

Июль: После шторма

28 июня 2002

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Рост ВВП должен стать результатом развития малого бизнеса и повышения производительности

- **Снижение прибылей компаний и проблемы корпоративного управления вызвали 10-20%-ную коррекцию на мировых фондовых рынках.** Участников мирового фондового рынка все сильнее беспокоит продолжающееся снижение прибылей компаний, проблемы корпоративного управления и неспособность Бразилии рассчитаться по долгам. Особенно много поводов для беспокойства дали заявления руководителей Сургутнефтегаза и РАО ЕЭС, вызвавшие 20%-ное падение индекса РТС (ниже отметки 350 пунктов). Мрачные прогнозы нашего специалиста по теханализу (см. июньский выпуск) сбылись.
- **По нашим оценкам, после завершения ожидавшейся 20%-ной коррекции индекс РТС начнет расти и достигнет отметки 380 пунктов.** Недавно сформированные нами портфели «Нефть и газ» и «Прочие отрасли» потеряли в июне 13% и 10% стоимости, тогда как индекс РТС упал на 14%. Основными бумагами в портфелях по-прежнему являются акции Газпрома, Голден Телекома и ГМК «Норильский никель». Кроме того, мы увеличили долю акций Сибнефти и Вымпелкома.
- **По итогам первых 5 месяцев этого года ВВП вырос больше, чем промышленное производство и теперь меньше зависит от укрепления реального курса рубля и повышения тарифов.** Макроэкономические показатели свидетельствуют о том, что составляющие роста ВВП существенно изменились: вклад сферы обслуживания постепенно растет, а промышленности – уменьшается. Основными факторами роста ВВП в ближайшие 5 лет станут увеличение числа малых предприятий (на 9%) и рост производительности (на 5%).
- **Необходимым условием роста является цена нефти сорта Urals на уровне \$18,5-22/баррель; нефтяные компании, по-видимому, будут инвестировать средства в переработку и другие отрасли.** Мы полагаем, что курс правительства на мотивацию нефтяных компаний к диверсификации инвестиций и, соответственно, на сокращение зависимости от энергоносителей вполне обоснован. Однако сокращение налогового бремени нефтегазовых отраслей не должно происходить одновременно с укреплением реального курса рубля.

Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV*	Расчет. цена	Потенциал роста
	АДР	Лок. \$	MTD %	YTD %			
Газпром	15,8	0,927	-13	80	6,5	1,20	29
СургутНГ	18,9	0,366	-14	16	2,9	0,60	64
Голден Телеком	16,6	Н/Д	7,6	47,0	0,4	24,0	44
ГМК Норильский Никель	19,6	19,6	-16	15	1,0	27,0	38
Уралмаш Ижора	5,1	4,9	-17	29	0,0	8,0	63

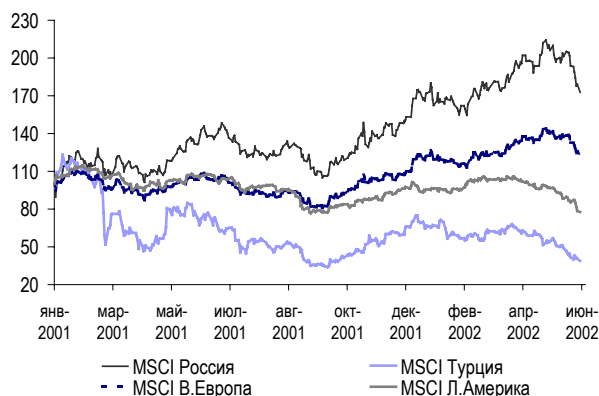
Примечание: * среднедневной объем торгов
Источники: РТС, Блумберг, оценки Альфа-Банка

Последние публикации

- Индекс РТС : в ожидании возвратного хода к 378
Владимир Кравчук, Оксана Клытина *Июль 27, 2002*
- Сбербанк: расчетная цена прежняя
Наталья Орлова *Июль 25, 2002*
- Вимм -Биль -Данн : норма чистой прибыли на прежнем уровне
Максим Матвеев, CFA *Июль 11, 2002*
- Мосэнерго: новый метод оценки дает расчетную цену \$0,05 за акцию
Ольга Филиппова *Июль 7, 2002*
- Норильский Никель : на дивиденды бюджет идет 20-25% чистой прибыли по МСФО
Максим Матвеев, CFA *Июль 5, 2002*
- Сургутнефтегаз : старые результаты, новые перспективы
Константин Резников *Июль 5, 2002*
- Балтика: чистая прибыль за 1-кв. 2002 г. по GAAP выросла на 40%
Максим Матвеев, CFA, Наталья Шевелева *Июль 5, 2002*
- Российские операторы мобильной связи в I кв. 2002 г.: снижение выручки на фоне высокой рентабельности
Андрей Богданов, Елена Роговина *Июль 3, 2002*
- Инвестирование пенсионных накоплений : финансовые перспективы
Ангелика Генкель *Июль 3, 2002*
- Норильский Никель устанавливает дивидендную планку
Максим Матвеев, CFA *Май 30, 2002*
- На РТС вероятно консолидация в диапазоне 394-438
Владимир Кравчук, Оксана Клытина *Май 28, 2002*
- Расчетные цены нефтяных акций повышены на 8,5%
Константин Резников, Анна Бутенко *Май 22, 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 - Рост ВВП должен стать результатом развития малого бизнеса и повышения производительности	7
Движущей силой роста ВВП становится сфера услуг	7
На 2004-2005 гг. правительство запланировало рост ВВП на 4,1-5,9%	8
Экспортеры должны диверсифицировать инвестиции.....	10
Динамика и оценка акций.....	12
Графики	15
Календарь событий.....	17
Экономика и политика.....	18
Новости компаний и отраслей	20
Нефть и газ	20
Энергетика	24
Телекомы	27
Металлургия.....	30
Машиностроение	31
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	32
Банковский сектор	34
Рынок облигаций	36
Технический анализ	38
Индекс РТС: начало возвратного хода.....	38



Сергей Глазер, CFA
(44 20) 7382-4165

Комментарии по рынку

Обзор за июнь: рынок снова настроен негативно

Июнь, по традиции, стал неудачным месяцем для мировых фондовых рынков

Июнь обычно оказывается далеко не лучшим месяцем для мировых фондовых рынков. Не стал исключением и нынешний год. Разуверившихся в неизбежности оживления экономики инвесторов все сильнее беспокоит продолжающееся падение прибылей компаний, проблемы с финансовой отчетностью (в частности, у Тусо, а совсем недавно и у WorldCom) и корпоративным управлением (Global Crossing).

Американские биржи остались слабыми; Бразилия спровоцировала волатильность развивающихся рынков

Тем временем усилившаяся волатильность бразильских суверенных бумаг отрицательно сказалась в первую очередь на инвесторах, вкладывающих в развивающиеся рынки (для них Бразилия была своего рода «тихой гаванью»), а также облигации всех без исключения стран. В результате, несмотря на низкий уровень цен на акции американских компаний, в июне был зафиксирован незначительный приток средств в американские инвестфонды (\$0,3-0,5 млрд в неделю). Он является главным образом следствием вывода средств из американских ценных бумаг и перевложения их в акции иностранных корпораций (приток средств в соответствующие инвестфонды достигал \$1,6 млрд в неделю). Однако и эти вложения оказались неоправданными: на зарубежных фондовых рынках также происходила ажиотажная распродажа бумаг.

Наибольшие потери в прошедшем месяце понесли акции «хай-тека»: ведущие брокерские фирмы Уолл-Стрита снизили прогнозы по прибыли предприятий электронной промышленности, включая производителей компьютеров. Инвесторы не смогли угадать направление движения рынка, и это стало причиной нескольких чрезвычайно волатильных торговых сессий (в течение дня диапазон колебаний цены достигал 2%). Всякий раз, когда появлялись хорошие новости, происходили кратковременные технические «отскоки» и мини-ралли, однако преобладающее на рынке движение вниз неизбежно их подавляло.

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	-8.77	-15.20	976.1	1,239.8	944.8
Великобритания	FTSE 100 Индекс	-10.43	-12.71	4 531.0	5 726.1	4 219.8
Германия	DAX Индекс	-13.87	-19.57	4 099.1	6 132.0	3 539.2
Япония	Nikkei 225 Индекс	-12.77	-2.67	10 074.6	12 987.9	9 383.0
Развивающиеся						
Польша	Warsaw Stock Exchange WIG 20 Индекс	-9.10	3.02	1 234.0	1 484.9	978.0
Венгрия	Budapest Stock Exchange Индекс	-10.77	1.55	7 241.5	9 019.4	5 599.4
Турция	Turkey Stock Market National 100	-17.16	-37.41	9 095.0	7,306	15,000
Бразилия	Brazil Bovespa Stock Индекс	-16.88	-21.26	10 705.6	14 771.5	9 532.8
Россия	РТС Индекс	-12.88	32.76	335.9	426.9	173.7

Примечание: * Данные на 26 Мая 2002 г.

Источник: Bloomberg

События в России создали почву для коррекции

События в России дали дополнительный повод для расстройств. Инвесторы возлагали большие надежды на те акции, которые в начале года росли медленнее рынка. Однако этим надеждам не суждено было сбыться. Отрицательную коррекцию здесь спровоцировали корпоративные конфликты: неудачное лондонское роуд-шоу руководства Сургутнефтегаза, неблагоприятное впечатление от интерне-конференции главы РАО ЕЭС А. Чубайса, и, наконец, новый устав РАО ЕЭС, в котором отсутствуют четкие формулировки, лимитирующие права правления компании продавать активы без согласования с советом директоров.



К началу июня возобладало мнение, что достаточно глубокая (10-15%) коррекция на российском рынке акций будет достаточной для появления возможности для выгодных инвестиций. Однако откатившийся с максимального в этом году значения (425,4 пунктов), индекс РТС пробил важный уровень сопротивления в 380 пунктов и вскоре оказался ниже 350 пунктов, потеряв 20% от максимума этого года.

Лидер снижения – РАО ЕЭС, нефтяные акции также подешевели

«Сброса» акций не удалось избежать ни одной из отраслей. Несмотря на то, что силой, влекущей рынок вниз, несомненно, были акции РАО ЕЭС (котировки акций энергохолдинга снизились на треть по сравнению с уровнем середины мая — в результате усилившегося разочарования темпами реструктуризации), нефтяные акции тоже резко упали, несмотря на вновь обозначившийся рост цен на нефть (последние сейчас зафиксировались на уровне \$25/баррель). При этом акции, отстававшие от роста рынка, падали быстрее большинства бумаг. Так, например, после недавнего размещения на рынке 1% акций Сибнефти, последние потеряли четверть своей стоимости (по сравнению с ценой размещения \$2,20 за акцию).

Прогноз на июль: заложники ситуации на зарубежных рынках

WorldCom нанёс новый удар по доверию инвесторов

По мировым фондовым рынкам нанесен очередной удар. На этот раз его спровоцировали события вокруг второго по величине американского оператора дальней связи WorldCom. 25 июня, уже после закрытия американского рынка, эта компания признала сокрытие издержек на общую сумму свыше \$3,8 млрд. в течение 5 кварталов. События вокруг WorldCom могут вылиться в очередную трагедию типа дела Enron и повлечь за собой долговременные негативные последствия. Серьезные проблемы могут возникнуть у финансовых учреждений, предоставивших WorldCom кредиты на сумму \$30 млрд, у аудиторов (в том числе у Arthur Andersen) и соответствующих инвестиционных банков. Отныне отчеты корпораций будут проверять с особой тщательностью.

Российские акции, по-видимому, будут следовать в русле зарубежных фондовых рынков...

Российские акции, по-видимому, будут следовать в русле зарубежных фондовых рынков до тех пор, пока не развеются мрачные настроения на Уолл-Стрит. Несмотря на кажущуюся перепроданность ряда ценных бумаг (в т.ч. РАО ЕЭС), инвесторам пока не хватает смелости вступить в игру и возобновить покупки.

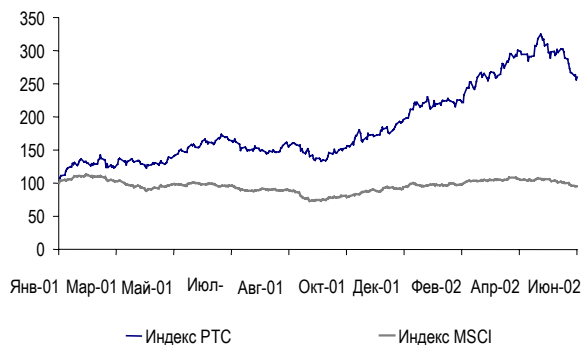
...но РАО ЕЭС и Газпром могут приятно удивить рынок

На самом деле у нескольких компаний есть все условия для того, чтобы приятно удивить рынок. РАО ЕЭС вскоре опубликует проект «3+3», ставящий своей целью заставить рынок поверить в выгоды, которые сулит им нынешняя реструктуризация отрасли. 28 июня в ходе очередного общего собрания у акционеров Газпрома будет возможность выбора между двумя сильными независимыми кандидатами (действующим членом совета директоров Борисом Федоровым и новым представителем Уильямом Браудером).

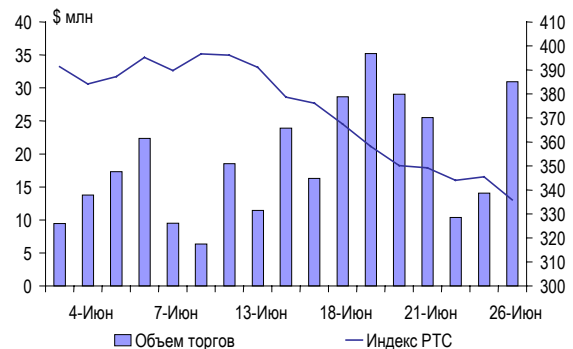
Но как это обычно случается, акции растут на ожиданиях, но, как правило, спотыкаются о реальность. В этом смысле соперничество между Федоровым и Браудером может привести к распылению голосов и избранию ни того, ни другого независимого кандидата. Это может сильно расстроить рынок и негативно отразиться на акциях компании. Следует отметить, что обычно в первые 2-3 недели после общего собрания акционеров акции Газпрома, как правило, снижаются.

Основными останутся внешние факторы

Итак, ситуация на зарубежных рынках будет ограничивать верхнюю границу роста российских акций, тогда как события в России определяют глубину возможной коррекции.

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


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

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


Прим.: * до 26 июня 2002
Источник: РТС

Рекомендации по портфелям: выждать момент

В июле рынок вряд ли обретет значительную поддержку

Вследствие негативных настроений на мировых фондовых рынках индекс РТС сильно упал - на 14,2% в июне (до 335,89 пунктов) и на 21% относительно последнего пикового уровня. Мы не думаем, что в июле рынок обретет сколько-нибудь значительную поддержку, даже по «голубым фишкам». Однако это обстоятельство отнюдь не означает, что что-то коренным образом изменилось в самих компаниях: мы по-прежнему считаем, что акции многих из них являются хорошим вложением средств. Однако инвесторам следует запастись терпением и выждать хотя бы месяц, пока у большинства участников рынка не возникнет понимание заключающейся в данных бумагах ценности. Тогда-то и настанет момент для выгодной покупки.

Наши типовые портфели «Нефть и газ» (-12,7% с момента создания) и «Прочие отрасли» (-10,1%), сформированные в прошлом месяце, показали себя несколько лучше индекса РТС (-14,3%), в то время как портфель «Телекомы», наоборот, был несколько хуже (-14,4%).

