн. \$	792			
EV, млн. \$	871			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 87. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Балтика

Илл. 88. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	537	658	765	874
ЕБИТДА, млн. \$	203	247	290	316
Чистая прибыль, млн. \$	129	143	173	189
P/E	10,79	9,73	8,06	7,36
EV/ЕБИТДА	6,89	5,66	4,83	4,43
Капитализация, млн. \$	1 392			
EV, млн. \$	1 401			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	121			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 89. 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

- Отказ от проекта Крыница может снизить ожидаемую прибыль

Источники: оценки Альфа-банка

Сан Интербрю

Илл. 90. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	351,5	428,7	501,6	571,8
ЕБИТДА, млн. \$	85,3	119,2	153,2	173,3
Чистая прибыль, млн. \$	20,1	40,3	63,4	78,3
P/E	31,85	15,89	10,09	8,18
EV/ЕБИТДА	8,37	5,99	4,66	4,12
Капитализация, млн. \$	640			
EV, млн. \$	714			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 91. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Вторая по величине российская пивоваренная компания с широко узнаваемыми марками
- Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров
- Развитая дистрибуторская 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 ниже 10% в год

Источники: оценки Альфа-банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 92. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	89	96	101	106
EBITDA, млн. \$	19	21	23	26
Чистая прибыль, млн. \$	13	16	16	17
P/E	6,89	5,49	5,44	5,00
EV/EBITDA	3,62	3,31	3,05	2,75
Капитализация, млн. \$	87			
EV, млн. \$	70			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 93. 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
- Интернет проект обеспечит дополнительный приток выручки

Угрозы

- Ужесточение конкуренции, особенно в центре Москвы

Источники: оценки Альфа-банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

За 4 месяца 2002 г. долларовые депозиты выросли на 18%, все депозиты – в среднем на 13%

Рост долгосрочных депозитов на 35% свидетельствует о растущем доверии со стороны населения

Банковский сектор

Восстановление доверия к банковскому сектору способствовало перетоку части средств, хранившихся «в чулках», на банковские депозиты. Вследствие этого с января по апрель текущего года совокупный объем долларовых депозитов вырос на 18%, а рублевых – только на 10%. Основная часть этих долларовых вкладов хранится в коммерческих банках, процентные ставки у которых выше.

Другой признак растущего доверия к банкам – рост объема депозитов сроком более года (на 35% с января по апрель текущего года). Между тем, эти средства по-прежнему сосредоточены в Сбербанке, который контролирует около 90% долгосрочных ресурсов частных вкладчиков. Т.о., несмотря на явные признаки укрепления доверия, российские коммерческие банки не выиграли от роста долгосрочных обязательств.

Илл. 94. Депозиты частных лиц, млрд. \$

	2001	Янв.-апр. 2002	Изменение, %
Депозиты всего	22 903	25 839	13
Депозиты в рублях	14 816	16 274	10
Депозиты в долларах	8 087	9 565	18
Депозиты сроком более года	5 489	7 409	35
Депозиты сроком более года в % от общего объема депозитов	24	29	

Источник: ЦБ РФ

Сбербанк
Илл. 95. 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	3,2	2,7	2,4	2,4
Капитализация, млн. \$	2 984			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 96. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 97. Основные события
Дата Событие

7 июля Долгосрочные депозиты выросли на 40% в 4M02г.; Сбербанк по-прежнему контролирует 90% «длинных денег». Согласно ЦБР, российский банковский сектор начал получать выгоды от макроэкономической стабильности в стране. Депозиты выросли на 17% в 4M02г., в то время как долгосрочные депозиты подскочили на 40%.
 Восстановление доверия к банковскому сектору стимулирует рост вкладов со стороны населения. Так, номинированные в валюте депозиты выросли на 23% в 4M02г., а рублевые депозиты – на 14%.
 Другой знак роста доверия к банковской системе – увеличение объема депозитов сроком на 1-3 года, которые выросли на 40%. В то же время, эти деньги по-прежнему в большинстве сосредоточены в Сбербанке, который контролирует около 90% долгосрочных частных ресурсов.

