



## Июнь: в поисках нового курса

3 июня 2002

www.alfabank.ru

Москва

## Тема - Рост нефтедобычи компенсирует потери

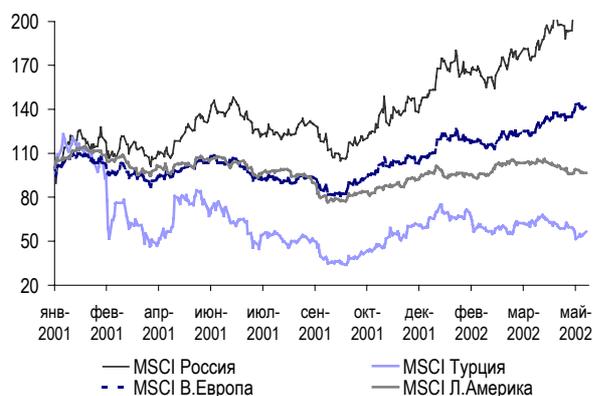
- В ожидании результатов московской встречи Путина и Буша рынок разогрелся еще сильнее, и многие котировки стали завышенными. После майских праздников на фондовом рынке состоялся ряд торговых сессий, побивших все рекорды после октября 1997 г.: ведущий российский индекс РТС поднялся до отметки 425 пунктов. Акции компаний нефтегазового сектора продолжали тянуть рынок вверх, что создало возможности как для спекулятивной игры (Юкос, Сибнефть), так и игры на росте стоимости компании (ЛУКОЙл, Сургутнефтегаз).
- Традиционные для июня продажи начались раньше, чем обычно, но 10-15%-ная коррекция может создать условия для выгодной покупки. Видя, что котировки акций ряда российских компаний завышены, иностранные инвесторы пребывали в нерешительности, т.к. не имели объектов для выгодных инвестиций на других рынках. В этот момент российские игроки инициировали коррекцию, которая может сделать котировки более привлекательными и создать условия для выгодных покупок. Однако такой сценарий возможен при условии, что в июне Уолл-Стриту удастся избежать новых больших потрясений.
- В 1-м кв. 2002 года темп роста нефтедобычи в России составил 8,7%, что соответствует прогнозам компаний. Значительный вклад в рост российской нефтедобычи внес Юкос, резко (на 17%) увеличивший добычу в 1-м кв. 2002 г. Самыми высокими темпами роста добычи были у Сибнефти (28% в 1-м кв. текущего года). Ни у ЛУКОЙла, ни у Татнефти в настоящее время нет возможности резко увеличить добычу.
- Изменение в результатах основной деятельности позволило Юкосу резко (на 12%) увеличить чистую прибыль в 1-м кв. 2002 г.; у ЛУКОЙла чистая прибыль, наоборот, сократилась (на 25%). По нашим оценкам, показатели EBITDA и чистой прибыли у Юкоса составили в 1-м кв. 2002 г. 49% и 33% по сравнению с соответственно 37% и 21% у ЛУКОЙла. Этот разрыв отчасти оправдывает премию с которой, торгуются бумаги Юкоса. Однако если ЛУКОЙлу удастся сократить издержки, разрыв в финансовых показателях, а, следовательно, и биржевых котировках может сократиться.

## Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV*	Расчет. цена	Потенциал роста
	АДР	Лок.	MTD	YTD			
		\$	%	%	\$ млн.	\$	%
Голден Телеком	16,4	н/т	-6	41	0,5	24,0	46
СургутНГ	21,3	0,424	12	35	3,3	0,60	42
Уралмаш-Ижора	5,9	6,1	5	60	0,1	8,0	31
Газпром (лок.)	17,3	1,062	9	106	7,6	1,200	13
РАО ЕЭС	13,4	0,135	-10	-14	6,6	0,22	63