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	2.67	Ростелеком	RTKM.RTS	2,087	12.81
ЮКОС	YUKO.RTS	267	13.51	Ростелеком преф.	RTKM_p.RTS	1,367	4.51
ЛУКОЙЛ	LKOH.RTS	160	14.72	МГТС	MGTS.RTS	0	0.00
Сургутнефтегаз	SNGS.RTS	7,696	16.80	Центр Телеком	ESMO.RTS	0	0.00
Газпром – локал.	GAZPPE.RTS	4,800	26.75	Вымпелком	VIP.N	168	23.66
Татнефть	TATN.RTS	1,147	4.29	МТС	MBT.N	157	26.38
МегионНГ	MFGS.RTS	207	5.92	Голден Телеком	GLDN.O	206	20.55
ОНАКО	ONAK.RTS	1,000	7.74	Кубань Телеком	KUBN.RTS	4,400	2.02
Всего акций			92.40	Новосибирск Э.С.	ENCO.RTS	14,133	2.10
Денежная позиция			7.60	Уралсвязьинформ	URSI.RTS	60,667	3.26
Итоговый портфель			100	Волга Телеком	NNSI.RTS	353	1.96
Прочие отрасли				Всего акций			97.25
СеверСталь	CHMF.RTS	0	0.00	Денежная позиция			2.75
ГУМ	GUMM.RTS	0	0.00	Итоговый портфель			100
Вимм Биль Данн	WBD.N	39	4.54	Сравнительная динамика С 24/05/02			
САН Интербрю	SBREq.F	147	5.12	Нефтегазовый портфель			-12.74%
Сбербанк	SBER.RTS	31	29.25	Телекомы			-14.38%
Норильский Никель	GMKN.RTS	438	48.57	Прочие отрасли			-10.06%
Уралмаш-Ижора	UMAS.RTS	147	4.00	Индекс РТС			-14.26%
Всего акций			91.48				
Денежная позиция			8.52				
Итоговый портфель			100				

Источники: оценки Альфа-Банка



В Илл. 4 представлена структура и динамика наших новых типовых портфелей.

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

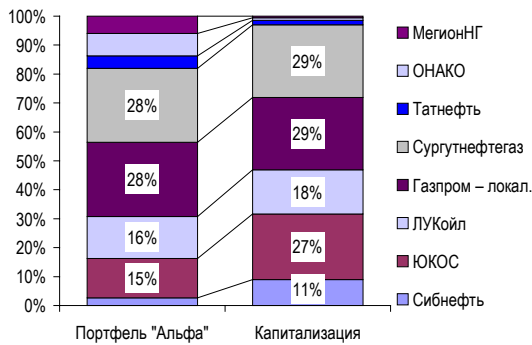
Илл. 5. Изменения в модельных портфелях

Портфель	Старый вес	Новый вес
Нефтегазовый		
24.06.02 Сибнефть Покупка	0,0	3,0
24.06.02 Газпром Продажа	29,0	28,0
24.06.02 Лукойл Продажа	18,0	16,0
Телекомы		
24.06.02 МТС Продажа	30,0	26,0
24.06.02 Вымпелком Покупка	21,0	25,0

Источники: оценки Альфа-Банка

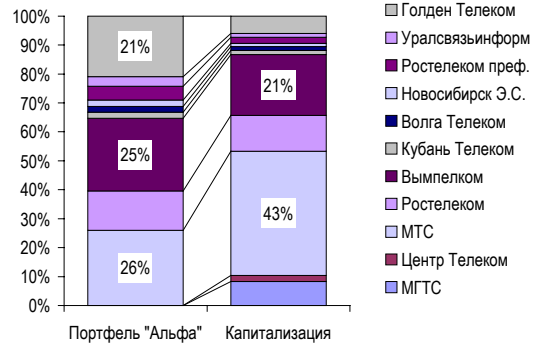
В Илл. 6 и Илл. 7 показаны акции, доля которых в портфеле превышает относительную рыночную капитализацию соответствующих компаний.

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



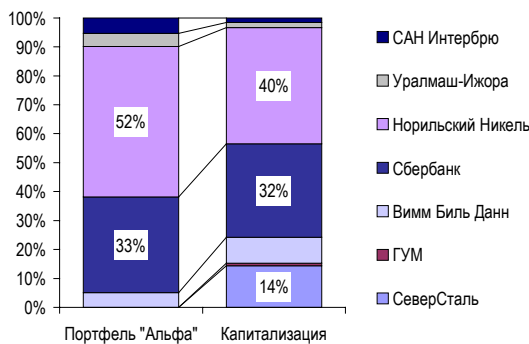
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

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



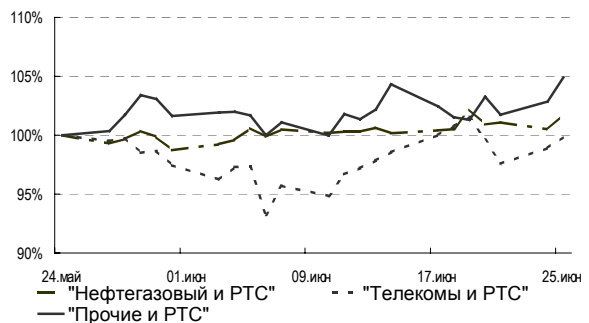
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

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 июня 2002



Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Тема - Рост ВВП должен стать результатом развития малого бизнеса и повышения производительности

- По итогам первых 5 месяцев этого года ВВП вырос больше, чем промышленное производство и теперь меньше зависит от укрепления реального курса рубля и повышения тарифов
- Запланированный на 2003-05 гг. темп роста ВВП на уровне 4,1-5,9% в год достижим в случае роста производительности на 4-5% и борьбы с засильем коррупции
- Необходимым условием роста является цена нефти сорта Urals на уровне \$18,5-22/баррель; нефтяные компании, по-видимому, будут инвестировать средства в переработку и другие отрасли
- Правительство планирует повышать тарифы быстрее, чем растет инфляция (на 10-15 процентных пунктов); реальный курс рубля будет расти на 4-5% в год

Движущей силой роста ВВП становится сфера услуг

Данные за 5 мес. 2002 г. показывают, что вклад промышленных отраслей в рост ВВП становится меньше

Несмотря на то, что в 2002 г. темп роста ВВП замедлился, экономические показатели за 5 месяцев этого года свидетельствуют о том, что составляющие этого роста существенно изменились. До кризиса 1998 г., а также в период 1999-2000 гг. основной движущей силой роста ВВП было промышленное производство. В этот период темпы роста последнего на 2-3 процентных пункта превышали темпы роста ВВП. В 2001 г. впервые в постсоветский период промышленное производство выросло на 5,2%, что примерно соответствует темпу роста ВВП (5%). Еще более неожиданная тенденция обнаруживается при анализе данных за 5 месяцев нынешнего года: промпроизводство выросло на 3%, в то время как ВВП – на 3,7%. Иными словами, вклад промышленных отраслей в рост ВВП, по-видимому, становится меньше, а сферы обслуживания, наоборот, растет.

Илл. 10. ВВП и рост промышленного производства в 1996-2002 гг.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	5 мес. 2002 г.
Рост ВВП	-4,6	0,8	-4,9	5,4	8,3	5,0	3,6
Рост промпроизводства, %	-4	2,0	-5,2	8,1	11,9	5,2	3,0

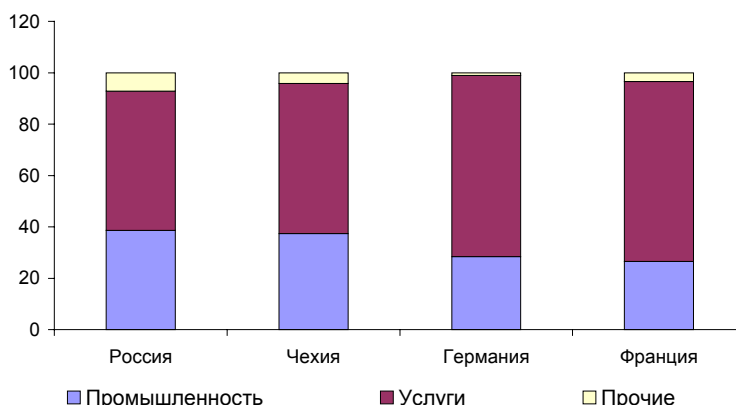
Источник: Госкомстат

Необходимо увеличить долю сферы услуг в ВВП 54% до 70%

Мы полагаем, что показатели за 5 месяцев 2002 г. весьма многообещающие с точки зрения структуры экономического роста. В развитых странах на сферу обслуживания приходится 70% ВВП, а на промышленность порядка 20-28%. В России соотношение иное: доля сферы услуг в ВВП 54%, промышленных отраслей 38%. Следовательно, опережающий рост в непромышленных отраслях может свидетельствовать о повышении экономической эффективности и возникновении тенденций, свойственными экономике развитых стран.



Илл. 11. Составляющие роста ВВП, в % от целого



Источник: Всемирный банк

Ослабление роли промышленности делает экономику менее зависимой от укрепления реального курса рубля...

Тот факт, что промышленные сектора теряют свою значимость, позволяет сделать два важных с точки зрения макроэкономики вывода. Во-первых, по мере роста сферы обслуживания России будет меньше зависеть от товаров иностранного производства, т.к. развитие услуг способствует насыщению внутреннего рынка. Это означает, что укрепление реального курса рубля уже не будет столь опасным для экономического развития. С учетом того, что в последнее время состояние счета капитальных операций улучшилось, последнее обстоятельство приобретает особую важность.

...и позволяет быстрее повышать тарифы

Во-вторых, развитие сферы услуг является важнейшим условием повышения тарифов. Основной аргумент противников последнего заключается в том, что при высоких тарифах рост ВВП замедляется прежде, чем у предприятий появляются стимулы для повышения эффективности. Однако рост тарифов сказывается главным образом на промышленных отраслях, но не на сфере услуг. Т.о., уменьшение роли промышленного производства как составляющей роста ВВП облегчает принятие решения о повышении тарифов.

На 2004-2005 гг. правительство запланировало рост ВВП на 4,1-5,9%

Правительство планирует рост ВВП в 2004-2005 гг. на уровне 4,1-5,9%

Экономический сценарий правительства на период 2003-2005 гг. (обнародованный 13 июня) предусматривает рост ВВП на уровне 4,1-5,9%. Мы полагаем, что эта цифра отчасти является ответом на критику со стороны президента Путина. (В апреле Путин сказал, что 3,5-5,6% - недостаточный темп роста).

Структурная реформа должна опираться на сокращение налогового бремени

Структурные преобразования в области жилищно-коммунального хозяйства, земельная и банковская реформа рассматриваются в качестве важнейшего условия достижения запланированного темпа роста ВВП. Ожидается, что до конца года Дума утвердит систему страхования вкладов, а также законопроект об инвестировании средств накопительной пенсии. Снижение совокупного налогового бремени в 2003 г. еще на 0,5% могло бы стать еще одним шагом на пути к созданию более привлекательного инвестиционного климата.

Необходимо покончить с коррупцией, которая сейчас обходится экономике в 11% ВВП

Однако одного снижения налогов не достаточно для стимулирования инвестиций и роста. Результаты исследования, проведенного недавно при содействии Всемирного банка, указывают на то, что необходимым условием развития экономики является также и искоренение коррупции. В настоящее время коррупция обходится российским предприятиям при-



мерно в \$33 млрд в год, или 11% ВВП, тогда как налоговые поступления консолидированного бюджета составляют 37% ВВП. Следовательно, ограничение коррупции может стать гораздо более мощным рычагом влияния на деловой климат, чем снижение налогов.

Важный фактор роста – увеличение числа малых предприятий на 8,7% к 2004 г.

Правительству предстоит обеспечить два основных условия, обуславливающих рост экономики. Во-первых, основой устойчивого роста должны стать малые предприятия, и поэтому особое значение приобретает динамика именно в этом секторе. В 2001 г. число малых предприятий в России уменьшилось на 4,1%, однако в результате появления ряда новых законов (в частности, о стандартизации) к 2004 г. оно должно увеличиться на 8,7%.

Илл. 12. Макроэкономические показатели в 2003-2005 гг.

Прогноз правительства	
Рост ВВП	4,1-5,9%
Внутренние факторы	
1. Структурная реформа	Правительство намерено повысить производительность путем: <ul style="list-style-type: none"> • сокращения налогового бремени прежде всего для малых предприятий и предприятий-неэкспортеров; • создание рынка сельхозугодий в 2003-2005 гг.; • реформа ЖКХ; • изменений в законодательстве с целью обеспечения прав собственников
2. Снижение инфляции	Инфляцию необходимо снизить с 12-14% до 6-8% в 2005 г., конкретная цифра зависит от темпа повышения тарифов
3. Сокращение энергопотребления	К 2005 г. сократить энергопотребление на 11-13%
4. Контроль за повышением тарифов	Рост цен на газ должен быть ограничен 25% в год; энерготарифов - 15-18%
5. Сильная бюджетная политика	Непроцентные расходы консолидированного бюджета должны остаться на уровне 24% ВВП
6. Укрепление реального обменного курса рубля	Рост реального курса рубля должен быть ограничен 4-5% в год
Внешние факторы	
1. Рост мировой экономики	В 2003-2005 гг. ВВП США: 3,0-3,5%, ВВП стран Евросоюза: 1,3-3,0
2. Цены на нефть	Цена сорта Urals в диапазоне \$18,5-22,5/баррель
2. Вступление в ВТО	Вступление в ВТО в 2003-2005 гг. будет способствовать росту внешней торговли

Источник: Минэкономразвития

Второй фактор роста: повышение производительности на 4-5%

Второй фактор экономического роста – рост производительности труда. Чтобы сохранить конкурентоспособность, российским предприятиям-производителям необходимо расти не менее чем на 4-5% в год даже в случае, если рост реального курса будет ограничен теми же 4-5%. В противном случае укрепление реального курса национальной валюты вызовет стагнацию промышленного производства и сделает прогнозы правительства несбыточными.

В условиях незагруженности мощностей производительность выросла на 6,7%

Заданный темп роста производительности вполне реалистичен. В 1999-2001 гг. он составлял в среднем 6,7% в год, хотя, справедливости ради, следует отметить, что его источником была значительная незагруженность производственных мощностей в промышленности. В дальнейшем для обеспечения роста производительности потребуются основательная модернизация промышленности и крупные капиталовложения.

Илл. 13. Рост ВВП и производительности в 1999-2001 гг., %

	1999	2000	2001
Рост ВВП	5,4	9	5
Рост производительности	8	7,4	4,7

Источник: Госкомстат

Экспортеры должны диверсифицировать инвестиции

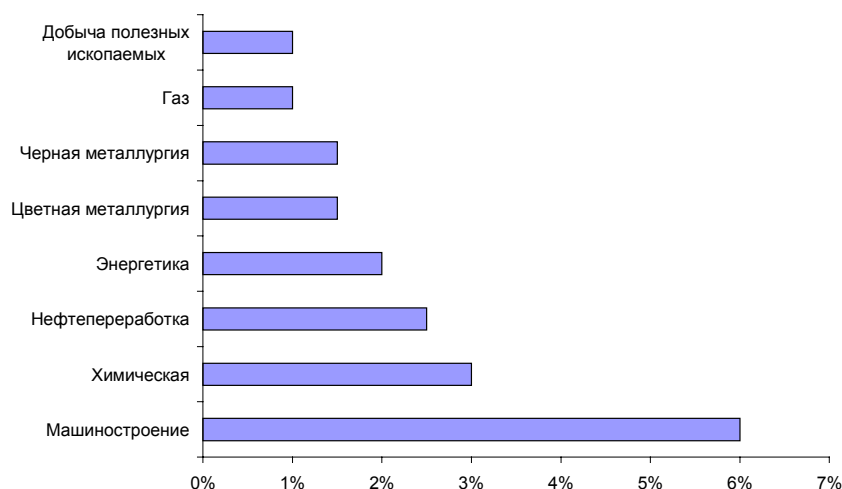
Изменение цены нефти на \$3,5/баррель приведет к изменению роста промпроизводства на 1,1% в год

Нефтяным компаниям следует инвестировать средства в переработку и другие отрасли

Однако вне зависимости от темпа реформ ключевую роль по-прежнему будут играть цены на нефть. Рост инвестиций (на 3,0-3,8%) будет продолжаться финансироваться за счет экспортной выручки. Т.о., при цене сорта Urals в диапазоне \$21,5-22,5/баррель промышленное производство вырастет на 4,1-5,5% в год, а при цене \$18,5/баррель – лишь на 3,2-4,2%.

Если раньше рост промпроизводства был прежде всего следствием развития нефтедобычи, то теперь правительство исходит из предположения, что инвестиции нефтяных компаний станут более диверсифицированными. Несмотря на то, что существующий режим налогообложения позволяет нефтяным компаниям поддерживать норму чистой прибыли на уровне 20%, последних будут подталкивать к инвестированию средств в производство высококачественных нефтепродуктов, а также другие отрасли, в т.ч. сферу обслуживания. По мере приватизации госпредприятий список инвестиционных проектов будет пополняться. Т.о., возникают новые движущие силы: 1) производственные предприятия, ориентированные на внутренний рынок, в частности в таких отраслях, как машиностроение, пищевая промышленность, текстильное производство; 2) предприятия, экспортирующие такую продукцию как лес, высокие технологии и нефтепродукты.

Илл. 14. Средние темпы роста промпроизводства в 2003-2005 гг.