Источник: оценки Альфа-Банка

Валентина Крылова
(7 095) 795-3742

Екатерина Леонова
(7 095) 785-9678

В конце июля цены российских облигаций снизились после того, как агентство S&P повысило рейтинг России только на одну ступень

Ожидается стабилизация цен долговых обязательств в августе

Рынок облигаций

В течение большей части июля российский долговой рынок оставался устойчивым к воздействию неблагоприятной конъюнктуры мировых финансовых рынков. Основными причинами роста котировок российских долговых обязательств в первой половине июля являлись (1) высокие цены на нефть и (2) приток средств с долговых рынков развивающихся стран. В частности, политическая напряженность в Турции и Бразилии привела к тому, что прогноз рейтинга Турции был снижен агентствами S&P и Moody's до негативного, а рейтинг Бразилии – до уровня «B+» с уровня «BB-» (по шкале агентства S&P). В результате крупнейшие инвестиционные компании рекомендовали инвесторам увеличить в своих портфелях долю российских долговых обязательств, снизив вложения в Бразилию и Турцию. Кроме того, намерение S&P повысить рейтинг РФ до категории «BB» в ближайшей перспективе было расценено некоторыми инвесторами как возможность повышения рейтинга сразу на две ступени.

В последнюю декаду месяца на российском долговом рынке установился нисходящий ценовой тренд. Повышение суверенного рейтинга РФ агентством S&P всего на одну ступень до уровня «BB-» разочаровало инвесторов. Поскольку ожидавшееся повышение рейтинга на две ступени было уже учтено в ценах облигаций, это привело к массовой продаже российских облигаций. Кроме того, происходившее снижение нефтяных цен в результате появления информации об отказе части стран-членов ОПЕК от соблюдения ограничений по поставкам нефти стало еще одним фактором, способствующим ослаблению российского долгового рынка. В результате нисходящий тренд сохранялся в течение всей последней недели июля, что привело к снижению котировок на 1-5% по сравнению с уровнем цен, зафиксированным на конец июня.

В конце июля котировки российских долговых бумаг достигли уровня сильной поддержки, поэтому дальнейшее снижение цен на российском долговом рынке маловероятно. Восходящий тренд будет обусловлен следующими факторами:

- ростом спроса со стороны внутренних инвесторов в связи с выходом на рынок Пенсионного Фонда РФ;
- существенное снижение цен на нефть маловероятно, т.к. Венесуэла подтвердила свое намерение выполнить обязательства перед ОПЕК.

Благодаря благоприятным макроэкономическим показателям российский долговой рынок сможет успешно противостоять неблагоприятной внешней конъюнктуре.



Илл. 98. Динамика валютных облигаций на 30 июня

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 4	14.05.03	97,25	0,52	6,6	3,08	0,74
Минфин 5	14.05.08	66,13	-2,58	11,3	4,54	4,72
Минфин 6	14.05.06	77,50	-1,27	10,5	3,87	3,25
Минфин 7	14.05.11	55,75	-1,98	11,1	5,38	6,64
Минфин 8	14.11.07	71,75	-0,52	10,7	4,18	4,55
Еврооблигации						
Евро-03	10.06.03	105,25	-0,36	5,4	11,16	0,81
Евро-05	24.07.05	102,63	-0,97	7,7	8,53	2,59
Евро-07	26.06.07	104,00	-2,00	9,0	9,62	3,81
Евро-10	31.03.10	97,00	-1,77	8,9	8,51	0,09
Евро-18	24.07.18	105,13	-2,21	10,3	10,46	7,64
Евро-28	24.06.28	115,25	-3,86	11,0	11,06	8,32
Евро-30	31.03.30	66,13	-4,34	11,1	7,56	0,11
Муниципальные облигации						
Москва-04, €	25.10.04	103,25	0,50	8,6	9,93	1,82
Москва-06, €	28.04.06	105,46	0,96	9,1	10,38	2,94
Ниж. Новгород	10.03.02	91,13	-0,40	16,0	4,80	-
Ямало-Ненец. АО	15.12.02	58,00	0,00	5,4	16,38	0,05
Корпоративные облигации						
Татнефть	29.10.02	100,25	-0,15	7,8	8,98	0,24
Мосэнерго	09.10.02	100,21	1,99	7,1	8,36	0,19
ММК, □	18.02.05	91,63	1,68	14,1	10,91	1,99
Газпромбанк, □	22.12.03	101,78	-0,41	8,3	9,58	1,21
Роснефть	20.11.06	103,70	-2,08	11,6	12,30	3,20
Сибнефть	13.02.07	99,50	-0,75	11,6	11,56	3,28
МТС	21.12.04	98,70	0,46	11,6	11,09	2,03