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

## Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, РТС

## Последние публикации

Инвестирование пенсионных накоплений : финансовые перспективы

Ангелика Генкель Июнь 3, 2002

Норильский Никель устанавливает дивидендную планку

Максим Матвеев, CFA Май 30, 2002

На РТС вероятна консолидация в диапазоне 394-438

Владимир Кравчук, Оксана Клыпина Май 28, 2002

Расчетные цены нефтяных акций повышены на 8,5%

Константин Резников, Анна Бутенко Май 22, 2002

Татнефть: новая рекомендация с учетом возможностей нового НПЗ

Константин Резников Май 20, 2002

Сан Интербрю: коммерческие и управленческие расходы выросли на 84%

Максим Матвеев, CFA, Наталья Шевелева Май 17, 2002

Ростелеком: скромный рост при низких издержках

Андрей Богданов, Елена Роговина Май 17, 2002

Финансовые результаты энергокомпаний за 2001 г. по РСБУ: тарифы растут, прибыль падает

Ольга Филиппова Май 7, 2002

Голден Телеком наконец-то в прибыли

Андрей Богданов, Елена Роговина Май 6, 2002

Нефть: рост без остановки?

Константин Резников, Анна Бутенко Апрель 29, 2002

Сбербанк: в ожидании хороших новостей

Наталья Орлова Апрель 27, 2002

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

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку.....	3
Тема - Удастся ли перекрыть потери от снижения цен?.....	8
Добыча Сибнефти и Юкоса вырастет на 30% и 20% в 2002 г.....	8
В 1-м кв. 2002 г. добыча нефти возросла на 9%; внутренние цены восстанавливаются.....	9
ЛУКОЙл: прибыль по РСБУ снизилась за год на 12% .....	11
ЛУКОЙл и Юкос: снижение рентабельности в 1-м кв. 2002 г. ....	12
Динамика и оценка акций.....	14
Графики .....	17
Календарь событий.....	19
Экономика и политика.....	20
Новости компаний и отраслей.....	22
Нефть и газ .....	22
Энергетика .....	25
Телекомы .....	30
Металлургия.....	32
Машиностроение .....	34
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	34
Банковский сектор .....	36
Рынок облигаций .....	38
Технический анализ .....	40
Индекс РТС: сезонная коррекция на фоне консолидации .....	40



Сергей Глазер, CFA  
(44 20) 7382-4165

## Комментарии по рынку

### Обзор за апрель: рекордная высота взята

Надежды Уолл-Стрита на возобновление экономического роста в США стали быстро улетучиваться: опасения, что прибыли компаний будут продолжать снижаться, были усугублены угрозами новых терактов. Рост американских акций сменился их откатом в результате массовых продаж и до и после длинных выходных в связи с Днем поминовения.

#### **Снижение прибылей компаний и опасения новых терактов вызвали отток средств из инвестфондов**

Вновь возникшие негативные настроения сразу же отразились на динамике денежных потоков инвестиционных фондов. Приток средств в инвестиционные фонды, составивший в апреле \$17 млрд. (преимущественно в акции компаний с небольшой капитализацией, а также быстрорастущие бумаги), сменился их оттоком. Вывод денег из фондов биотехнологий и хай-тека активизировался и стал доминирующей тенденцией: еженедельно из инвестфондов уходило до \$1,3 млрд.

Акции компаний хай-тека, которые, как правило, считаются верным индикатором деловой активности и будущего роста, пострадали в мае больше других бумаг. Вскоре после неровного старта – оптимистические ожидания по Dell и Cisco, разочаровывающие результаты у IBM, AMD и Applied Materials – ведущие брокерские компании снизили прогноз по прибыли Intel на 2002 г., в результате чего на рынке создалась мрачная атмосфера. Надежды на рост быстро исчезли. На смену им пришла всеобщая нервозность.