Источник: Минэкономразвития

К 2005 г. энергопотребление снизится на 11-13%

В течение 7-10 лет цены на газ достигнут \$40-45/тыс. куб. м

С другой стороны, правительство будет всеми силами бороться с явно неэффективным энергопотреблением. В настоящее время на производство \$1 ВВП (скорректированного на паритет покупательной способности валют) Россия тратит энергии в 2 раза больше, чем Канада, однако к 2005 г. вследствие роста тарифов энергопотребление сократится ориентировочно на 11-13%.

Создание свободного рынка газа приведет к повышению цен на газ до \$40-45/тыс. куб. м в течение 7-10 лет. Вместе с тем по данным Минэкономразвития, в ближайшие 3-4 года цены на газ будут, как и прежде, регулироваться государством и достигнут \$35/тыс. куб. м. Повышение цен на газ должно опережать темпы инфляции в среднем на 10-15%. Это означает, что в 2003 г. правительство предполагает повысить цены на газ на 25-30%.



Замедление укрепления реального курса рубля позволит нефтяным компаниям инвестировать средства в России

Мы полагаем, что курс кабинета на мотивацию нефтяных компаний к диверсификации инвестиций и, соответственно, на сокращение зависимости от энергоносителей вполне обоснован. Однако сокращение налогового бремени не-нефтяных отраслей не должно происходить одновременно с укреплением реального курса рубля: если отечественные отрасли потеряют конкурентоспособность, нефтяные компании быстро переориентируют свои инвестиции на зарубежные проекты.



Динамика и оценка акций

Илл. 15. Динамика АДР, с начала месяца, на 26 июня

Компания	Уровень АДР	Соотношение	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
				за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
Нефть и Газ								
Газпром	114A, REG S	10 в 1	15,8	-8,7	59,9	20,6	8,3	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	63,8	-10,5	30,1	73,3	36,0	
Сибнефть	1	10 в 1	16,3	-13,1	117,3	21,8	3,5	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	18,9	-13,3	19,7	23,8	10,3	
Татнефть	2	20 в 1	12,6	-15,2	22,5	17,3	8,0	
Юкос	1	15 в 1	129,3	-16,9	66,2	172,5	46,5	
Энергетика								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	2,8	-36,0	-26,7	4,6	2,2	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	39,3	-1,2	33,3	50,6	24,6	
Мосэнерго	1	100 в 1	3,1	-18,0	-22,5	5,0	2,3	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	9,5	-28,9	-39,1	18,2	8,3	
Телекоммуникации								
ВымпелКом	3	3 в 4	24,2	-15,7	-7,1	34,8	14,1	
Голден Телеком	3	1 в 1	17,2	7,6	47,0	18,3	6,6	
МТС	3	20 в 1	28,1	-12,3	-21,1	40,0	22,4	
МГТС	1	1 в 10	6,5	-1,5	-5,7	8,4	4,0	
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	2,1	0,0	23,5	3,0	1,5	
Ростелеком	2	6 в 1	6,1	-20,4	15,2	9,9	2,7	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	2,0	-21,6	4,7	3,6	1,1	
ЮжТелеком	1	1 в 2	7,1	14,3	112,1	8,0	2,8	
Прочие сектора								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	19,6	-16,6	13,6	25,3	10,7	
Уралмаш - Ижора	144A, REG S	1 в 1	5,1	-20,3	15,1	7,1	2,7	
ГУМ	1	2 в 1	2,6	-24,9	-21,5	4,6	2,2	
Вимм Билл Данн	3	1 в 1	6,4	-7,1	30,0	8,9	2,7	
Сан Интербрю В	144A, REG S	1 в 1	20,6	-11,6	6,0	25,4	19,5	

Источники: Рейтер, Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 16. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 26 июня

Компания	Цена \$	Изменение				ADV \$ млн.	МСар \$ млн.	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2001	2002П	2001	2002П			
Нефть и газ														
Газпром	0,927	-13	80	1,132	0,516	6,5	24 102	7,0	6,4	7,2	5,5	1,20	29	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	15,6	-12	27	18,2	9,125	2,7	13 226	6,3	5,8	4,0	4,3	20,5	32	НАКАПЛИВАТЬ
Сибнефть	1,64	-11	125	2,12	0,37	0,5	7 776	6,0	6,7	5,2	4,5	2,10	28	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,366	-14	16	0,470	0,214	2,9	8 333	4,5	4,2	3,2	3,1	0,60	64	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,635	-15	21	0,853	0,409	0,9	1 448	2,1	2,6	1,4	1,8	1,40	120	ПОКУПАТЬ
Юкос	8,69	-16	67	11,38	3,15	2,7	18 467	5,3	5,6	4,6	3,6	11,8	36	ДЕРЖАТЬ
RKN	18,65	-8	2	27,05	16,53	0,1	19 419	5,8	5,8	3,3	3,0			
Petrobras	18,86	-8	-6	22,12	12,62	5,0	1 846	н/з	8,2	20,3	5,3			
MOL	0,21	2	20	0,22	0,17	12,9	37 195	5,4	7,7	3,5	3,6			
Среднее								5,6	7,2	9,0	4,0			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,060	-15	-27	0,092	0,060	0,0	286	н/з	н/з	н/з	4,5	0,09	50	ДЕРЖАТЬ
Ленэнерго	0,350	-3	-2	0,505	0,230	0,0	294	2,5	4,6	3,5	2,8	0,55	57	НАКАПЛИВАТЬ
Мосэнерго	0,031	-14	-25	0,048	0,028	0,7	865	96,1	54,1	3,6	3,7	0,05	63	СПЕК. ПОКУПКА
РАО ЕЭС	0,096	-29	-39	0,179	0,084	4,5	4 020	2,5	5,0	1,8	1,8	Пересмотр	н/д	ПОКУПАТЬ
EdP	2,02	-12	-18	3,11	1,95	18,8	6 069	12,7	8,4	8,4	8,3			
Endesa	14,41	-15	-19	19,56	13,94	162,2	18 689	10,5	9,4	10,3	9,8			
Tenaga	2,60	-1	-7	3,05	2,22	5,9	8 825	15,6	16,3	12,6	11,8			
Среднее								12,9	11,4	10,4	9,9			
Телекоммуникации														
МГТС	6,56	0	9	7,45	4,75	0,0	562	49,4	16,7	5,7	4,4	7,0	7	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	11,90	1	5	13,45	6,67	3,5	5 318	9,9	8,2	3,5	3,1			
Tele Norte Leste	8,26	-12	-25	12,07	6,60	3,6	3 556	20,1	10,9	3,9	3,1			
Среднее								15,0	9,5	3,7	3,1			
Ростелеком	0,99	-22	8	1,66	0,46	0,5	848	6,3	5,1	2,7	2,3	1,45	47	ДЕРЖАТЬ
Indosat	1,29	-6	15	1,64	0,83	3,4	1 315	8,9	7,1	0,0	0,0			
Embratel	1,50	-33	-61	6,81	1,42	6,3	434	н/з	43,8	3,9	2,3			
Среднее								8,9	25,4	1,9	1,1			
Голден Телеком	16,64	7,6	47,0	18,3	6,6	0,4	401	н/з	9,6	15,8	3,8	24,0	44	ПОКУПАТЬ
Netia	1,35	11	-21	10,89	0,75	0,1	42	н/з	н/з	н/з	21,7			
МТС	31,5	-12,3	-21,1	40,0	22,4	2,7	3 139	15,1	12,1	7,6	5,5	40,0	27	НАКАПЛИВАТЬ
ВымпелКом	23,1	-15,7	-7,1	34,8	14,1	1,3	1 244	26,3	14,8	9,5	6,2	31,0	34	ДЕРЖАТЬ
Turkcell	0,004	-17	-44	0,008	0,002	4,5	2 198	н/з	12,4	4,2	3,0			
Mobinil	6,80	-2	-18	16,04	6,33	4,0	694	7,7	6,4	4,5	4,2			
Среднее								7,7	9,4	4,4	3,6			
Металлургия														
ГМК Норильск. Никель	19,6	-16	15	25	15	1,0	4 193	7,5	10,9	3,2	4,2	27,0	38	ПОКУПАТЬ
Amplats	38,66	-16	-10	52,96	24,65	0,4	8 364	12,6	12,1	8,1	7,6			
Eramet	31,65	-17	-8	39,48	21,82	0,0	783	14,2	9,6	4,4	4,5			
WMC	5,03	-10	-9	5,92	3,71	3,9	9 631	19,8	18,7	9,5	9,6			
Среднее								15,6	13,5	7,3	7,2			
Северсталь	64,70	-10	47	84,00	34,50	0,1	1 428	9,1	7,7	3,9	3,6	72,0	11	ДЕРЖАТЬ
China Steel	0,53	7	30	0,56	0,33	20,9	4 798	22,2	19,5	8,9	8,4			
POSCO	113,80	-2	12	134,57	59,39	0,3	10 651	16,1	12,5	6,7	6,4			
Среднее								19,1	16,0	7,8	7,4			
Пищевая промышленность														
Балтика	13,7	8	51	14,75	9	0,1	1 467	11,4	10,3	7,3	6,0	18,0	31	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	6,1	-7,1	30,0	8,9	2,7	0,2	642	8,4	4,2	8,4	6,0	8,2	33	ПОКУПАТЬ
Вимм Биль Данн	22,0	-11,6	6,0	25,4	19,5	1,2	968	24,8	14,5	12,4	8,9	28,0	27	НАКАПЛИВАТЬ
Okocim	3,5	-6	32	4,2	2,4	0,0	77	54,9	16,7	13,5	10,3			
Grupo Modelo-C	2,4	-3,1	16,0	2,6	1,9	4,6	1 542	21,8	19,3	1,7	1,5			
Среднее								38,3	18,0	7,6	5,9			
Торговля														
ГУМ	1,25	-31	-13	1,8	1,1	0,0	75	5,9	4,7	3,0	2,7	2,1	68	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	3,01	-7	19	3,29	2,35	0,0	258	13,9	15,5	11,2	10,0			
Matahari Putra Prima	0,07	0	44	0,09	0,05	0,8	193	6,5	5,6	2,3	2,0			
Среднее								10,2	10,5	6,8	6,0			
Машиностроение														
Уралмаш Ижора	4,9	-17	29	6,35	2,8	0,0	173	6,7	5,8	3,1	2,5	8,0	63	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	19,81	2	-6	31,32	16,24	0,4	1 506	11,6	4,4	5,2	4,7			
Atlas Copco	22,32	-12	-13	28,70	18,22	0,8	4 586	13,4	13,9	5,7	5,8			
Среднее								12,5	9,2	5,5	5,2			

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 26 июня

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	5,0	-19	-9	7,25	2,1	2,9	563	5,4	3,3	2,8	1,9	9,60	92	ПОКУПАТЬ
Пурнефтегаз	2,75	9	-26	5,5	2	1,5	267	12,4	7,5	8,3	4,5	2,40	-13	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	2,9	0	9	4,0	2,5	0,2	207	4,8	5,4	5,7	4,6	4,50	55	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	85	0	209	100	27,5	0,2	303	3,6	4,1	2,3	1,7	140	65	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,125	0	24	0,18	0,070	0,7	137	2,6	2,5	1,5	1,7	0,20	60	ПОКУПАТЬ
Красноярскэнерго	0,102	0	27	0,15	0,081	0,9	69	12,9	2,7	2,1	1,4	0,14	37	НАКАПЛИВАТЬ
Кубаньэнерго	2,6	0	31	3,1	1,6	0,9	46	4,7	3,8	1,7	1,7	4,20	62	НАКАПЛИВАТЬ
Кузбассэнерго	0,175	-7	49	0,218	0,088	10,3	106	н/з	9,4	3,9	2,2	0,21	23	ДЕРЖАТЬ
Новосибирскэнерго	3,25	-18	81	4,0	1,8	2,2	47	н/з	21,0	16,4	5,2	2,50	-23	ДЕРЖАТЬ
Пермэнерго	1,525	-20	-5	2,15	1,5	2,7	72	4,4	2,6	1,0	1,0	2,87	88	НАКАПЛИВАТЬ
Ростовэнерго	0,018	0	17	0,020	0,013	0,0	64	13,6	4,4	5,1	4,0	0,02	29	НАКАПЛИВАТЬ
Самараэнерго	0,035	-15	23	0,041	0,025	3,1	131	10,5	7,5	7,5	3,2	0,04	27	ДЕРЖАТЬ
Свердловэнерго	0,125	-7	24	0,168	0,080	2,2	79	12,8	1,9	1,1	0,8	0,16	26	ДЕРЖАТЬ
Челябэнерго	0,005	-4	-24	0,010	0,005	2,6	25	10,9	3,6	1,3	1,2	0,01	126	НАКАПЛИВАТЬ
Телекоммуникации														
Башинформсвязь	0,075	0	7	0,115	0,065	0,2	72	6,8	2,1	2,6	2,1	0,09	20	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	0,95	-17	4	1,45	0,72	0,5	111	11,6	3,8	3,3	2,3	1,64	73	НАКАПЛИВАТЬ
Красноярскэлектросвязь	3,55	0	69	3,99	1,85	0,0	42	52,7	43,2	3,3	2,6	4,6	30	НАКАПЛИВАТЬ
Ленсвязь	10	0	18	12	8	2,0	24	13,3	12,2	2,9	2,7	9,98	0	СОКРАЩАТЬ
Ростовэлектросвязь	0,56	-25	12	0,89	0,38	0,3	47	12,9	11,8	3,0	2,7	0,82	46	ДЕРЖАТЬ
Самарасвязьинформ	25,3	0	38	27,5	16,4	0,0	59	10,1	8,8	4,3	3,7	33,04	31	СПЕК. ПОКУПКА
Северо-Западный Телеком	0,5	-4	19	0,57	0,31	2,6	261	23,5	44,7	4,7	8,6	0,49	-2	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,03	-12	38	0,03	0,02	0,7	76	10,6	5,0	3,3	2,1	0,04	45	ПОКУПАТЬ
Тюменьтелеком	1,3	-24	4	2,15	0,78	0,6	41	16,1	13,7	3,6	3,0	2,2	69	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинфоформ	0,01	-23	5	0,778	0,007	0,9	80	32,9	8,7	33,6	32,0	0,02	74	ПОКУПАТЬ
Уралтелеком	4,5	-25	8	8,3	4,1	3,0	56	5,7	5,2	2,0	1,5	8	78	НАКАПЛИВАТЬ
Хантымансийскокртелеком	1,5	0	15	2,35	1,00	0,4	31	2,6	2,4	1,3	1,2	2,1	40	НАКАПЛИВАТЬ
Челябинсксвязьинформ	16,3	0	2	16,8	13,9	0,0	92	36,6	587,5	6,5	5,9	17,1	5	ДЕРЖАТЬ
Центр Телеком	0,277	-3	15	0,37	0,14	1,1	148	41,9	29,8	7,2	5,6	0,34	23	ДЕРЖАТЬ
ЮжТелеком	0,06	-20	3	0,107	0,04	1,0	88	8,6	2,9	2,9	2,0	0,13	106	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
Аэрофлот	0,281	-15	-21	0,407	0,250	45,0	312	159,2	24,3	5,1	4,2	0,33	17	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	29	-23	63	38,9	7	24,9	852	5,4	1,9	2,8	2,2	51	76	СПЕК. ПОКУПКА
ГАЗ	30,7	-7	6	43,00	15	26,3	161	23,1	3,9	4,2	4,2	17,0	-45	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	5,1	0	-5	8,5	3,5	0,3	46	5,0	4,1	2,8	2,6	9,0	76	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	165	-4	113	186,0	30	593,1	3 223	н/д	н/д	н/д	н/д	220	33	СПЕК. ПОКУПКА
Челябинский трубный з-д	0,125	0	67	0,130	0,062	0,0	59	2,6	1,5	1,7	1,1	0,17	36	СПЕК. ПОКУПКА
ЦУМ	0,365	0	26	0,6	0,25	0,3	33	9,5	8,1	3,8	3,7	0,73	100	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 18. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 26 июня