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

Илл. 99. Основные события

Дата	Событие
1 июля	Основные инвестиционные дома рекомендовали российские облигации для покупки. В частности JP Morgan рекомендовал перевод средств из бразильских долговых обязательств в российские. При этом наиболее привлекательно для покупки выглядят Евро-07. Deutsche Bank также оптимистично оценивает перспективы российского долгового рынка. Эта новость поддержала восходящий ценовой тренд среди российских облигаций.
5 июля	S&P понизило долгосрочный рейтинг Бразилии до В+ с ВВ-. Прогноз рейтинга оставлен негативным.
2 июля	Moody's присвоило €200 млн выпуску еврооблигаций Газпромбанка рейтинг Ва3 с позитивным прогнозом.
2 июля	Россия выплатила в июле \$1,1 млрд по внешнему долгу.
10 июля	S&P сообщило о своем намерении повысить суверенный рейтинг РФ до категории ВВ с В+. Это сообщение вызвало уверенный рост котировок российских облигаций, так как инвесторы учитывали в рыночных ценах повышение рейтинга РФ сразу на две ступени.
12 июля	ЦБР изменил методику расчета золотовалютных резервов РФ. В частности, этот показатель теперь исключает краткосрочные обязательства и операции РЕПО.
17 июля	Выступление Алана Гринспена перед Сенатом США уверило инвесторов, что в ближайшее время повышение процентных ставок США не планируется.
18 июля	Правительственная коалиция в Турции согласилась на проведение досрочных выборов 3 ноября. Ослабление политической напряженности в Турции оказало позитивное влияние на развивающиеся рынки.
19 июля	Ассоциация кредиторов развивающихся стран (ЕМСА) недовольна отсрочками реоформления коммерческой задолженности бывшего СССР. Хотя, обвинение правительства в затягивании проведения обмена долгов является негативной новостью для российского рынка, ее влияние на уровень цен еврооблигаций было минимальным.
26 июля	Объем внешних заимствований РФ в 2003 г планируется в размере \$1,68 млрд (с учетом еврооблигаций на \$1 млрд), внутренних – на уровне 170 млрд руб.
26 июля	Агентство S&P повысило долгосрочный рейтинг РФ до ВВ- с В+, прогноз стабильный. В связи с тем, что в рыночные цены было заложено повышение рейтинга РФ сразу на две ступени, эта новость вызвала существенное падение котировок российских облигаций.
26 июля	Выпуск 1-го транша облигаций в обмен на коммерческую задолженность СССР в объеме \$1,8 млрд состоится не ранее сентября 2002 г. В рамках первого транша будет урегулирован основной долг по коммерческой задолженности БСССР. Размещение второго транша, размер которого будет незначительным откладывается на 2003 г.

Источник: оценки Альфа-Банка

Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743
Оксана Клыпина
(7 095) 795-3743

Технический анализ

Индекс РТС: Ликвидность снова в цене

Илл. 100. Индекс РТС – Основные технические индикаторы, 31 июля 2002 г.