Илл. 1. Динамика ведущих мировых фондовых индексов

Страна	Индекс	Изменение с		Последнее Закрытие*	Последние 52 недели	
		начала месяца %	начала года %		Максимум	Минимум
<b>Развитые рынки</b>						
США	S&P 500 Индекс	-2.01	-7.05	1,064.7	1,286.6	944.8
Великобритания	FTSE 100 Индекс	-0.79	-2.54	5,085.1	5,981.8	4,219.8
Германия	DAX Индекс	-2.95	-6.42	4,818.3	6,278.0	3,539.2
Япония	Nikkei 225 Индекс	1.83	12.89	11,763.7	13,510.7	9,383.0
<b>Развивающиеся</b>						
Польша	Warsaw Stock Exchange WIG 20 Индекс	4.89	13.93	1,369.4	1,484.9	978.0
Венгрия	Budapest Stock Exchange Индекс	-6.52	14.38	8,115.2	9,019.4	5,599.4
Турция	Turkey Stock Market National 100	-8.47	-24.44	10,508.0	15,000.0	7,306.0
Бразилия	Brazil Bovespa Stock Индекс	3.56	-5.27	12,985.2	15,644.4	9,532.8
<b>Россия</b>	<b>РТС Индекс</b>	<b>1.34</b>	<b>52.96</b>	<b>391.3</b>	<b>426.9</b>	<b>173.7</b>

Примечание: \* Данные на 31 Мая 2002 г.

Источник: Bloomberg

Традиционное майское ралли на российском рынке было начато российскими игроками еще в конце апреля, когда котировки приблизились к рекордно высоким уровням. Однако после затишья в начале месяца, связанного с праздниками, покупки возобновились. В результате целой серии рекордных торговых сессий индекс РТС впервые после октября 1997 г. дошел до отметки 425,4.

#### **У инвесторов есть возможность выбирать между краткосрочной спекуляцией и долговременным ростом**

После захватывающей дух гонки, устроенной новыми лидерами фондового рынка – Юкосом и Сибнефтью – еще недавно числившиеся в отстающих ЛУКойл и Сургутнефтегаз вновь появились в поле зрения инвесторов. В ходе соревнования между инвесторами, ориентированными на кратковременный рост рынка и игроками, рассчитывающими на долговременный рост стоимости недооцененных компаний, акции Сургутнефтегаза и Юкоса подорожали в мае более чем на 20%.

Несмотря на снизившиеся цены на нефть (после выхода данных о неожиданно высоких запасах в США), нефтяные акции сохранили за



собой роль основной движущей силы российского фондового рынка. Все рекомендации о перемещении средств в другие отрасли не возымели действия: в отличие от нефтегазового сектора (50-75% среднедневного оборота) их ликвидность и фундаментальные показатели все еще непривлекательны.

Во второй половине мая наступление на фондовом рынке возглавили внутренние акции Газпрома, пробившие психологически важную отметку \$1. Благодаря позитивному настрою и хорошим новостям из компаний (Газпром добился возврата 4,83% своих акций, находившихся у Стройтрансгаза) в течение двух торговых сессий они подскочили более чем на 10% и в какой-то момент достигли отметки \$1,15. Хорошую динамику показали и АДА Газпрома: рынок старался удерживать спред АДА/внутренние акции на уровне как минимум 40%.

### **Прогноз на июнь: время фиксировать прибыль?**

**Инвесторы видели, что котировки завышены, но не решались продавать акции, т.к. альтернативы не было**

Подобно тому, как традиционное майское ралли началось с опережением на неделю (в конце апреля), так же и сезонные июньские продажи стартовали раньше срока - уже в конце мая. Инвесторы, особенно иностранные, какое-то время не могли принять решения: на волне чересчур высоко подскочивших котировок стоимостные коэффициенты по бумагам отдельных российских компаний (в частности, Сибнефти и Юкоса) стали в среднем выше, чем на других развивающихся рынках. Однако поскольку тот момент очень привлекательных объектов для инвестиций на других рынках не было, продажи российских акций начались не сразу.