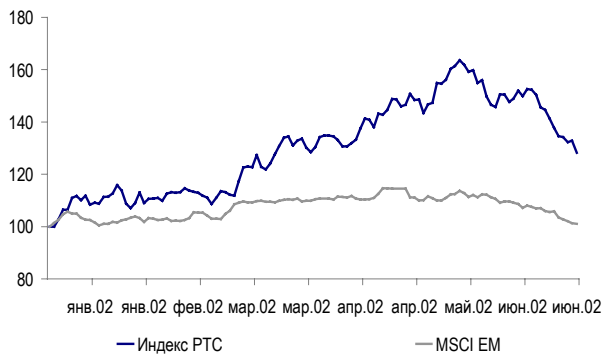
Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	Дисконт к. обыкнов. %	Дивиденд на акцию \$	Дивиденд. доходность %	Расчетная цена	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и газ												
Сургутнефтегаз	0,20	-15	0	0,258	0,126	261,2	45	0,0090	4,5	0,36	80	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,44	-14	25	0,615	0,253	6,4	31	0,0280	6,4	0,84	91	ДЕРЖАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС	0,082	-22	-30	0,135	0,056	193,6	14	0,0037	6,1	Пересмотр	н/д	ПОКУПАТЬ
Телекомы												
Ростелеком	0,535	-9	11	0,85	0,21	15,1	46	0,0267	5,0	0,86	61	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



Графики

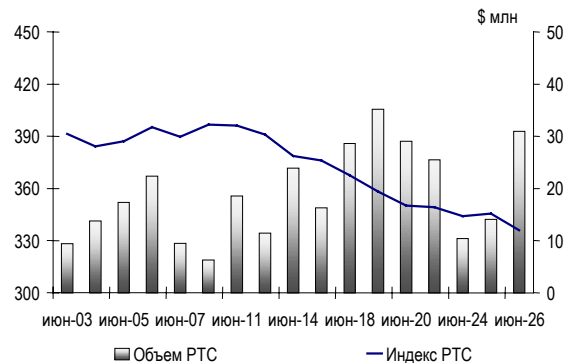
Илл. 19. РТС и индекс MSCI EM, с начала года



Источники: РТС, Рейтер

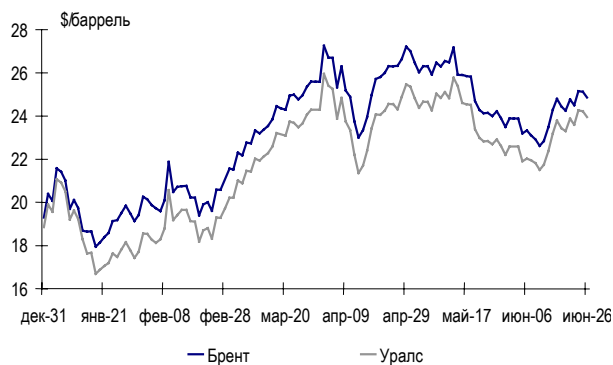
- Индекс РТС упал на 14% в июне на фоне пессимистичных настроений на мировых фондовых рынках

Илл. 20. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

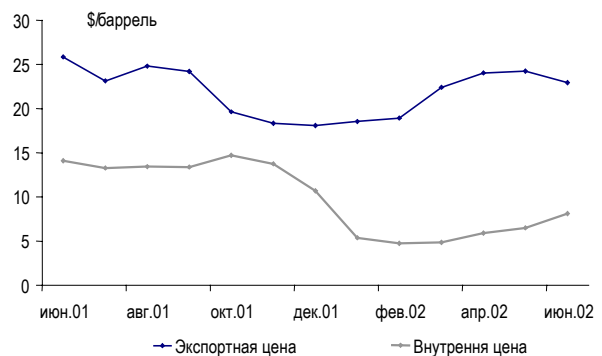
Илл. 21. Динамика цен на нефть, с начала года



Источник: Блумберг

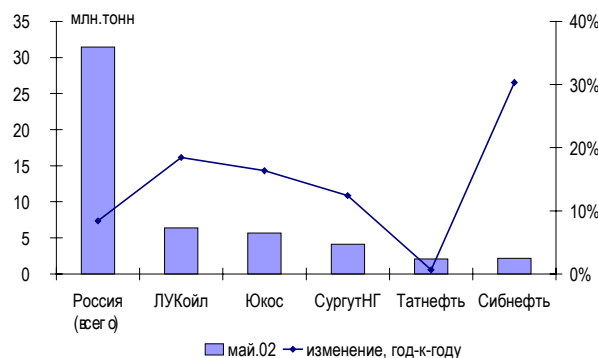
- Несмотря на слабый спрос на нефть, цены на нее выросли в июне вследствие увеличения напряженности на Среднем Востоке
- Как мы ожидали, внутренние цены на нефть выросли в июне до \$8/баррель

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



Источник: Министерство энергетики

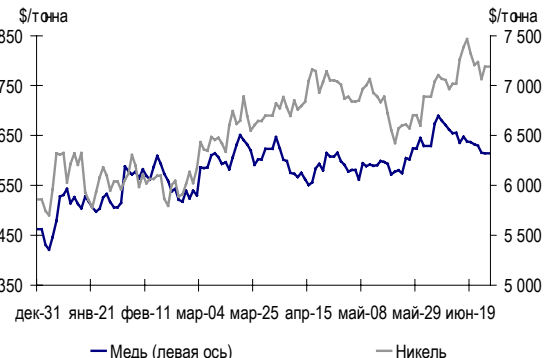
Илл. 23. Добыча нефти компаниями, май 2002 г.



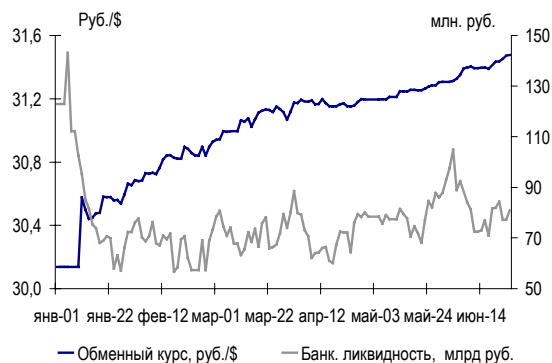
Источник: Министерство энергетики

- Sibneft, Yukos и SurgutNPG увеличили добычу в мае более чем на 10% год-к-году

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

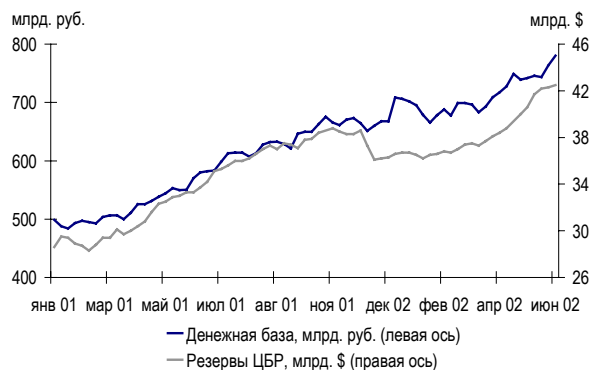


Источник: Блумберг

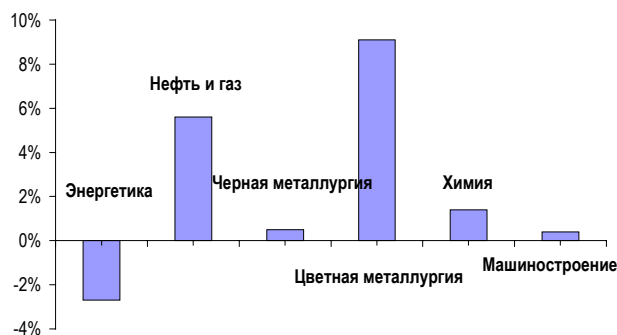
Илл. 25. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Девальвация рубля ускорилась в июне, однако, платежный баланс остается сильным
- Несмотря на запланированное ЦБР реальное укрепление рубля на 4-6%, золотовалютные резервы должны вырасти до \$46 млрд.

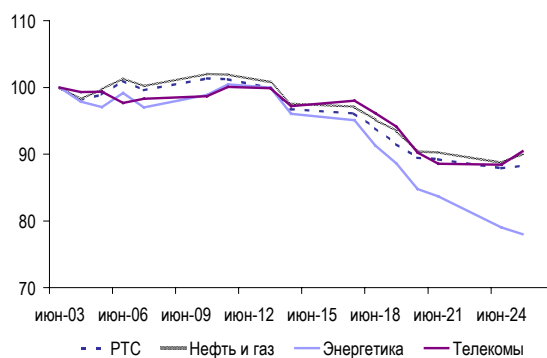
Илл. 26. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года


Источник: ЦБР

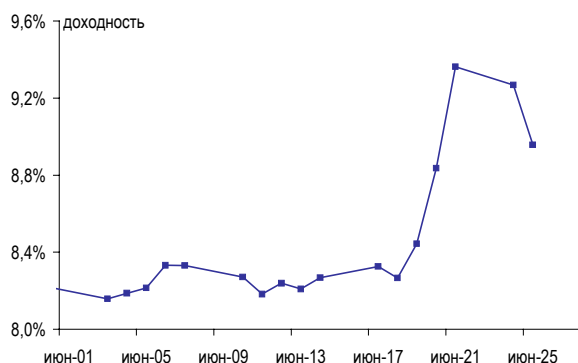
Илл. 27. Динамика промышленного роста, май 2002 г., год-к-году


Источник: Минфин

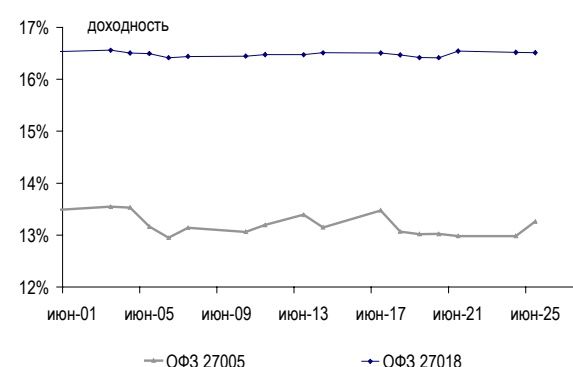
- Слабый рост в машиностроении – обеспокоивающий знак
- Цены акций нефтегазового сектора упали в июне меньше других; лидером падения стала энергетика

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

- Российские облигации упали в конце июня вследствие воздействия внешних негативных факторов
- Рынок ГКО-ОФЗ оставался в июне стабильным благодаря участию Пенсионного Фонда



Календарь событий

Илл. 31. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания	Событие
Начало месяца	Нефть	Российское правительство обсуждает изменения в отношении пошлин на экспорт нефтепродуктов
1 июля	Газ, Энергетика	15% повышение тарифов на газ для промышленных пользователей, 2,4% повышение тарифов на э/э на оптовом рынке, 6,8% повышение тарифов на ж/д перевозки
5 июля	FESCO	Внеочередное собрание акционеров, избрание наблюдательного совета
9 июля	ЛУКОЙЛ	ЛУКОЙЛ в консорциуме с компанией Rotch Energy должны подтвердить предложения в отношении приобретения 75% в Гданьском НПЗ (Польша)
11 июля	Брянскэнерго	Годовое собрание акционеров
В течение месяца	ЛУКОЙЛ	Компания должна завершить сделку по приобретению 23% Hellenic Petroleum
Вторая половина месяца	Уралмаш Ижора	Публикация финансовой отчетности по стандартам US GAAP за 2001 год

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Россия признана страной с рыночной экономикой, но остается в «черном» списке FATF

В июне было много значимых, с точки зрения макроэкономики, событий. В международном плане результаты оказались неоднозначными. С одной стороны, США признали Россию страной с рыночной экономикой (6 июня), что существенно важно для продолжения переговоров с ВТО. С другой стороны, на состоявшемся 18 июня заседании FATF не стала рассматривать вопрос об исключении России из «черного» списка стран, которые не идут на сотрудничество с международными организациями, ставящими своей целью борьбу с «отмыванием» денег. Т.о., Россия останется в «черном» списке как минимум до октября 2002 г. Среди событий в России следует отметить ряд принятых правительством важных решений, в т.ч. касающихся либерализации операций по счетам типа «С» и повышения тарифов.

По нашим оценкам, инфляция составит около 1% в июле и 0,3% в августе

Июль – последний месяц весенней сессии Думы. Мы полагаем, что вскоре будет утвержден законопроект, определяющий порядок инвестирования средств накопительной части пенсии. Кроме того, правительство должно будет утвердить проект бюджета на 2003 г., который был возвращен в Минфин на доработку. Что касается чисто экономических вопросов, то, по нашим оценкам, после решения о повышении тарифов с 1 июля инфляция составит около 1% в июле и 0,3% в августе.

Илл. 22. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П	2003П
За июль							
Инфляция	0,9	0,2	2,8	1,8	0,5	1,0	
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,8	6,2	24,2	27,8	29,3	31,6	
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	24,5	18,4	11,9	23,3	36,5	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. 32. Основные события

Дата	Событие
3 июня	В январе-мае добыча нефти в России выросла на 8,7% год-к-году, экспорт в страны, не входящие в СНГ, увеличился на 5,5%
4 июня	ЦБ РФ выступает за постепенное снятие ограничений по использованию средств с «С»-счетов
5 июня	Рост потребительских цен за 5 месяцев текущего года составил 8,4%. Основными факторами инфляции стали удорожание плодовоощной продукции (15%) и повышение цен на бензин (10,7%)
6 июня	Золотовалютные резервы РФ с 24 по 31 мая выросли на \$500 млн. до \$42,2 млрд. Одной из причин впечатляющего роста золотовалютных резервов в мае (на \$3 млрд.) стала активная покупка ЦБ валюты с целью ускорить девальвацию рубля. Мы оставляем наш прогноз по росту золотовалютных резервов по итогам года на уровне \$46 млрд.
11 июня	Минфин РФ перевел 175 млн. евро в рамках платежа по задолженности бывшего ГДР. Платеж совершен в рамках договоренности с Германией о выплате 500 млн. евро, которая была достигнута в Веймаре весной 2002 г. Следующая часть выплат в размере 175 млн. евро будет осуществлена 1 ноября 2002 г.
10 июня	Цена на нефть снизилась до \$0.18/баррель, что на \$1 за баррель ниже уровня прошлой недели. ОПЕК и МЭА (Международное Энергетическое Агентство) ожидают довольно скромный рост мирового спроса на нефть в этом году – на уровне 400-500 тыс. барр. в день, то есть менее половины от обычного уровня спроса.
14 июня	Профицит бюджета в январе-мае 2002 г составил 52,9 млрд. руб. или 1,3% ВВП. Дефицит бюджета в мае свидетельствует о снижении возможностей правительства стерилизовать денежную массу, возникающую в результате ускоренного наращивания золотовалютных резервов ЦБ. В случае продолжения этой тенденции следует ожидать дальнейшего ускорения темпов инфляции (1,7% в мае).
17 июня	Россия не будет исключена из списка FATF до октября; рейтинг, скорее всего, будет повышен в августе. Исключение России из данного списка рассматривалось агентством S&P в качестве катализатора для увеличения суверенного рейтинга России в июне. Мы полагаем, что теперь вероятнее всего рейтинг будет увеличен в августе.
18 июня	РФ доразместит в 2002 г. еврооблигации с погашением в 2010 и 2030 гг. в размере \$700 млн. в рамках урегулирования задолженности бывшего СССР перед МБЭС и МИБ. Увеличение объема одновременного выпуска до \$2,7 млрд. вызовет более сильную ценовую коррекцию на российском долговом рынке (прежде всего, по размещаемым облигациям – ЕВРО-10 и ЕВРО-30).
18 июня	Правительство собирается повысить тарифы на газ для промышленных потребителей на 20% и оптовые тарифы на электроэнергию 2,4% с 1 июля. В то время как затраты на топливо составляют, по крайней мере, 40% в издержках тепловых федеральных станций, скромного повышения оптовых тарифов на э/э на 2,4% будет недостаточно, чтобы компенсировать рост цен на газ для тех станций, где этот вид топлива является основным.
19 июня	В мае текущего года промышленное производство увеличилось на 2,8% по сравнению с маем 2001 г, снизившись на 1,7% к апрелю 2002 г. Среднесуточное производство с учетом сезонной корректировки в мае 2002 г составило 100,6% к уровню апреля.
20 июня	Правительство приняло решение с 1 июля повысить ряд тарифов. Тарифы на газ будут повышены на 15%, электроэнергию, отпускаемую с ФОРЭМ, - на 2,4%, грузовые железнодорожные перевозки - на 6,8%. Кроме того, правительство решило ограничить в 2003 г рост тарифов на газ в среднем за год в размере 20%, на электроэнергию в размере 14-16%, услуги МПС – 12-14%.
24 июня	ВВП России в январе-мае 2002 г вырос на 3,7%. Мы ожидаем улучшения динамики инвестиций во втором полугодии 2002 г

Источник: оценки Альфа-Банка



Новости компаний и отраслей

Константин Резников

(7 095) 795-3612

Анна Бутенко

(7 095) 795-3745

Осенью Сургутнефтегаз выпустит годовой отчет за 2001 г. по GAAP

Чистая рентабельность Юкоса выросла до 48%, а рентабельность EBITDA снизилась до 55%

Чистая прибыль Сибнефти за 2001 финансовый год по US GAAP почти удвоилась, превысив наш прогноз на 24%

Итоги ЛУКОЙла за 2001 г. по GAAP не оправдали ожиданий: чистая рентабельность (17,4%) ниже прошлогоднего показателя (26,5%) и ниже нашего прогноза (21,8%)

Нефть и газ

Июнь – месяц проведения очередных собраний акционеров и публикации годовых отчетов компаний. Среди крупнейших российских нефтяных холдингов три (Юкос, Сибнефть и ЛУКОЙл) уже выпустили финансовые отчеты за 2001 г. по стандартам US GAAP. Татнефть опубликует отчет в конце месяца, когда будет проходить намеченное на 28 июня общее собрание акционеров. Сургутнефтегаз, еще в начале месяца выпустивший финансовый отчет за 1998-2000 гг. (впервые по US GAAP - в рамках подготовки к листингу АДР в следующем году), обнародует итоги за 2001 г. по GAAP лишь осенью. Консолидированный отчет за 2001 г. по РСБУ уже опубликован.