Инд	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон июня		
		Краткосрочный	Долгосрочный							
РТС	ПОКУПКА	333	Медвежий	Нейтральный	C4 426,91	Годовой максимум	П1 315,52	Минимум 26.07.02	Откр.	351,42
	Цель	375	формирует «дно»	к понижению	C3 376,00	Граница флага	П2 305,00	Основной	Макс.	391,17
	ПРОДАЖА	Ниже 300			C2 356,00	26-недельная МА	П3 300,00	50%-ная корр. Фибо	Мин.	315,54
	Цель	270			C1 332,52	Минимум 26.06.02	П4 370,00	61,8%-ная корр. Фибо	Закр.	326,23

- Индекс РТС упал до нижней границы флага 315, что, на наш взгляд, представляет хорошие возможности для покупки наиболее ликвидных акций
- В настоящее время мы предполагаем, что индекс РТС «отскочит» к 375, что означает почти 13%-ный потенциал роста от уровня 333
- Мы все еще считаем, что индекс РТС имеет хорошие шансы пробить отметку 400 в ближайшем будущем

Илл. 101. Индекс РТС – Недельные технические индикаторы по состоянию на 31 июля 2002 г.



Thu Aug 01 2002 15:47:33

СQG © 2002

Источник: CQG, оценка Альфа Банка

Краткосрочный тренд и циклы

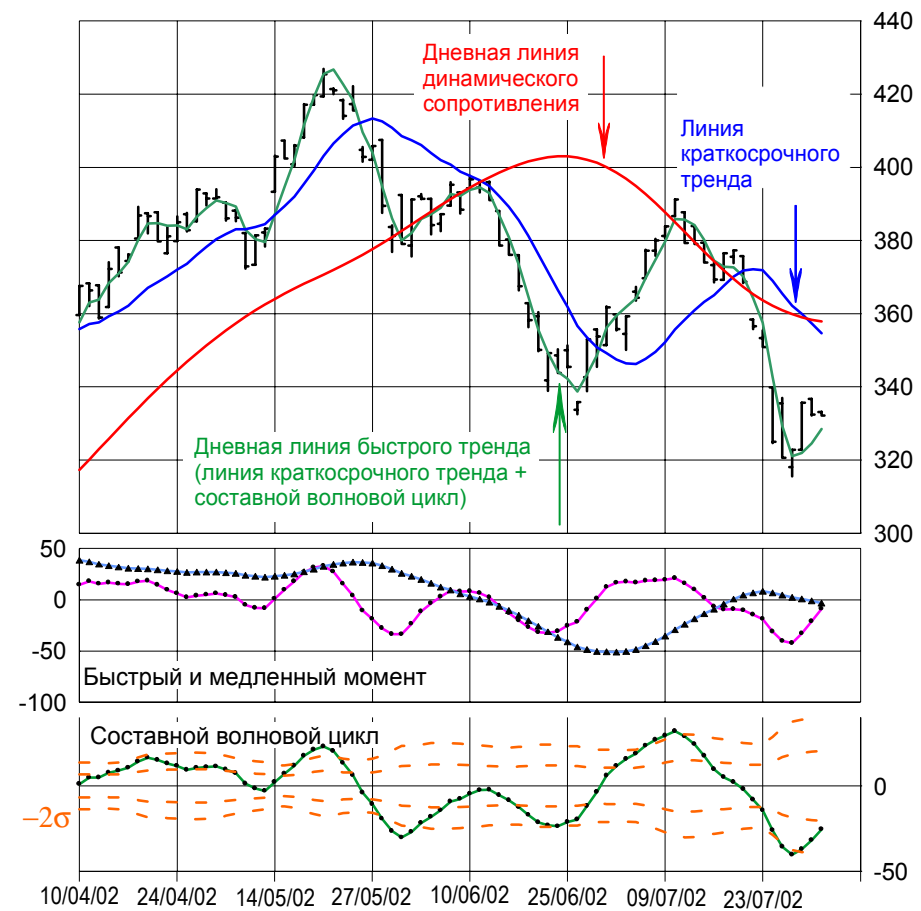
Краткосрочный тренд пока медвежий, но имеется ряд бычьих сигналов

Краткосрочный тренд в настоящее время остается медвежьим, на что указывает линия краткосрочного тренда в верхней части Илл. 102. Однако имеется несколько надежных опережающих бычьих сигналов. В частности, дневная линия быстрого тренда несколько дней назад уже прошла свое «дно» и начала восходящее движение. Линия быстрого момента тоже миновала свой локальный минимум и уже движется вверх, прибли-

жаясь к положительной территории. Напомним, что зона положительного момента – это зона роста. Линия медленного момента в средней части Илл. 102 прошла локальный максимум и сейчас имеет слабую тенденцию к понижению, а ее абсолютное значение близко к нулю, что свидетельствует об отсутствии значимого потенциала падения.