В определенной степени ралли было связано с ожиданием экономического прорыва на московской встрече Путина и Буша. Однако в соответствии с широко распространенной на российском рынке тактикой «покупать на слухах, продавать на новостях» рынок утратил поступательное движение сразу же после появления сообщений в средствах массовой информации.

**Преждевременная коррекция, начатая российскими игроками,...**

Следуя этой логике, 27 мая российские игроки сорвали рынок вниз, а иностранные участники активно их поддержали. В результате фондовый индекс «нырнул» на 10%, и общее настроение рынка изменилось. Теперь акции компаний с не столь внушительными экономическими показателями и (или) спекулятивные бумаги оказались под давлением. Этим объясняется быстрое снижение котировок Сибнефти, Юкоса, Ростелекома, Мосэнерго и других компаний.

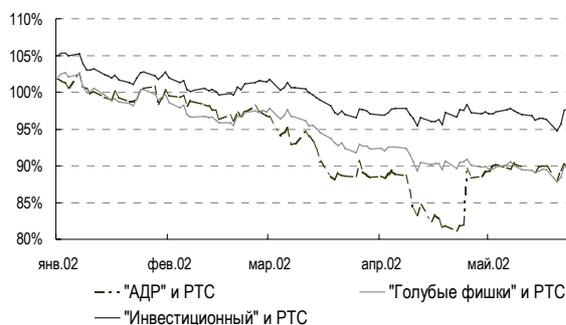
**...может создать условия для выгодных покупок**

Тем не менее, мы полагаем, что с падением котировок (особенно после того, как недавние распродажи российскими игроками привели к резким «провалам») возникают возможности для выгодных покупок. В прошлом году присутствие российских игроков на российском рынке было столь существенным, что в отличие от предкризисного периода акции часто шли вверх в те дни, когда активность иностранцев была низкой. Теперь же, когда действия отечественных игроков привели к коррекции рынка, котировки могут оказаться более привлекательными, и иностранцы, могут начать покупать. Однако такой сценарий возможен при условии, что в июне Уолл-Стриту удастся избежать очередных больших потрясений.

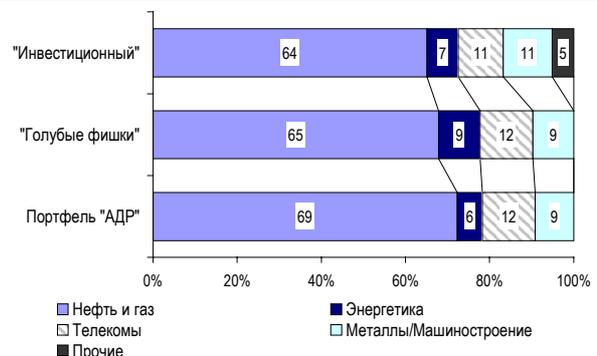
**Илл. 2. Состав и изменение весов акций в типовых портфелях Альфа-Банка по состоянию на 31 мая 2002 г.**