Финансовые показатели Юкоса за 2001 г., опубликованные в конце мая, оказались близки к расчетным. Из-за снижения цен на нефть и повышения экспортных пошлин чистая выручка сократилась в годовом исчислении на 14,2% (до \$7,31 млрд.). Увеличение издержек на баррель добытой нефти и уменьшение чистой выручки привело к сокращению EBITDA на 27,8% (до \$3,99 млрд.). Тем не менее, благодаря снижению налогового бремени в результате разового отложенного налогового кредита (на сумму \$860 млн.) чистая прибыль компании в годовом исчислении выросла на 4,1% (до \$3,47 млрд.).

Итоги деятельности Сибнефти за 2001 финансовый год по US GAAP оказались существенно выше наших прогнозов и рыночных ожиданий. Чистая выручка увеличилась в годовом исчислении на 49,1% (до \$3,58 млрд.) благодаря росту добычи нефти на 20,3% и успешной консолидации трейдинговых компаний. Эта цифра оказалась на 17,5% выше нашего прогноза. В то же время в итоге сокращения прямых производственных издержек на 2,9% (до \$1,70/баррель) и снижения эффективной ставки налогообложения до 9,3% (по сравнению с ожидаемой нами 14% ставки) компания сумела почти удвоить чистую прибыль (до \$1,31 млрд.), что на 24,4% выше нашего прогноза. Улучшилась и рентабельность: EBITDA и чистая рентабельность выросли, соответственно, на 5,3 и 8,4 процентных пунктов (до 48,1% и 36,5%). При этом у Сибнефти чистая выручка на баррель и чистая прибыль (соответственно, \$23,7/баррель и \$8,65/баррель) были значительно выше среднеотраслевых показателей (\$19,8/баррель и \$6,2/баррель).

Итоги ЛУКОЙла за 2001 г. по GAAP оказались в основном ниже наших ожиданий. Несмотря на снижение нефтяных цен и медленных темпов роста добычи, компания сумела увеличить валовую выручку на 0,9%. Однако, из-за повышения экспортных пошлин нетто-выручка упала на 3,2%. Кроме того, компания не смогла сдержать рост расходов (издержки и прочие вычеты увеличились на 8,4%). Самый существенный рост (17,3%) пришелся на коммерческие и управленческие затраты, что привело к значительному снижению операционной и чистой прибыли (соответственно, на 27,4% и 36,3%). Эти цифры оказались, соответственно, на 15,9% и 15,7% ниже наших ожиданий. На очередном общем собрании акционеров, намеченном на 27 июня, важнейшими вопросами будут избрание в совет директоров двух независимых членов и утверждение Устава корпоративного управления. Если утверждение состоится, то это улучшит корпоративное управление компании и повысит ее инвестиционную привлекательность.

Сильная зависимость Татнефти от колебаний цен на сырую нефть (объясняемая неразвитостью перерабатывающих мощностей и высокой до-



Отсутствие роста добычи и сильная зависимость от цен на нефть обернется для Татнефти глубоким снижением выручки

лей заемных средств), а также почти не меняющиеся объемы добычи за 2001 г., возможно, заставят компанию объявить о более сильном, чем в среднем по отрасли, снижении выручки. Мы ожидаем снижения чистой выручки в 2001 г. на 15% (до \$4,1 млрд). По нашим оценкам, EBITDA уменьшится на 16% (до \$1,66 млрд), а чистая прибыль – на 19% (до \$682 млн).

Газпром

Илл. 33. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	17 107,6	17 938,2	17 068,9	17 262,2
EBITDA, млн. \$	4 998,6	6 495,1	5 833,2	6 064,7
Чистая прибыль, млн. \$	2 665,9	2 932,5	2 823,6	3 018,0
P/E	7,0	6,4	7,8	7,3
EV/EBITDA	7,2	5,5	6,2	5,9
Капитализация, млн. \$	24 102,3			
EV, млн. \$	36 002,3			
Добыча, млрд. куб. см		3,2		
Запасы, млрд. куб. м		184,1		
Количество акций, млн.	23 673,5			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 34. 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. 35. Основные события

Дата	Событие
6 июня	Газпром рассматривает возможность продажи 25% акций «Псковэнерго» из принадлежащих ему 50%. Детали продажи пока не раскрываются. Недавно одобренная РАО продажа 25%+1 акций в Северо-Западной ТЭЦ подразумевает цену в \$530/кВт. Мы считаем, что цена Псковской ГРЭС должна быть не меньше затрат на новое строительство, т.е. \$400/кВт.
11 июня	Газпромбанк планирует размещение 2-го транша 5-летних еврооблигаций, номинированных в евро, в середине 2002 г. По нашей оценке, эмитент может рассчитывать на премию к еврооблигациям Газпрома при размещении в размере 100 б.п. (премия к EBP0-07 составит около 200 б.п.).
20 июня	Правительство урезало изначальное предложение Минэкономразвития и предоставило Газпрому повышение тарифов на газ только на 15%. Оно вступит в силу с 1 июля. Ещё более разочаровывающей рынок новостью стало объявление, что цены на газ будут подняты в следующем году не более чем на 20%, что снова ниже запрошенных Газпромом 25%.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 36. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 706,3	11 403,6	10 950,3	11 312,9
EBITDA, млн. \$	4 225,9	3 554,3	3 302,0	3 356,7
Чистая прибыль, млн. \$	2 465,4	1 964,8	1 825,0	1 916,2
P/E	6,0	7,6	8,1	7,7
EV/EBITDA	3,8	4,6	4,9	4,8
Капитализация, млн. \$	14 842,3			
EV, млн. \$	16 215,3			
Добыча, млн. бнэ		571,6		
Запасы, млн. бнэ		14 868,0		
Количество акций, млн.		850,6		

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 379. 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. 38. Основные события

Дата	Событие
3 июня	Пакет из 5,9% акций ЛУКОЙла будет продан в виде АДР в июне-июле. При текущих рыночных ценах, правительство может выручить до \$880 млн. от продажи пакета.
7 июня	ЛУКОЙл вложит \$150 млн. в строительство терминала по перевалке нефтепродуктов, транспортные расходы сократятся на \$0,96/барр. Строительство терминала согласуется со стратегией ЛУКОЙла по увеличению выручки с помощью наращивания экспортного потенциала. К 2005 году компания планирует увеличить долю экспорта в суммарном производстве нефтепродуктов до 50% с 40% в прошлом году.
17 июня	ЛУКОЙл, Сибнефть и Роснефть участвуют в аукционе на продажу 25% в хорватской INA. Со своих НПЗ компания может поставлять нефтепродукты в соседние страны, а монопольная позиция в Хорватии обеспечивает стабильный внутренний спрос. До сих пор стартовая цена пакета не объявлена. Мы оцениваем стоимость компании в \$1-1,5 млрд., так что цена пакета должна быть около \$250-375 млн.
20 июня	ЛУКОЙл довел свою долю в египетской компании WEEM до 100% за \$7,3 млн.; ожидаемый уровень добычи – 11 тыс. б/с. ЛУКОЙл планирует увеличить добычу нефти с 1,4 тыс. б/с в 2001 г. до 7 тыс. б/с в 2002 г. и 11 тыс. б/с в следующем году, что составит 0,7% от общей ожидаемой добычи ЛУКОЙла в 2003 г.
20 июня	Лукойл может завершить покупку 75% в Гданьском НПЗ до конца года. Гданьский НПЗ является вторым крупнейшим в Польше, с дневной пропускной способностью 84 тыс. баррелей в день.
24 июня	Лукойл будет производить 10 млрд. куб. м. газа в Ямале к 2010. Мы ожидаем, что Лукойл достигнет производства газа на уровне 24.6 млрд. куб. м. к 2010 (что представляет 15.9% общего уровня производства). По нашим оценкам, цены на газ достигнут \$36.8/тыс. куб. м. к концу декады, что принесет Лукойлу выручку от продаж газа в размере \$906 млн., и составит 5.3% общей выручки компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 39. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 575,7	3 858,6	3 928,7	3 660,9
EBITDA, млн. \$	1 660,8	1 908,0	2 060,4	1 953,6
Чистая прибыль, млн. \$	1 305,3	1 167,3	1 237,2	1 072,9
P/E	6,0	6,7	6,3	7,2
EV/EBITDA	5,2	4,5	4,2	4,4
Капитализация, млн. \$	7 775,7			
EV, млн. \$	8 647,3			
Добыча, млн. бнэ	150,9			
Запасы, млн. бнэ	4 646,0			
Количество акций, млн.	4 741,3			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 40. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Высокий профессиональный уровень руководства компании Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 12% Высокий уровень долга (отношение долга к собственному капиталу - 33%) НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Рост акций в свободном обращении с текущих 12% Модернизация Московского НПЗ и развитие розничной сети в Москве и Моск. Обл.
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (88%)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 41. Основные события

Дата	Событие
11 июня	Доказанные запасы Сибнефти по состоянию на 1 января 2002 г. согласно аудиту Miller & Lents остаются стабильными - 4.65 млрд. баррелей (644.4 млн. тонн), несмотря на рост производства на 20%. Сибнефть занимает 6-ое место среди российских нефтяных компаний по размеру запасов.
13 июня	Сибнефть покупает розничную сеть в Томске с тем, чтобы захватить 20% регионального рынка, продажи вырастут на \$21 млн. В этом году компания планирует увеличить добычу более чем на 29% и до настоящего времени придерживается данной цели, увеличив производство за 5 месяцев 2002 гг. на 29.1%.
24 июня	Сибнефть усилит своё присутствие на розничном рынке Москвы с помощью приобретения 22 АЗС. В августе Сибнефть планирует приобрести 22 розничные торговые точки в Москве и Московской области. В апреле текущего года компания открыла свою первую АЗС в Москве, куда поставлялось топливо, производимое на Московском НПЗ.
25 июня	Чистая прибыль Сибнефти за 2001 по US GAAP выросла на 93% до \$1.31 млрд., что на 24% выше нашего прогноза. Цена покупки подразумевает оценку НПЗ в \$686 млн., или \$9.4 за баррель мощностей. Сибнефть поставляла около 330 т. нефти в месяц московскому НПЗ, но в июле столкнулась с проблемой с поставками на НПЗ. Тем не менее, Сибнефть ожидает решить эту проблему, а пока главный перерабатывающий Омский НПЗ способен увеличить переработку на 15% для растущих объемов производства.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 42. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 951,3	5 260,8	5 272,9	5 765,4
EBITDA, млн. \$	2 602,5	2 683,2	2 592,8	2 835,3
Чистая прибыль, млн. \$	1 840,4	1 964,3	1 898,9	2 090,2
P/E	7,1	6,7	6,9	6,3
EV/EBITDA	3,2	3,1	3,2	2,9
Капитализация, млн. \$	8 332,8	*		
EV, млн. \$	8 332,8	*		
Добыча, млн. бнэ	321,4			
Запасы, млн. бнэ	9 162,4			
Количество акций, млн.	43 428,0			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 43. 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 Кинеша к 2008 г. (\$800 млн.)

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 44. Основные события

Дата	Событие
2 июня	Сургутнефтегаз опубликовал финансовую отчетность за 1999-2000 гг. по стандарту US GAAP, которая подтвердила, что прибыльность компании в 2000 г. была одной из самых высоких. Компания получила \$5,8 млрд. выручки в 2000 г., на 66,4% больше цифры предыдущего года.
24 июня	Сургутнефтегаз и Роснефть построят новый НПЗ мощностью 200 тыс. баррелей в день за \$2 млрд. Сургутнефтегаз и Роснефть подписали соглашение с Ленинградской областью о строительстве нового НПЗ в Приморске. Мощность НПЗ ожидается на уровне 200 тыс. баррелей в день, стоимость составит около \$2 млрд., и обе компании получат одинаковые доли в проекте.

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 45. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 504,0	3 488,2	3 087,4	3 276,0
EBITDA, млн. \$	1 302,7	1 040,4	1 000,3	1 123,4
Чистая прибыль, млн. \$	681,8	565,2	537,5	653,5
P/E	2,0	2,4	2,6	2,1
EV/EBITDA	1,4	1,8	1,9	1,7
Капитализация, млн. \$	1 448,4			
EV, млн. \$	1 857,1			
Добыча, млн. бнэ	179,6			
Запасы, млн. бнэ	5 944,0			
Количество акций, млн.	2 326,2			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 46. 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. 47. Основные события

Дата	Событие
16 июня	Татнефть реструктуризует нефтехимические и газовые активы для сокращения расходов. Однако, главная проблема компании – работа на очень низком уровне рентабельности, в 2000 г. норма чистой прибыли составила 4,3%. Т.о. Татнефти придется сфокусироваться на управлении заводом, чтобы сократить издержки и сделать производство более эффективным.

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 48. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	7 309,1	8 572,8	8 274,8	8 535,9
EBITDA, млн. \$	3 985,4	5 153,2	4 879,7	5 114,8
Чистая прибыль, млн. \$	3 472,6	3 320,4	3 135,8	3 318,4
P/E	5,6	5,9	6,2	5,9
EV/EBITDA	4,6	3,6	3,8	3,6
Капитализация, млн. \$	18 467,5	*		
EV, млн. \$	18 467,5	*		
Добыча, млн. бнэ	423,9			
Запасы, млн. бнэ	13 374,8			
Количество акций, млн.	2 237,0			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 49. 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 АЭС и НПЗ к 2005

Угрозы

- Компания находится под полным контролем ее руководства

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 50. Основные события

Дата	Событие
6 июня	Юкос предложил ВР совместно развивать 500 млн. б.н.э. в Восточной Сибири. Для поставок в Китай компания предложила соорудить трубопровод с изначальной мощностью 400 тыс. б/с и оценочной стоимостью \$1.7 млрд. ВР, в свою очередь, также контролирует 33% в РУСИА Петролеум (РП) в Иркутском регионе, и намерен экспортировать газ в Китай и Корею.
18 июня	Юкос запускает ГКС в Томске мощностью 1.5 млрд. куб. м., что обошлось в \$200 млн. и увеличит выручку на \$30 млн. Юкос завершил строительство Лугинецкой ГКС, которая сможет перерабатывать 1.5 млрд. куб. м. газа ежегодно (около трети произведенного Юкосом в 2001 году газа). Строительство началось в 1997 и в сумме обошлось в \$200 млн.
19 июня	Группа Менатеп раскрыла список акционеров Юкоса; Ходорковский владеет 42% акций компании. Публикация состава владельцев стала частью подготовки к листингу АДР 3-го уровня в Нью-Йорке. Такая прозрачность и ожидаемый листинг АДР – положительные события для компании. Мы подтверждаем нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ с расчётной ценой акции \$11,8 или с возможностью роста текущей цены на 25.6%.
24 июня	РАО ЕЭС и Юкос достигли соглашения о сотрудничестве. Юкос, аккумулировавший более чем блокирующие пакеты в Томскэнерго, Белгородэнерго, Кубаньэнерго, Тамбовэнерго, заинтересован в электрогенерирующих активах, в активах Томскэнерго (Юкос ведет добывающие операции в Томском регионе). Цена продажи пока не определена, однако, именно этот вопрос является наиболее важным для миноритарных акционеров РАО ЕЭС. На наш взгляд, \$300/кВт является справедливой ценой за генерирующие активы Томскэнерго, или \$28 млн. за 25% пакет.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ольга Филиппова
(7 095) 795-3735

В июне РАО ЕЭС потеряло \$1,6 млрд. от рыночной капитализации

Программа “3+3” призвана раскрыть детали плана реструктуризации на ближайшие три года

Для роста капитализации РАО ЕЭС нужна большая прозрачность в отношении потенциальных сделок по реализации активов АО-энерго

Энергетика

В июне рыночная стоимость РАО ЕЭС сократилась на \$1,6 млрд., причиной чему стало ослабление доверия миноритарных акционеров к менеджменту компании. Неубедительная онлайн-конференция с участием Анатолия Чубайса, новая редакция устава компании без поправок, внесенных миноритарными акционерами в прошлом году, и, наконец, утвержденная правительством жесткая тарифная политика, способствовали росту продаж бумаг РАО ЕЭС, которые усиливали общее негативное настроение на фондовом рынке.