На Илл. 101 недельный штриховой график индекса РТС формирует потенциальный «бычий флаг». В данный момент, значение индекса «отскочило» от нижней границы флага и начало расти. Это может рассматриваться как дополнительный аргумент в пользу скорого возобновления роста на РТС.

Илл. 102. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 31 июля 2002 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Рост краткосрочной составной волны в перепроданной области - это тоже бычий сигнал

Краткосрочный составной волновой цикл растет и находится в перепроданной области между уровнями минус два сигма и минус сигма (см. нижнюю часть Илл. 102). Мы оцениваем потенциал роста индекса РТС за счет краткосрочного составного волнового цикла в 50 пунктов.

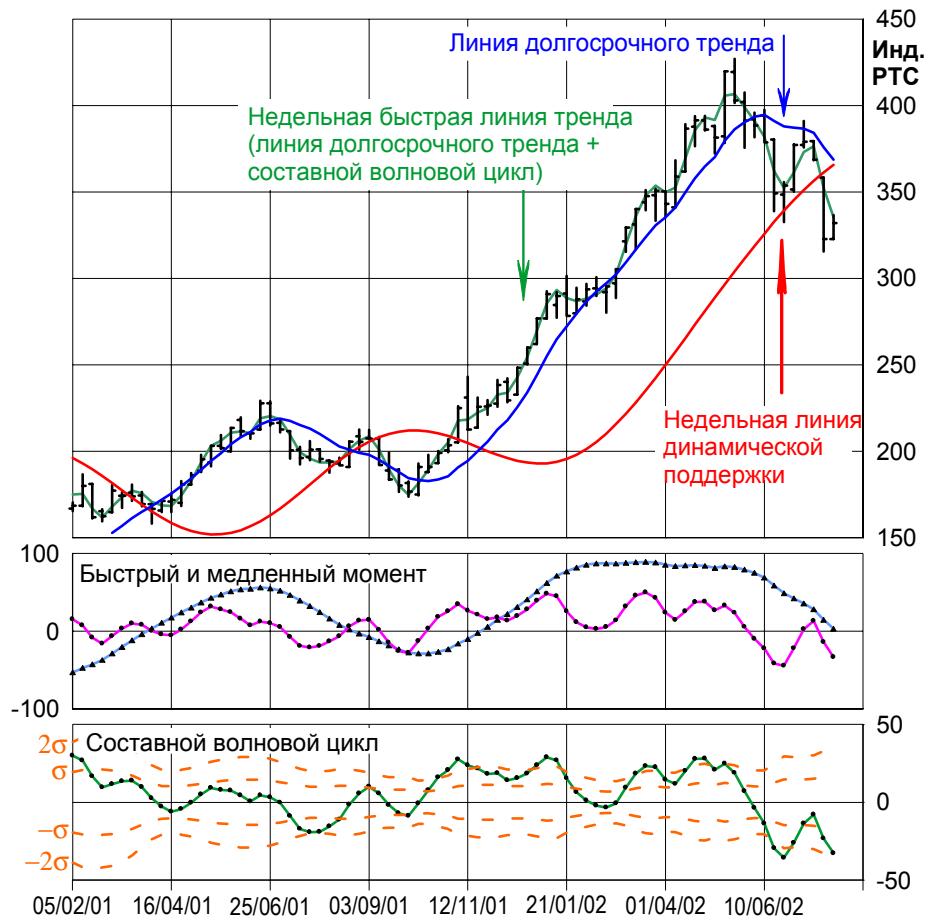
Долгосрочный тренд меняется в сторону понижения

Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд остается нейтральным, но меняется в сторону понижения. На это указывает направление линии долгосрочного тренда (см. верхнюю часть Илл. 103).