Компания	RIC	Акции '000	Вес %	Компания	RIC	Акции '000	Вес %
<b>Портфель АДР</b>				<b>Инвестиционный портфель</b>			
<b>Нефть и газ</b>				<b>Нефть и газ</b>			
ЛУКОЙЛ	LKOHуq.L	105	17.59	ЛУКОЙЛ	LKOH.RTS	183	14.01
СургутНГ	SNGSyq.L	295	14.90	СургутНГ	SNGS.RTS	5 000	9.24
Газпром АДА	GAZPq.L	320	13.06	Газпром	GAZP.MO	3 700	17.15
ЮКОС	YUKOYyq.L	55	20.35	ЮКОС	YUKO.RTS	430	19.26
Татнефть	TNT.N	90	3.17	Татнефть	TATN.RTS	600	1.95
<b>Энергетика</b>				<b>Энергетика</b>			
РАО ЕЭС	EESRq.L	180	5.71	РАО ЕЭС	EESR.RTS	8 000	4.70
<b>Телекомы</b>				<b>Телекомы</b>			
ВымпелКом	VIP.N	105	7.13	РАО ЕЭС прив.	EESR_p.RTS	4 250	1.94
МТС	MBT.N	64	4.85	Мосэнерго	MSNG.RTS	4 000	0.62
<b>Металлы и машиностроение</b>				<b>Металлы и машиностроение</b>			
ГМК Норильский Никель	NKELYq.L	170	8.73	ВымпелКом	MBT.N	24	3.34
<b>Всего акций</b>				<b>Всего акций</b>			
<b>95.49</b>				<b>98.37</b>			
<b>Денежная позиция</b>				<b>Денежная позиция</b>			
<b>4.51</b>				<b>1.63</b>			
<b>Итоговый портфель</b>				<b>Итоговый портфель</b>			
<b>100</b>				<b>100</b>			
<b>Портфель голубых фишек</b>				<b>Другие</b>			
<b>Нефть и газ</b>				<b>Сбербанк</b>			
ЛУКОЙЛ	LKOH.RTS	390	16.15	Сан Интербрю В	SBREq.F	6	0.16
СургутНГ	SNGS.RTS	11 000	11.00	<b>Всего акций</b>			
Газпром	GAZP.MO	5 225	13.10	<b>98.37</b>			
ЮКОС	YUKO.RTS	840	20.35	<b>Денежная позиция</b>			
Татнефть	TATN.RTS	2 500	4.40	<b>1.63</b>			
<b>Энергетика</b>				<b>Итоговый портфель</b>			
РАО ЕЭС	EESR.RTS	29 700	9.44	<b>100</b>			
<b>Телекомы</b>				<b>Сравнительная динамика</b>			
ВымпелКом	VIP.N	107	7.22	<b>портфелей</b>			
МТС	MBT.N	64	4.82	<b>С 01/01/02</b>			
<b>Металлы и машиностроение</b>				<b>С 10/04/01</b>			
ГМК Норильский Никель	GMKN.RTS	170	9.28	<b>"АДР"</b>			
<b>Всего акций</b>				<b>36.27%</b>			
<b>95.76</b>				<b>"Голубые фишки"</b>			
<b>Денежная позиция</b>				<b>36.83%</b>			
<b>4.24</b>				<b>"Инвестиционный"</b>			
<b>Итоговый портфель</b>				<b>43.97%</b>			
<b>100</b>				<b>Индекс РТС</b>			
				<b>52.39%</b>			
				<b>132.03%</b>			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 3. Динамика модельных портфелей Альфа-Банка против индекса РТС, 1 Января – 31 Мая 2002**


Прим.: \* Январь 2001 - 100  
 Источники: РТС, Bloomberg, оценки Альфа-Банка

**Илл. 4. Распределение средств по секторам в портфелях Альфа-Банка на 31 Мая, 2002**


Прим.: Ежедневные данные  
 Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



## Новые портфели

24 мая мы сформировали три новых портфеля: «Нефтегазовый», «Телекомы» и «Прочие отрасли». Эти портфели позволят отслеживать динамику рекомендуемых нами акции, относящихся к тем или иным отраслям.

**В «Нефтегазовом» портфеле преобладают акции Газпрома и Юкоса,...**

**...а Мегионнефтегаз и ОНАКО включены для увеличения потенциала роста**

Значительную долю – 30% - в нашем «Нефтегазовом» портфеле занимают акции Газпрома. Это больше веса Газпрома (28%) в общей доле нефтегазового сектора в индексе РТС (с учетом Газпрома). Поскольку Юкос и Сибнефть уже в значительной степени реализовали имевшийся потенциал роста до справедливой цены, мы не включили в «Нефтегазовый» портфель Сибнефть вообще, а долю Юкоса сократили до 15% по сравнению с его 24%-ным весом в общей доле акций нефтегазового сектора. Доли ЛУКОЙЛа и Сургутнефтегаза в нашем портфеле составляют теперь соответственно 18% и 17%. С учетом того, что у Татнефти имеется значительный потенциал роста (75%) относительно расчетной цены, мы отдали под ее акции 5% портфеля, что превышает долю компании в капитализации рынка (менее 2%). В целях увеличения потенциала роста нашего «Нефтегазового» портфеля мы распределили 15% денежных средств поровну между двумя бумагами «второго эшелона» – ОНАКО и Мегионнефтегаз.