Если общее настроение рынка останется негативным, то в следующем месяце акции РАО ЕЭС могут и не восстановиться в отсутствие так необходимых компании позитивных новостей. В среднесрочной перспективе важным фактором, способным повлиять на динамику рынка акций РАО ЕЭС, станет обнародование и ход обсуждения программы “3+3”. В ней, как предполагается, будет описан процесс консолидации выделяемых из АО-энерго бизнесов, а также будущее акций РАО ЕЭС после ликвидации холдинговой компании.

Ожидается, что в следующем месяце Совет директоров РАО ЕЭС продолжит утверждение проектов реструктуризации региональных энергетических компаний. Мы ожидаем также новостей о соглашениях между РАО ЕЭС и владельцами блокирующих пакетов в региональных энергокомпаниях. Политика компромиссов с владельцами этих пакетов не способст-



вует росту стоимости PAO EЭС, поскольку усиливает риск потери части активов. Прозрачность договоренностей между PAO EЭС и потенциальными стратегическими инвесторами, политика открытых тендеров на продажу активов с указанием целей распределения вырученных средств будет содействовать росту рыночной капитализации PAO EЭС.

PAO EЭС

Илл. 51. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	13 273,2	13 331,1	14 748,2	15 871,3
EBITDA, млн. \$	2 147,1	2 999,0	3 746,3	3 831,0
Чистая прибыль, млн. \$	1 383,4	793,2	1 137,4	1 237,3
P/E	2,8	5,0	3,5	3,2
EV/EBITDA	2,5	1,8	1,4	1,4
Капитализация, млн. \$	4 020			
EV, млн. \$	5 346			
Производство, ТВтч	622			
Мощность, ГВт	156			
Количество акций, млн.	42 117			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 52. 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 PAO EЭС.

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. 53. Основные события

Дата	Событие
31 мая	Совет директоров PAO EЭС одобрил проведение тендера на продажу стратегическим инвесторам 25%+1 акций в ЗАО «Северно-Западная ТЭЦ», которая управляет Северно-Западной ТЭЦ (900 МВт проектной мощности). По условиям тендера, инвестор должен будет заплатить как минимум \$49,2 млн. (стартовая цена) за блокирующий пакет. Для завершения сооружения второго блока ТЭЦ, мощностью 450 МВт, инвестору придется инвестировать \$133 млн.
3 июня	Между PAO EЭС и новыми акционерами Вологодэнерго (аккумулировавшими более 25% акций) было достигнуто джентльменское соглашение. Согласно ему, на первом этапе из Вологодэнерго будут выделены монопольные и конкурентные виды бизнеса (что соответствует типовому проекту), после чего, новым акционерам будет предоставлена возможность увеличить свой пакет в новой генерирующей компании до контрольного или более за счет своих пакетов в сетевом, сбытом и прочем бизнесах.
6 июня	PAO, которое владеет 50% в Псковской ГРЭС, рассматривает вариант продажи 25% акций этой станции. Газпром тоже рассматривает такую возможность: продать 25% из принадлежащих ему 50%. Детали продажи пока не раскрываются. Недавно одобренная PAO продажа 25%+1 акций в Северо-Западной ТЭЦ подразумевает цену в \$530/кВт. Мы считаем, что цена Псковской ГРЭС должна быть не меньше затрат на новое строительство, т.е. \$400/кВт.
13 июня	PAO EЭС предоставила предварительные финансовые результаты по МСБУ за 2001 год; на наш взгляд, не менее 50% чистой прибыли получены за счет одноразовых доходов. На наш взгляд, не менее 50% чистой прибыли по МСБУ за 2001 год получены за счет одноразовых доходов, в связи с чем мы пока сохраняем наш прогноз чистой прибыли на 2002 год в размере \$0,8 млрд., уже учитывая эффект от сокращения ставки налога на прибыль в этом году с 30% до 24%.
17 июня	Новая редакция Устава PAO EЭС усиливает риск вывода активов. Согласно настоящему уставу PAO, необходимо предварительное одобрение Совета Директоров решений о заключении сделок, предметом которых являются внеоборотные активы Общества в размере от 10% до 25% балансовой стоимости этих активов, а также акции или доли дочерних и зависимых хозяйственных обществ в количестве более 10 процентов от их уставных капиталов. Однако, в новой редакции устава последнее положение отсутствует, то есть новая редакция исключает из полномочий Совета Директоров одобрение сделок с акциями или долями дочерних и зависимых обществ в случае, если их стоимость не превышает 10% балансовой стоимости внеоборотных активов PAO.
20 июня	Более быстрый рост тарифов на газ не приведет к ухудшению операционной рентабельности PAO EЭС, если холдинг будет контролировать свои издержки. Расхождение в темпах роста тарифов на газ и э/э не столь значительно, чтобы привести к ухудшению операционной рентабельности PAO по международным стандартам бухучета по сравнению с ожидаемым уровнем 2001 г.
23 июня	Согласно проекту реструктуризации Колэнерго, одобренному советом директоров PAO EЭС, компания будет разделена на сетевую, электрогенерирующую (на базе ГЭС общей мощностью 1,6 ГВт) и две теплогенерирующие компании (на базе Мурманской и Апатитской ТЭЦ общей мощностью 335 МВт). Между тем, оценивая справедливую стоимость акций PAO EЭС, мы учитывали риск потери до 1/3 активов региональных АО-энерго миноритарными акционерами PAO EЭС. Мы считаем, что этот риск уже отражен в цене акций PAO и сохраняем наш рейтинг ПОКУПАТЬ.
24 июня	PAO EЭС и Юкос достигли соглашения о сотрудничестве. Юкос, аккумулировавший более чем блокирующие пакеты в Томскэнерго, Белгородэнерго, Кубаньэнерго, Тамбовэнерго, заинтересован в электрогенерирующих активах, в особенности, в активах Томскэнерго (Юкос ведет добывающие операции в Томском регионе). Цена продажи пока не определена, однако, именно этот вопрос является наиболее важным для миноритарных акционеров PAO EЭС. На наш взгляд, \$300/кВт является справедливой ценой за генерирующие активы Томскэнерго, или \$28 млн. за 25% пакет.

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 487,0	1 606,1	1 684,5	1 765,6
EBITDA, млн. \$	407,4	460,1	517,3	562,6
Чистая прибыль, млн. \$	9,0	16,0	71,3	128,3
P/E	96,1	54,1	12,1	6,7
EV/EBITDA	2,5	2,2	2,0	1,8
Капитализация, млн. \$	865,0			
EV, млн. \$	1 015,0			
Производство, ТВтч	68,9			
Мощность, ГВт	14,9			
Количество акций, млн.	28 267,7			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 55. 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)
- Компания имеет возможность включить в свою структуру соседние энергетические предприятия (до 5-15% выручки ; 10-15% мощностей)

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 56. Основные события

Дата	Событие
16 июня	Уголовное дело против главы Мосэнерго Аркадия Евстафьева закрыто. Не ясно, кому напрямую было выгодно привлечь таким образом, внимание к главе Мосэнерго, между тем, быстрое закрытие дела – позитивная новость.
19 июня	Глава Московской РЭК заявил, что в этом году не будет повышения тарифов, что подтверждает наши ожидания неудачной производительности Мосэнерго в этом году. Так как мы основывали наш прогноз на 2002 г. на консервативном сценарии, который предусматривает только одно повышение тарифов в Москве в этом году – 1 мая 2002 г., эта новость подтверждает наши ожидания о неудачных финансовых результатах компании в этом году, и мы подтверждаем рейтинг СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА

Источник: оценки Альфа-Банка

Ленэнерго

Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001*	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	629,3	628,1	524,4	592,9
EBITDA, млн. \$	86,9	107,6	141,1	172,1
Чистая прибыль, млн. \$	107,9	58,8	88,8	113,3
P/E	2,5	4,6	3,0	2,4
EV/EBITDA	3,5	2,8	2,2	1,8
Капитализация, млн. \$	294,4			
EV, млн. \$	304,2			
Производство, ТВтч	7,9			
Мощность, ГВт	5,3			
Количество акций, млн.	897,3			

Примечание: * - не аудированные результаты

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 58. 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 имеет возможность поглотить соседние энергосистемы (мощностью до 1,4 ГВт и объемом поставок до 8 ТВтч)
- Рейтинг корпоративного управления S&P

Угрозы

- Возможна потеря компанией крупных потребителей (до 37% выручки), Киришской ГРЭС (39% мощностей) и высоковольтных линий
- Риск потери активов

Источники: оценки Альфа-банка

Иркутскэнерго

Илл. 59. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	342,2	350,6	355,5	418,0
EBITDA, млн. \$	-16,6	69,8	86,8	124,6
Чистая прибыль, млн. \$	-1 549,5	-26,4	-6,1	19,5
P/E	-0,2	-10,8	-46,9	14,6
EV/EBITDA	-18,7	4,5	3,6	2,5
Капитализация, млн. \$	286,0			
EV, млн. \$	311,9			
Производство, ТВтч	53,8			
Мощность, ГВт	12,9			
Количество акций, млн.	4 766,8			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 60. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Наличие неиспользуемых мощностей, низкая себестоимость; 70% мощностей (свыше 9ГВт) составляют ГЭС.
- Экспортно-ориентированные потребители (2/3 суммарной выручки компании)

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Снижение тарифов на электроэнергию в интересах алюминиевых компаний
- Компании, возможно, придется выплатить РАО ЕЭС \$50 млн. (абонентская плата за передачу электроэнергии)

Источники: оценки Альфа-банка

Андрей Богданов

(7 095) 795-3613

Елена Роговина

(7 095) 795-3742

Ожидается, что в 3-м кв. 2002 г. Голден Телеком установит контроль над Совинтелом

Телекомы

Ожидается, что в конце июля Голден Телеком объявит итоги за 2-й кв. 2002 г. К тому моменту Голден Телеком, вероятно, получит разрешение ЦБ на то, чтобы Ростелеком стал акционером иностранной компании (Голден Телеком). После этого Голден Телеком сможет завершить сделку по Совинтелу и стать владельцем 100% акций этой компании. Предполагается, что разрешение ЦБ будет получено в начале июля. Голден Телеком рассматривает и другие варианты корпоративных поглощений, но приоритет имеет сделка по Совинтелу.

Мы ожидаем, что итоги за 2-й кв. 2002 г. станут продолжением тренда 1-го кв. 2002 г. Наши прогнозы таковы:

Илл. 61. Финансовые показатели Голден Телеком за 2-й кв. 2002 г.

	2Q02	1Q02	Изменение, кв-к-кв, факт
	\$ млн	\$ млн	%
Выручка	38,7	36,4	6,3
EBITDA	12,1	11,3	7,1
Чистая прибыль	5,8	6,2	(6,5)
Нормы прибыли			
Норма EBITDA, %	31,3	31,0	1,0
Норма чистой прибыли, %	15,0	17,0	(11,8)
Число пользователей Интернетом	203 190	191 688	6,0

Источники: оценки компании, оценки Альфа-Банка

Голден Телеком подтверждает свой прогноз 20-25%-ного роста выручки на текущий год (не включая Совинтел)

Небольшое снижение чистой прибыли (в сравнении с предыдущим кварталом) объясняется тем, что в финансовую отчетность 1-го кв. 2002 г. была внесена «внеплановая» прибыль в размере \$1 млн. Если эту цифру исключить, то рост чистой прибыли, по нашим оценкам, составит 11,5%. Предполагается, что компания завершит приобретение Совинтела в начале 3-го кв. 2002 г. и сразу приступит к его консолидации.

В ходе нашего последнего посещения Голден Телеком компания подтвердила собственный прогноз роста выручки в текущем году (20-25%, не включая Совинтел). Там ожидают, что в 2002 г. чистая рентабельность в целом останется на уровне 1-го кв. 2002 г. (17%).



Голден Телеком не считает консолидацию региональных телекомов угрозой своему бизнесу. Напротив, компания намерена сделать свой интерконнект более «прозрачным», что лишь послужит ей на пользу.

Сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям Голден Телеком с расчетной ценой \$24

Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям Голден Телеком при расчетной цене \$24. В кратко- и среднесрочной перспективе цена акций Голден Телеком будет зависеть от успешной консолидации Совинтела и от роста ликвидности компании.

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 62. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	140,0	308,6	351,1	399,0
EBITDA, млн. \$	23,9	98,7	122,9	151,6
Чистая прибыль, млн. \$	(39,0)	41,9	50,7	51,1
P/E	(10,3)	9,6	7,9	7,8
EV/EBITDA	15,8	3,8	3,1	2,5
Капитализация, млн. \$	400,7			
EV, млн. \$	376,5			
Кол-во акций, млн.	24,1			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 63. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Очень низкая ликвидность
- Отсутствие привлекательных активов на мобильном рынке

Возможности

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

Угрозы

- Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источники: оценки Альфа-банка

МТС

Илл. 64. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	893,2	1 293,7	1 539,9	1 746,0
EBITDA, млн. \$	424,1	588,6	716,1	811,9
Чистая прибыль, млн. \$	207,4	259,2	296,8	334,7
P/E	15,1	12,1	10,6	9,4
EV/EBITDA	7,6	5,5	4,5	4,0
Капитализация, млн. \$	3 139,5			
EV, млн. \$	3 239,3			
Число абонентов, '000	3 070,4			
Кол-во акций, млн.	99,7			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 65. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Чрезвычайно прочное финансовое положение
- Высокая доходность на инвестированный капитал

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

ВымпелКом

Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	422,6	705,8	884,1	1 030,6
EBITDA, млн. \$	148,5	228,2	300,9	364,6
Чистая прибыль, млн. \$	47,3	84,0	111,2	144,9
P/E	26,3	14,8	11,2	8,6
EV/EBITDA	9,5	6,2	4,7	3,9
Капитализация, млн. \$	1 244,4			
EV, млн. \$	1 411,0			
Число абонентов, '000	1 569,5			
Кол-во акций, млн.	53,8			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 67. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Отказ в получении лицензии на Северо-Западный регион

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 68. Основные события

Дата	Событие
5 июня	283,000 новых абонентов мобильной связи в мае , доля Вымпелкома в числе новых абонентов составила 67%, но доля МТС выросла с 9% до 27% в 1Кв02.