В дополнение, текущие значения индекса РТС и недельной быстрой линии тренда находятся ниже недельной линии динамической поддержки (фильтрационной аналог 26-недельной МА), которая в настоящий момент уже выступает в качестве линии динамического сопротивления.

Илл. 103. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 31 июля 2002 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Долгосрочная составная волна движется вниз в сильно перепроданной территории

Основной уровень поддержки – 305

Мы полагаем, что индекс РТС «отскочит» к 375

Долгосрочная составная волна в настоящее время падает в сильно перепроданной области и формирует потенциальное двойное основание (еще один потенциально бычий признак). Амплитуда долгосрочной составной волны составляет приблизительно 70 пунктов.

Уровни поддержки и сопротивлений

Ближайшие уровни поддержки и сопротивлений РТС показаны на Илл. 100 и Илл. 101. Основной уровень поддержки – 305. Психологический уровень сопротивления для РТС – 400. Важный уровень сопротивления – 356, представленный 26-недельной скользящей средней.

Потенциал роста и падения

На основе вышесказанного мы пришли к следующим выводам.

1. Индекс РТС упал до нижней границы флага 315, что, на наш взгляд, представляет хорошие возможности для покупки наиболее ликвидных акций.
2. В настоящее время мы предполагаем, что индекс РТС «отскочит» к 375, что означает почти 13%-ный потенциал роста от уровня 333.
3. Мы все еще считаем, что индекс РТС имеет хорошие шансы пробить отметку 400 в ближайшем будущем.

Наиболее пессимистичный сценарий предполагает падение индекса РТС до уровня поддержки 270. Однако вероятность реализации такого сценария, на наш взгляд, достаточно невелика.

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

Информация

Начальник управления рынков и акций	Доминик Гуалтиери
Телефон	(7 095) 795-3649
Факс	(7 095) 745-7897
E-mail	dgualtieri@alfa-bank.com

Аналитический отдел

Начальник аналитического отдела	Андрей Руденко
Стратегия/Нефтяная и газовая промышленность	Сергей Глазер, CFA
Макроэкономика, банковский сектор	Наталия Орлова
Нефтяная и газовая промышленность	Константин Резников
Энергетика, транспорт	Анна Бутенко
Телекоммуникации/Интернет	Ольга Филиппова
Металлургия, автомобилестроение, машиностроение/Розничная торговля, Пищевая промышленность	Андрей Богданов
Государственные ценные бумаги	Елена Роговина
Группа по работе с российскими клиентами	Максим Матвеев, CFA
Переводчик	Валентина Крылова
Телефон	Людмила Храпченко
Факс	Ангелика Генкель, к. э. н.
E-mail	Ринат Гайнуллин

Торговые операции и продажи

Продажи российским клиентам	Олег Мартыненко
Продажи иностранным клиентам	Александр Насонов
Телефон	Константин Шапшаров
Адрес	Кирилл Суриков
	Александр Захаров
	(7 095) 795-3672, (7 095) 795-3673
	Проспект Академика Сахарова, 12
	Москва Россия 107078

Alfa-Securities (Лондон)

Начальник управления рынков и акций	Гювен Гирей
Начальник управления рынков и акций	Пол ван ден Боогаард
Отдел международных продаж	Максим Шашенков
Телефон	Стив Доунер
Факс	(4420) 7588-8400
Адрес	(44 20) 7382-4170
	City Tower, 40 Basinghall Street
	London, EC2V 5DE

© Альфа-Банк, 2001 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.

Содержащаяся в настоящем отчете информация была получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными. Тем не менее, мы не гарантируем точность данной информации, которая может быть сокращенной или неполной. Все мнения и оценки, содержащиеся в настоящем материале, отражают наше мнение на день публикации и подлежат изменению без предупреждения. Информация, представленная в настоящем материале, не предлагается в качестве единственного основания для принятия каких-либо решений в отношении рассматриваемых в настоящем материале ценных бумаг или компаний. Альфа-Банк может иметь длинные или короткие позиции по ценным бумагам и компаниям, упомянутым в настоящем отчете, или иметь в них финансовый интерес. Альфа-Банк не несет ответственность за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений или заявлений, или неполноты информации.