**52% портфеля «Телекомы» отдано под акции операторов мобильной связи...**

**...и еще 20% - сохраняющим высокую ликвидность бумагам Ростелекома**

Примерно половину (52%) нашего портфеля «Телекомы» мы отвели под акции компаний мобильной связи (32% на МТС и 20% на Вымпелком). Большой вес МТС в сравнении с Вымпелкомом объясняется недавними успешными приобретениями активов, которые позволят компенсировать последствия сокращения рентабельности, вызванного строительством сетей в регионах с нуля. 18% портфеля отведено под акции Голден Телекома, опережающие многие другие компании связи по потенциалу роста.

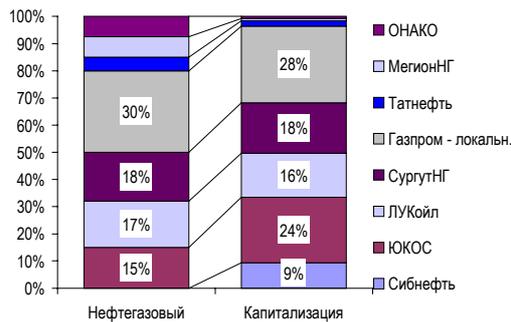
В то же время вес Ростелекома установлен на уровне 20% (15% для обыкновенных акций и 5% - для привилегированных): компания по-прежнему является индикатором рынка и сохраняет высокую ликвидность. Под привилегированные акции компании выделено 5%: мы полагаем, что в результате получения \$56 млн от Голден Телекома в обмен на 50% акций Совинтела Ростелеком сможет показать большую чистую прибыль (\$187 млн) за 2001 г. 10% портфеля «Телекомы» отдано региональным компаниям связи, из которых четыре являются центрами консолидации в своих регионах (Уралтелком, Сибирь Телеком, Волга Телеком и Южный Телеком). Мы полагаем, что акции этих компаний будут расти быстрее, чем бумаги телекомов в других регионах, в т.ч. из-за того, что у них выше доля новых услуг связи.

**Основную часть портфеля «Прочие отрасли» занимают Норильский Никель и Сбербанк,...**

**...в портфеле есть также WBD, SUG и UMAS**

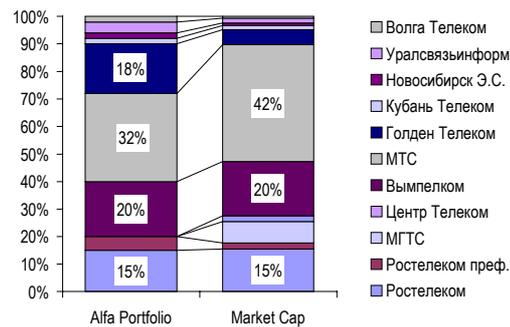
Акции ГК «Норильский никель» – ведущая нефтяная сырьевая бумага – составляют основную (55%) часть портфель «Прочие отрасли». Бумаги предприятий-производителей основных средств (5% портфеля) представлены акциями Уралмаш-Ижоры, которая последовательно и активно приобретает новые активы. Доля предприятий-производителей ТНП, составляющая в данном портфеле 10%, разделена поровну между демонстрирующей уверенный рост компанией Вимм-Билль-Данн (молочные изделия и соки) и Сан Интербрю, старающейся завоевать дополнительную долю на рынке. Остальная часть портфеля (30%) отведена под финансовый сектор, представленный акциями Сбербанка.