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	272,7	296,9	314,9	326,2
ЕБИТДА, млн. \$	120,8	136,3	146,2	146,9
Чистая прибыль, млн. \$	12,7	37,6	42,6	50,1
P/E	49,4	16,7	12,3	10,4
EV/ЕБИТДА	5,7	5,1	4,7	4,7
Капитализация, млн. \$	562,0			
EV, млн. \$	689,5			
Используется линий, '000	169,3			
Кол-во акций, млн.	95,8			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 70. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Относительно ликвидная региональная компания
- Контрольный пакет МТУ-Информ

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 71. Основные события

Дата	Событие
16 июня	Общее собрание акционеров МГТС одобрило выплату 24,8% чистой прибыли в качестве дивидендов и удвоение уставного капитала. Общее собрание акционеров утвердило размер дивидендов за 2001 г.: 68 коп. на обыкновенную и 2,29511 руб. на привилегированную акцию.
25 июня	МГТС опубликовала результаты за 2001 г. по GAAP. Публикация финансового отчёта за 2001 г. по GAAP – позитивный фактор для МГТС. Компании удалось выпустить отчётность относительно рано и в достаточно детальной форме, демонстрируя тем самым улучшение прозрачности. Тем не менее, до тех пор, пока план выпуска АДР 3 уровня не утвержден и не ясен процесс консолидации принадлежащих Системе альтернативных операторов, мы подтверждаем нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ по акции МГТС с расчётной ценой \$7,0.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ростелеком

Илл. 72. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	872,4	887,4	911,4	972,6
ЕБИТДА, млн. \$	319,0	386,3	422,0	360,8
Чистая прибыль, млн. \$	150,8	187,2	123,5	88,3
P/E	6,3	5,1	7,7	10,8
EV/ЕБИТДА	2,7	2,3	2,1	2,4
Капитализация, млн. \$	847,8			
EV, млн. \$	870,5			
Кол-во акций, млн.	971,6			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 73. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Бизнес не диверсифицирован
- Значительный объем долга

Возможности

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

Угрозы

- Консолидация региональных компаний связи
- Значительная девальвация рубля

Источники: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-3736

Металлургия

В июне Норильский Никель поддерживал поток положительных новостей

В июне Норильский Никель поддерживал поток положительных новостей, выступив в начале месяца с объявлением дивидендной политики, позволяющей адекватно учитывать потребности компании в стабильных инвестициях и в улучшении корпоративного управления. В середине июня компания представила полный годовой отчет за 2001 г., всесторонне отразивший данные о производстве ею цветных металлов. Назначенные на 24 июня слушания в Московском арбитражном суде отложены до 16 декабря. Ожидается, что очередное общее собрание акционеров компании Норильский Никель, намеченное на 30 июня, утвердит изменения в ее уставе, призванные улучшить методы корпоративного управления. Кроме того, на собрании будет избран, по меньшей мере, один независимый член совета директоров.

Отчётность по МСБУ в краткосрочной перспективе станет фактором роста акций

В июле мы не ожидаем от компании Норильский Никель никаких важных новостей, однако, в конце августа надеемся увидеть опубликованными ее финансовые показатели (согласно МСБУ) за 2001 г. Мы считаем, что обнародование финансовых итогов станет - в краткосрочной перспективе - крупным фактором, влияющим на динамику акций Норильского Никеля.

Группа Северстали должна вернуть себе контроль над Олконом

В июне очередное общее собрание акционеров Северстали утвердило выплату дивидендов в форме акций, что соответствует программе реструктуризации компании. В то же время очередное общее собрание акционеров компании Олкон (Оленегорский ГОК), главного поставщика железной руды для Северстали, имело поразительный результат. Северсталь, контролирующая 51% акций компании Олкон, не получила возможности проголосовать на собрании и лишилась всех своих мест в совете директоров. В итоге Северсталь будет вынуждена в июле-августе созвать чрезвычайное общее собрание акционеров Олкона, чтобы восстановить контроль над этой компанией. Мы ожидаем, что в ближайшее время группа Северстали вернет себе контроль над Олконом без каких-либо негативных последствий для своих деловых операций.

Норильский Никель

Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 815,7	3 503,3	3 876,9	4 151,4
EBITDA, млн. \$	1 327,6	1 001,3	1 381,7	1 564,8
Чистая прибыль, млн. \$	557,7	384,0	779,0	993,4
P/E	7,5	10,9	5,4	4,2
EV/EBITDA	3,2	4,2	3,0	2,7
Капитализация, млн. \$	4 192,6			
EV, млн. \$	4 192,6			
Кол-во акций, млн.	213,9			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 75. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Диверсифицированная экспортная выручка • Высокая ликвидность по сравнению с другими компаниями этого сектора
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Низкий технологический уровень по сравнению с западными компаниями • Социальные расходы превышают 100 млн. долл. в мес.
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Реализация обновленной программы модернизации • Создание СП с российскими и зарубежными партнерами
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Задержки в реализации программы реструктуризации • Рост экспортных пошлин, снижение квот на экспорт МПГ

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 76. Основные события

Дата	Событие
4 июня	Совет директоров Норильского Никеля (НН) принял долгосрочную дивидендную политику. Компания собирается выплачивать 20-25% от чистой прибыли по МСФО начиная со следующего года. Объявленный коэффициент выплаты дивидендов выше, ожидаемых нами 15-20%.
14 июня	Отношение заёмных средств к активам Норильского Никеля увеличилось до 34% после привлечения кредита в размере \$200 млн. ГК Норильский Никель (НН) объявил условия кредита, предоставленного компании группой западных банков, включающей CSFB, ING, Standard Bank. НН получает \$200 млн. на три года под залог 60 000 т. никеля, произведённого НН и хранящегося в Роттердаме, Нидерланды.
18 июня	В соответствии с опубликованным ежегодным отчётом Норильского Никеля (НН), в 2001 г. компания увеличила добычу никеля на 2,9%, меди на 7%, добыча МПГ осталась на прежнем уровне.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 751,4	1 871,3	2 248,1	1 958,6
EBITDA, млн. \$	368,3	394,0	771,8	324,3
Чистая прибыль, млн. \$	156,4	185,2	468,6	131,2
P/E	9,1	7,7	3,0	10,9
EV/EBITDA	3,9	3,6	1,9	4,4
Капитализация, млн. \$	1428,2			
EV, млн. \$	1428,2			
Производство, млн. тонн	8,0			
Кол-во акций, млн.	22,1			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 78. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма EBITDA (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

Илл. 79. Основные события

Дата	Событие
7 июня	Северсталь выкупила долю ММК в Кузбассугле для формирования контрольного пакета в производителе угля. В результате сделки Северсталь-ресурс (новообразованная компания, которая контролирует добывающие активы группы Северсталь, включая Карельский Ока-тыш (50%) и Северный Ниобий (81%)) будет теперь владеть 52% акций Кузбассугля, что увеличивает оценку компании с \$1.4 до \$2.2 на основе метода сравнительных коэффициентов.
23 июня	Северсталь-Ресурс временно потеряет контроль над 8% своих активов. Общее собрание акционеров Северстали одобрило выплату дивидендов в форме акций Северсталь-Авто и Северсталь-Ресурс. В результате, акционеры Северстали станут владельцами долей в каждой из трёх компаний. Выплата дивидендов фактически завершит реструктуризацию группы Северсталь, которая предполагает выделение различных видов деятельности в отдельные компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-3736

Машиностроение

Уралмаш-Ижора

Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	352,6	394,6	404,7	445,3
EBITDA, млн. \$	55,0	68,2	66,6	79,6
Чистая прибыль, млн. \$	25,7	30,0	31,4	40,3
P/E	6,7	5,8	5,5	4,3
EV/EBITDA	3,1	2,5	2,6	2,2
Капитализация, млн. \$	173,2			
EV, млн. \$	173,2			
Кол-во акций, млн.	38,1			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 81. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка



Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-3736

Пищевая промышленность и розничная торговля

Производство пива за 5 месяцев 2002 г. выросло на 18% по сравнению с предыдущим годом до уровня 27,98 млн. гл.

Российская пивоваренная промышленность продолжает быстро расти: за пять месяцев 2002 г. объем производства вырос по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 18,9% (до 27,98 млн гектолитров). Если говорить о росте, выраженном в процентах, то данная цифра выше темпов роста производства пива в 1-м полугодии 2001 г. (17,2% в годовом исчислении). С другой стороны, ускорение темпов роста объясняется главным образом благоприятными погодными условиями в 1-ом кв. 2002 г. Исходя из этого, мы оставили без изменения свой прогноз по темпам роста производства в 2002 г. (10,4%).

Балтика опубликовала весьма убедительные результаты за 1-й кв. 2002 г. по МСФО, подтвердив свое лидирующее положение в отрасли. Благодаря большому объему реализации чистая прибыль компании выросла на 18%. Производство пива на предприятиях Балтики растет; принято решение увеличить мощность строящегося пивоваренного завода в Самаре (с 1 млн гл до 1,5 млн гл) и, соответственно, объем инвестиций (на \$4 млн). Приведенные выше цифры подтверждают, что компания сохраняет прочные позиции на потребительском рынке.

Как и предполагалось, ФКЦБ зарегистрировала выпуск обыкновенных (10 073 490 штук) и привилегированных (59 550 штук) акций Балтики. Данная допэмиссия предназначена для обмена акциями с участием компаний Тульское пиво и Балтика-Дон. Поскольку вновь выпущенные акции уже учтены в нашей модели DCF, расчетная цена акции не меняется.

В пик летнего сезона производство – главный фактор роста цен акций

В пик летнего сезона котировки акций Балтике и Сан Интербрю будут зависеть главным образом от динамики объема производства. Пока же мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям Сан Интербрю и НАКАПЛИВАТЬ по акциям Балтики.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ Вимм-Билль Данн

Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	684,10	869,07	1049,94	1280,57
ЕБИТДА, млн. \$	84,25	118,09	149,23	181,95
Чистая прибыль, млн. \$	39,04	66,75	87,86	110,79
P/E	24,79	14,50	11,02	8,74
EV/ЕБИТДА	12,43	8,87	7,02	5,75
Капитализация, млн. \$	968,0			
EV, млн. \$	1046,9			
Производство, млн. гл	821,4			
Кол-во акций, млн.	44,0			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 83. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 84. Основные события****Дата Событие**

10 июля	В соответствии с отчетностью ВБД по US GAAP, в 2001 г. компания увеличила выручку на 45%. Производство и молока, и сока послужили этому росту. Однако рост в молочном секторе превысил рост в молочном секторе. На основе модели DCF, компания оценивается в \$1,2 млрд. или в \$28 на акцию. Мы подтверждаем нашу рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ.
20 июня	ВБД приобрёл Новокуйбышевский молокозавод из расчёта \$73 за т. мощности. В этом году ВБД собирается потратить до \$108 млн. на новые приобретения и модернизацию (в 2000 г. - \$90 млн.). Способность ВБД достигать высоких темпов роста производства остаётся главным фактором, поднимающим цену акции компании. Мы подтверждаем рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ по акции.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика**Илл. 85. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	537,40	657,50	765,10	874,35
ЕБИТДА, млн. \$	203,39	247,48	290,23	316,45
Чистая прибыль, млн. \$	129,05	143,07	172,66	189,05
P/E	11,37	10,25	8,50	7,76
EV/ЕБИТДА	7,26	5,96	5,09	4,66
Капитализация, млн. \$	1467,1			
EV, млн. \$	1476,0			
Производство, млн. гл	14,0			
Кол-во акций, млн.	120,6			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 86. Краткий обзор компании**Сильные стороны**

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Отказ от проекта Крыница может снизить ожидаемую прибыль

Источники: оценки Альфа-банка

Сан Интербрю**Илл. 87. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	351,45	428,70	501,55	571,84
ЕБИТДА, млн. \$	85,34	119,22	153,22	173,31
Чистая прибыль, млн. \$	20,10	40,29	63,43	78,30
P/E	31,96	15,95	10,13	8,21
EV/ЕБИТДА	8,40	6,01	4,68	4,13
Капитализация, млн. \$	642,5			
EV, млн. \$	716,4			
Производство, млн. гл	13,0			
Кол-во акций, млн.	108,9			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 88. 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. 89. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	88,52	95,97	101,37	105,89
EBITDA, млн. \$	19,40	21,23	23,03	25,53
Чистая прибыль, млн. \$	12,63	15,85	16,00	17,39
P/E	5,94	4,73	4,69	4,31
EV/EBITDA	3,00	2,74	2,53	2,28
Капитализация, млн. \$	75,0			
EV, млн. \$	58,2			
Кол-во акций, млн.	60,0			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 90. 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

Слияние ВТБ и ВЭБа усилит давление на комбанки

До конца этого года рост акций Сбербанка будет зависеть от качества его корпоративного управления

Банковский сектор

В начале июня Правительство РФ решило утвердить слияние Внешторгбанка и Внешэкономбанка. Совет директоров ВТБ освободил Юрия Пономарева от должности президента банка. Его место займет глава ВЭБа Андрей Костин. По всей вероятности, процесс слияния ВТБ и ВЭБ продлится несколько лет и завершится созданием банка с активами порядка \$8-10 млрд. Т.о., комбанкам станет еще труднее конкурировать с укрупненным госбанком.

21 июня прошло очередное общее собрание акционеров Сбербанка и вышел отчет за 2001 г. по МСФО. Финансовые показатели свидетельствуют о том, что банк сохраняет монопольное положение на рынке вкладов физлиц и вследствие этого имеет возможность держать крайне низкую фактическую ставку по депозитам (7%) при относительно высокой чистой процентной марже (8%). Поскольку в ближайшем будущем такая ситуация, по-видимому, сохранится, финансовые результаты Сбербанка вряд ли положительно повлияют на рынок. Рост акций Сбербанка будет зависеть прежде всего от того, будет ли принято решение о выпуске АДР, а также от того, насколько успешными будут попытки миноритарных акционеров заставить банк регулярно выпускать финансовые отчеты.

Сбербанк

Илл 91. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	25 635,0	32 483,0	36 539,0	38 000,0
Чистая прибыль, млн. \$	912,0	1 089,0	1 198,0	1 220,0
P/E	3,4	2,9	2,6	2,6
Капитализация, млн. \$	3 222,5			
Кол-во об. акций, млн.	19,0			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл 92. 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. 93. Основные события**

Дата	Событие
20 июня	Капитал Сбербанка по МСФО в 2001 г. составил \$2,7 млрд. против ожидаемых \$3,2 млрд.; мы сохраняем расчётную цену \$220. Акционерный капитал вырос в прошлом году только до \$2,7 млрд. против нашего прогноза \$3,2 млрд., или на 16% ниже нашей оценки.
21 июня	Общее собрание акционеров Сбербанка вновь утвердило Андрея Казьмина в качестве президента Сбербанка, а также Бориса Федорова и Вадима Клейнера в качестве представителей миноритарных акционеров в Совете Директоров. Впервые банк опубликовал отчетность по МСБУ (IAS) к общему собранию акционеров, что свидетельствует о желании менеджмента улучшить прозрачность банка. Мы полагаем, что дискуссия относительно выпуска АДР наряду с регулярными публикациями отчетности остаются главными катализаторами для Сбербанка.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Валентина Крылова**

(7 095) 795-3742

Оксана Клыпина

(7 095) 795-3743

**Цены на российском
долговом рынке плавно
снижались течение
первых двадцати дней
июня**

**Предполагаемое уве-
личение объема вы-
пуска еврооблигаций в
рамках погашения дол-
га ВТО до \$2,7 млрд.
коренным образом из-
менило ситуацию**

**В июле ожидается
дальнейшее снижение
котировок**

Рынок облигаций

Цены на российском долговом рынке плавно снижались в течение первых двадцати дней июня, при этом падение котировок еврооблигаций составило 2-6%, а котировки ОВВЗ потеряли 3-5%. Этот период характеризовался незначительными объемами торгов и резкими внутридневными скачками цен. В начале июня премия российских долговых обязательств со спекулятивным рейтингом к обладающим инвестиционным рейтингом еврооблигациям Мексики не превышала 200 пунктов. Несмотря на это, резкого падения котировок российских еврооблигаций не произошло. Растущие резервы ЦБ РФ, предоставление России статуса страны с рыночной экономикой и утверждение параметров бюджета на 2003 г. способствовали сохранению достигнутого уровня цен российских долговых обязательств. Кроме этого, не исключено, что инвесторы рассматривали активную продажу бумаг в преддверии возможного повышения суверенного рейтинга России агентством S&P как нецелесообразную стратегию.

Положение изменилось коренным образом после того, как Министерство финансов объявило о планах дополнительного выпуска еврооблигаций объемом \$700 млн. в рамках погашения долга б СССР перед МИБ и МБЭС. По заявлениям официальных представителей, этот выпуск может совпасть по срокам с другим выпуском еврооблигаций в размере \$2 млрд., запланированным на III кв. текущего года и предназначенным для реструктуризации долга ВТО. По условиям этой реструктуризации (схожими с условиями реструктуризации долга странам-членам Лондонского клуба) будут выпущены еврооблигации с погашением в 2010 г. и 2030 г. Поскольку вновь выпущенные еврооблигации будут, скорее всего, проданы после закрытия сделки, новость об увеличении объемов размещения до \$2,7 млрд оказала существенное влияние на котировки на российском долговом рынке и привела к значительному росту волатильности Евро-10 и Евро-30. В сочетании с неблагоприятными внешними факторами (в частности, политической нестабильностью в Бразилии и сомнениями относительно способности этой страны эффективно управлять крупным внешним долгом), это стало причиной массовых продаж российских еврооблигаций. Агрессивные продажи (затронули в первую очередь Евро-30, цена которой в течение нескольких дней упала на 8%) привели к тому, что котировки в секторе российских долговых обязательств снизились до уровня февраля 2002 г.

Мы считаем, что в следующем месяце в секторе российских долговых бумаг будет преобладать нисходящий тренд. Падение американских фондовых индексов (в настоящее время NASDAQ 100 находится чуть выше уровня 1000) может вынудить инвестиционные фонды покрывать убытки за счет долговых обязательств развивающихся стран. В то же время возможное повышение процентных ставок в США в течение ближайших 2-3 месяцев приведет к росту доходности российских долговых обязательств. Таким образом, в ближайшее время на рынке ожидается дальнейшее снижение котировок, а некоторый рост цен после предполагаемого повышения суверенного рейтинга России агентством S&P можно рассматривать скорее как повышающую техническую коррекцию, нежели коренное изменение направления тренда.



Илл. 94. Основные события

Дата	Событие
4 июня	ЦБ РФ выступает за постепенную либерализацию счетов типа «С». Согласно инструкции ЦБ РФ № 1155-У, либерализация счетов типа «С» будет осуществляться по следующим основным направлениям: 1) сокращения сроков хранения средств на транзитных счетах до 4 мес. с 1 г.; 2) внедрение нового механизма репатриации доходов от инвестирования в ценные бумаги.
5 июня	Минфин РФ перечислил \$73,4 млн на выплату купона по Евро-3.
10 июня	Минфин РФ перевел €175 млн в рамках платежа по задолженности бывшего ГДР. Следующая часть выплат в размере €175 млн будет осуществлена 1 ноября 2002 г.
13 июня	Санкт-Петербург перечислил платежному агенту \$113,182 млн на выплату купона и погашение еврооблигаций. После погашения этого выпуска администрация города намерена осенью 2002 г разместить еврооблигационный займ на \$110-120 млн со сроком обращения 5-7 лет.
17 июня	ТНК планирует повторное размещение еврооблигаций со сроком обращения 5 лет. ТНК отозвала выпуск еврооблигаций объемом \$500 млн 22 мая. Такое решение было принято после того, как аудитор компании PricewaterhouseCoopers отозвал свое заключение из-за содержащейся в нем технической ошибки. Агентство Fitch подтвердило рейтинг TNK International Ltd на уровне «В+».
18 июня	Правительство РФ проведет размещение дополнительного выпуска еврооблигаций с погашением в 2010 г. и 2030 г. объемом \$700 (помимо запланированных \$2 млрд) в рамках реструктуризации долга ВТО. В сочетании с другими отрицательными факторами (как, например, крайне неблагоприятная конъюнктура на рынках развивающихся стран и падение на фондовых рынках США), это привело к резкому снижению котировок российских еврооблигаций.
20 июня	Агентство Fitch понизило рейтинг Бразилии до уровня В+ с «ВВ-», агентство Moody's сменило свой прогноз на отрицательный. Наблюдается общее ухудшение конъюнктуры в странах Латинской Америки. Однако инвесторы больше обеспокоены состоянием рынка в Бразилии, где, по оценкам экспертов, вероятность дефолта может возрасти в случае победы Лулы да Силва на президентских выборах.
21 июня	ВЭБ перевел \$159,4 млн на выплату купона по Евро-28.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 95. Динамика валютных облигаций на 31 мая

	Срок погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация	Кол-во лет
ОВВЗ							
ОВВЗ-4	14.05.03	96,50	-0,52	7,2	3,11	0,82	
ОВВЗ-5	14.05.08	65,25	-6,79	11,4	4,60	4,79	
ОВВЗ-6	14.05.06	75,00	-6,54	11,3	4,00	3,31	
ОВВЗ-7	14.05.11	53,00	-10,17	11,8	5,66	6,65	
ОВВЗ-8	14.11.07	69,50	-5,44	11,3	4,32	4,62	
Еврооблигации							
Евро-03	10.06.03	105,38	-1,06	5,9	11,15	0,90	
Евро-05	24.07.05	102,50	-1,91	7,8	8,54	2,57	
Евро-07	26.06.07	103,50	-3,50	9,1	9,66	3,90	
Евро-10	31.03.10	96,50	-2,40	9,0	8,55	0,09	
Евро-18	24.07.18	105,00	-5,51	10,4	10,48	7,34	
Евро-28	24.06.28	116,75	-5,18	10,8	10,92	8,49	
Евро-30	31.03.30	66,75	-6,64	10,9	7,49	0,11	
Муниципальные							
Москва-04, €	25.10.04	101,77	-3,66	9,3	10,07	1,89	
Москва-06, €	28.04.06	102,56	-5,94	10,1	10,68	2,99	
Нижний Новгород	10.03.02	91,75	-0,27	14,9	4,77	-	
Ямало-Ненецкий АО	15.12.02	58,00	-30,95	64,4	16,38	0,64	
Корпоративные облигации							
Татнефть	29.10.02	100,38	0,18	7,8	8,97	0,33	
Мосэнерго	09.10.02	98,20	-1,80	14,7	8,53	0,27	
ММК, €	18.02.05	92,09	-2,80	13,7	10,86	2,08	
Газинвест Финанс, €	22.12.03	101,23	-0,95	8,8	9,63	1,29	
Роснефть	20.11.06	105,02	-2,94	11,3	12,14	3,30	
Сибнефть	13.02.07	97,40	-6,26	12,2	11,81	3,35	
МТС	21.12.04	100,05	-2,86	10,9	10,94	2,12	

Источники: Рейтер, оценки Альфа Банка



Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743

Технический анализ

Оксана Клыпина
(7 095) 795-3743

Индекс РТС: начало возвратного хода

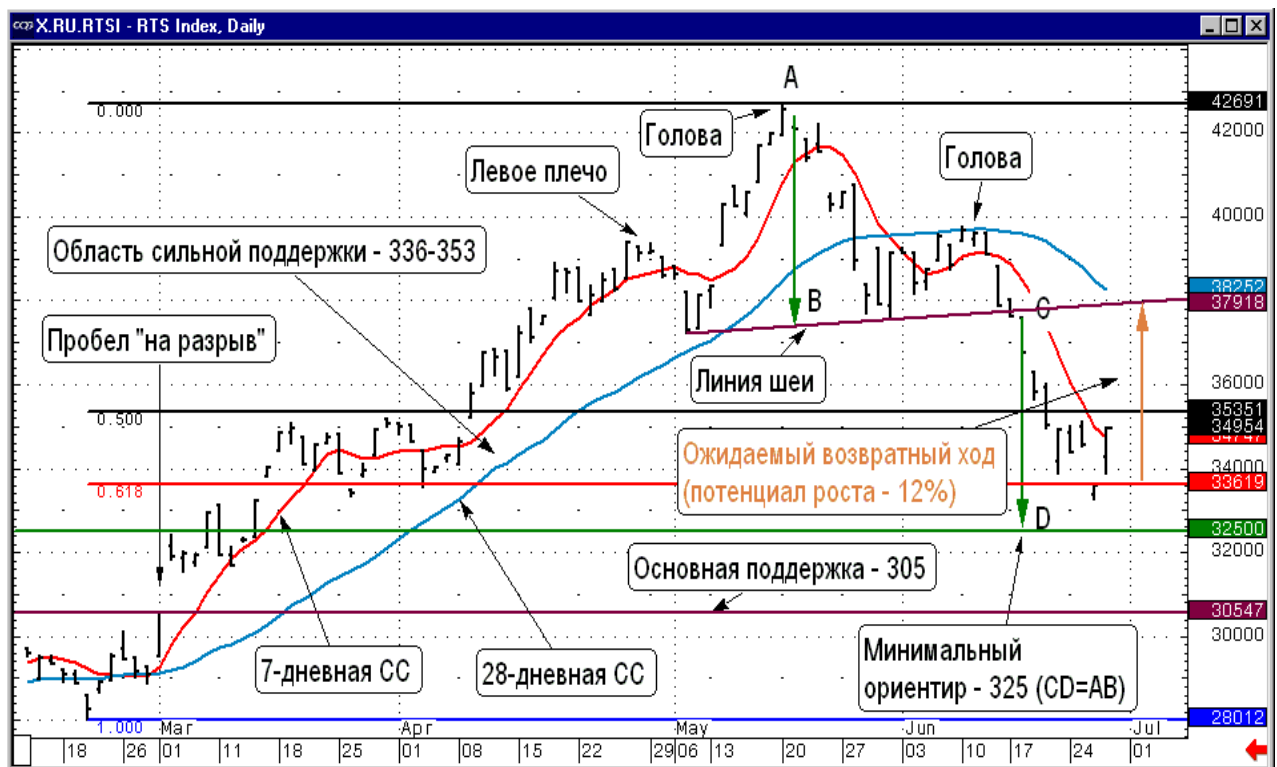
Илл. 96. Индекс РТС – Основные технические индикаторы, 27 июня 2002 г.

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления	Уровень поддержки	Диапаз. месяца (01-27 июня)
		Краткосрочный	Долгосрочный			
РТС	Закрит «ШОРТ» 333	Бычий	Нейтральный	C4 397,67	Максимум 10.06.02	П1 336,19
	Профит 61	замедляется	к понижению	C3 382,40	28-дневная МА	П2 325,00
	Открыт «ЛОНГ» 336			C2 379,00	«Линия шеи»	П3 315,41
	Цель 379			C1 347,00	7-дневная МА	П4 305,47
						61,8%-ная корр Фибо
						Отмеренный ход
						Концентр макс-мин
						Основной
						Откр.
						Макс.
						Мин.
						Закр.

Источник: оценка Альфа Банка

- Как мы и предполагали, индекс РТС упал до сильной области поддержки 336-353
- Мы ожидаем возвратный ход индекса РТС, по крайней мере, до 379, что предполагает почти 13%-ный потенциал роста от 336

Илл. 97. Индекс РТС – Основные месячные технические индикаторы по состоянию на 27 июня 2002 г.



Thu Jun 27 2002 16:17:49

С.О.Г © 2002

Источник: CQG, оценка Альфа Банка

Краткосрочный тренд и циклы

Краткосрочный тренд на рынке РТС в настоящее время остается медвежьим

Медленная и быстрая линии тренда на Илл. 98 указывают на то, что краткосрочный тренд на рынке РТС в настоящее время остается медвежьим. Илл. 97 и Илл. 98 указывают на модель «голова и плечи». После достижения локального максимума 426 («голова»), индекс стал падать, после чего непродолжительный отскок цен сформировал «правое плечо» (398). Как мы ожидали, пробив значение 7-дневной скользящей средней (391) и вслед за этим «линию шеи» (380), индекс снизился до сильной области поддержки 336-353. Однако минимальная цель 325 («отмеренный ход») достигнута не была. Модель «голова и плечи» традиционно предполагает возвратный ход вплоть до «линии шеи». Учитывая тот



факт, что индекс РТС достиг области сильной поддержки, мы ожидаем возобновления роста индекса РТС в ближайшее время.

26 июня индекс РТС открылся с нисходящим ценовым пробелом. Если этот пробел не будет заполнен в течение нескольких дней, то его оправданно можно считать пробелом «на излет». Открытие рынка 27 июня сопровождалось восходящим ценовым пробелом. Если он не будет заполнен, возникшую конфигурацию (включающую оба пробела и день перелома) можно рассматривать как модель «островной перелом» на дне.

Илл. 98. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 27 июня 2002 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Эта модель противоречит основным фазам развития модели «голова и плечи» на вершине и, возможно, приведет к формированию модели «неудавшаяся голова и плечи». Сигналом завершения этого формирования может стать пробой вверх «линии шеи» на уровне 379.

Опережающий индикатор быстрого момента прошел свой второй локальный минимум и вновь возобновил рост, приближаясь к нулевому уровню и возможно формируя конфигурацию «двойное основание» на дне. Кроме того, в настоящее время наблюдается дивергенция между минимумами на линиях быстрого тренда и быстрого момента. Медленный момент пока остается отрицательным и продолжает падение. Дополнительным бычьим сигналом является формирование локального минимума на быстрой линии тренда.



Наблюдается дивергенция между минимумами на составной волне и быстрой линии тренда

Долгосрочный тренд пока нейтральный, но меняется в сторону понижения

Преодолев спад (менее глубокий, чем предыдущий), краткосрочная составная волна также возобновила рост. Еще более важным бычьим знаком является дивергенция между минимумами на дневных линиях составного волнового цикла и быстрого тренда (см Илл. 98). По нашим оценкам, потенциал роста за счет краткосрочной составной волны составляет до 40 пунктов.

Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд на РТС пока остается нейтральным, но меняется в сторону понижения. На это указывает медленная линия тренда на Илл. 99, которая, пройдя вершину, начала падение.

Илл. 99. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 27 июня 2002 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Текущие значения индекса РТС и недельной быстрой линии тренда находятся вблизи значения недельной линии динамической поддержки, что увеличивает вероятность возобновления роста индекса РТС и пока соответствует основной торговой идее, основанной на модели «голова и плечи».

Медленный момент, двигавшийся вбок в течение длительного времени, подтверждает силу бычьей тенденции. В настоящее время медленный момент падает. Однако пока он сохраняет положительный знак, можно говорить только о среднесрочной сезонной коррекции. Несмотря на то, что быстрый момент остается отрицательным, темп его снижения уже замедлился, и он приближается к своему локальному минимуму, что создает предпосылки для оживления на рынке.



Долгосрочный волновой цикл находится в сильно перепроданной области

Тот факт, что долгосрочный волновой цикл находится в сильно перепроданной области, может рассматриваться как дополнительный аргумент в пользу приближающегося разворота вверх. Амплитуда колебаний долгосрочной составной волны сейчас составляет приблизительно 70 пунктов. Точная оценка потенциала роста цен на основе волатильности долгосрочного цикла в данный момент затруднена, так как будущая фаза роста этой волны может быть частично нивелирована нисходящей динамикой тренда.

Уровни поддержек и сопротивлений

Основное сопротивление находится на «линии шеи» и равно 379

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений показаны на Илл. 96 и Илл. 97. Основным уровнем сопротивления для индекса РТС является значение «линии шеи» 379. Основной уровень поддержки – 305 (значение индекса РТС накануне пробела «на отрыв»). Область сильной поддержки – 336-353 ограничивается уровнями 50,0%-ой и 61,8%-ной коррекции Фибоначчи.

Потенциал роста индекса РТС

Мы ожидаем роста индекса РТС по крайней мере до значения 379

Резюмируя сказанное выше, мы прогнозируем рост индекса РТС (возвратный ход) в рамках модели «голова и плечи» на вершине. Мы рассматриваем текущее снижение индекса как благоприятную возможность для покупки в диапазоне 336-340 с целью 379 (сопротивление на уровне «линии шеи»).

Мы считаем маловероятным не только падение индекса РТС ниже уровня 305, но и заполнение (сверху вниз) что пробела «на разрыв».

Наиболее оптимистичный из рассматриваемых нами сценариев предполагает прорыв «линии шеи» в будущем, что могло бы означать неудавшуюся модель «голова и плечи». В таком случае возможен и дальнейший рост индекса РТС выше уровня 400. В том случае, если и этот уровень (400) будет преодолен, на повестку дня встанет наша долгосрочная техническая цель - 483 (см. наш Desk Note: «Индекс РТС: вероятна консолидация в области 394 – 438» от 25.05.02).

Как следствие, 26 июня 2002 г. мы закрыли рекомендованную нами ранее короткую позицию по индексу РТС (открытую по 394) по 333, зафиксировав 61-пунктную прибыль. Такая стратегия, на наш взгляд, является целесообразной, учитывая вышеупомянутые выводы и падение индекса РТС до 333, что всего лишь на 8 пунктов или 2,4% выше минимального ценового ориентира 325, рассчитанного в рамках модели «голова и плечи».

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
	Андрей Богданов
	Елена Роговина
Металлургия, автомобилестроение, машиностроение/Розничная торговля, Пищевая промышленность	Максим Матвеев, CFA
Государственные ценные бумаги	Валентина Крылова
	Людмила Храпченко
Группа по работе с российскими клиентами	Ангелика Генкель, к. э. н.
Переводчик	Ринат Гайнуллин
Телефон	(7 095) 795-3676, (7 095) 795-3677
Факс	(7 095) 745-7897
E-mail	research@alfa-bank.com

Торговые операции и продажи

Продажи российским клиентам	Олег Мартыненко Александр Насонов Константин Шапшаров
Продажи иностранным клиентам	Кирилл Суриков Александр Захаров
Телефон	(7 095) 795-3672, (7 095) 795-3673
Адрес	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
	Стив Доунер
Телефон	(4420) 7588-8400
Факс	(44 20) 7382-4170
Адрес	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.