**Илл. 3. Вес акций в портфеле «Нефтегазовый» к относительной капитализации в отрасли**



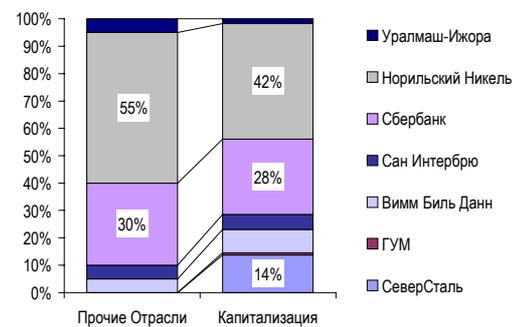
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

**Илл. 4. Вес акций в портфеле «Телекомы» к относительной капитализации в отрасли**



Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

**Илл. 5. Вес акций в портфеле «Прочие отрасли» к относительной капитализации в отрасли**



Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

**Илл. 6. Относительные веса портфелей и цены на 28 Мая 2002**

Портфель	Кол-во акций	Текущие данные				Расчетные данные				
		Цена	Стоимость	EV/ EBITDA	Вес	Цена	Стоимость	EV/ EBITDA	Вес	
<b>Нефтегазовый</b>										
Сибнефть	0%	0	1.8	0	6.00	0.0%	2.1	0	6.80	0.0%
ЮКОС	15%	267	9.9	2643	4.50	14.7%	11.8	3147	5.30	13.6%
ЛУКойл	17%	184	17.8	3268	3.90	18.1%	20.5	3764	4.40	16.3%
Сургутнефтегаз	18%	7696	0.4	3202	3.70	17.7%	0.6	4618	5.50	20.0%
Газпром – локальн.	30%	5000	1.1	5335	3.14	29.6%	1.2	6000	3.43	26.0%
Татнефть	5%	1147	0.8	917	1.80	5.1%	1.4	1605	2.80	6.9%
МегионНГ	8%	207	6.2	1283	3.30	7.1%	9.6	1984	4.70	8.6%
ОНАКО	8%	1000	1.4	1390	1.50	7.7%	2.0	2000	2.20	8.7%
<b>ВСЕГО</b>				<b>18038</b>				<b>23118</b>		
<b>Телекомы</b>										
Ростелеком	15%	2087	1.33	2765	3.34	14.8%	1.45	3026	3.63	13.2%
Ростелеком преф.	5%	1367	0.66	902	3.34	4.8%	0.86	1175	3.63	5.1%
МГТС	0%	0	7.10	0	7.02	0.0%	7	0	6.94	0.0%
Центр Телеком	0%	0	0.29	0	6.17	0.0%	0.34	0	7.20	0.0%
Вымпелком	20%	139	27.40	3799	10.40	20.3%	28.0	3883	10.61	17.0%
МТС	32%	180	33.50	6030	7.88	32.2%	40	7200	9.40	31.5%
Голден Телеком	18%	206	16.47	3393	14.27	18.1%	24	4944	21.41	21.6%
Кубань Телеком	2%	4400	0.09	388	4.94	2.1%	0.13	572	7.06	2.5%
Новосибирск Э.С.	2%	14133	0.03	389	5.90	2.1%	0.037	523	7.83	2.3%
Уралсвязьинформ	4%	60667	0.01	698	7.43	3.7%	0.016	971	9.40	4.2%
Волга Телеком	2%	353	1.02	360	3.95	1.9%	1.64	579	6.27	2.5%
<b>ВСЕГО</b>				<b>18724</b>				<b>22873</b>		
<b>Прочие отрасли</b>										
СеверСталь	0%	0	74.00	0	4.44	0.0%	72	0	4.32	0.0%
ГУМ	0%	0	1.62	0	4.88	0.0%	2.1	0	6.32	0.0%
Вимм Биль Данн	5%	39	23.24	910	13.07	5.0%	28	1097	15.55	5.0%
САН Интербрю	5%	147	6.41	941	8.70	5.2%	8.15	1197	11.27	5.4%
Сбербанк	30%	31	173.00	5323	N/A	29.3%	220	6769	N/A	30.7%
Норильский Никель	55%	438	22.95	10052	3.23	55.4%	27	11826	3.80	53.6%
Уралмаш-Ижора	5%	147	6.23	915	4.00	5.0%	8	1175	5.14	5.3%
<b>ВСЕГО</b>				<b>18141</b>				<b>22063</b>		

Источник: Портфели Альфа-Банка

**Тема - Удастся ли перекрыть потери от снижения цен?**
**Константин Резников**

(7 095) 795-3612

**Анна Бутенко**

(7 095) 795-3745

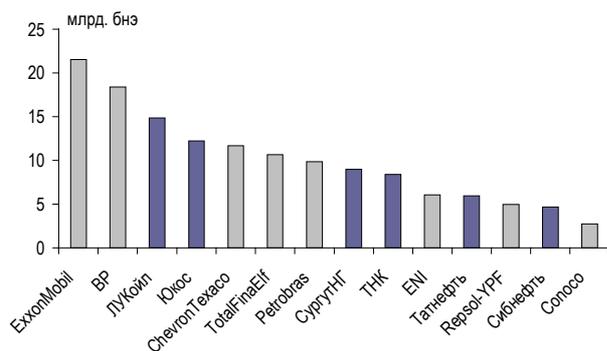
**Добыча Сибнефти и Юкоса вырастет на 30% и 20% в 2002 г**

**В 2001 г. добыча нефти Россией составила 9% от общей мировой добычи**

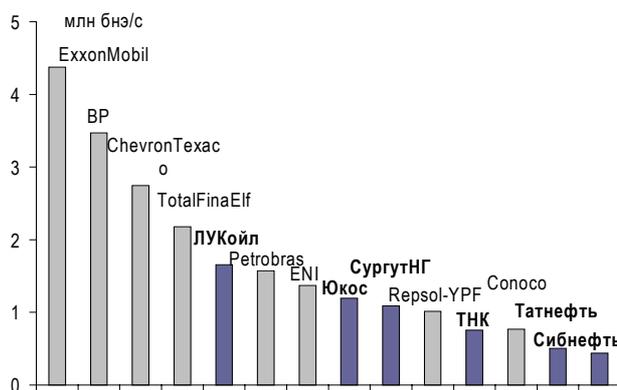
В 2001 г. на долю России пришлось 9% всей мировой добычи нефти. По объемам запасов и добычи нефти ряд российских компаний вошел в десятку крупнейших нефтяных компаний мира. Сегодня среди торгуемых на рынках нефтяных компаний ЛУКОЙЛ и Юкос по запасам нефти и газа находятся на третьем и четвертом местах.

**Высокий показатель Запасы/Добыча России сократится в будущем**

Средний расчетный срок выработки российских запасов нефти довольно большой: средний коэффициент «запасы/добыча» у крупных российских нефтедобывающих компаний составляет 27,3 (по сравнению с 13,2 у ведущих зарубежных компаний). Однако взятый российскими компаниями высокий темп роста намного превышает темп роста добычи у зарубежных компаний (в 2001 г. совокупная добыча нефти выросла в России на 7,6%, в то время как объем добычи у крупнейших российских компаний вырос на 13,3%, по сравнению со средним приростом в 5,2% у зарубежных компаний). Поскольку предполагается, что добыча нефти будет расти в среднем на 6% на протяжении ближайших четырех лет, мы ожидаем снижения коэффициента «запасы/добыча».

**Илл. 7. Доказанные запасы нефти и газа, 2000 г.**


Источники: Oil &amp; Gas Journal, Минэнерго, данные компаний

**Илл. 8. Добыча нефти и газа, 2001 г.**


Источники: Oil &amp; Gas Journal, Минэнерго, данные компаний

**Средний рост добычи Сибнефти составит 18% в 2001-2005 гг.**

Среди ведущих российских компаний самый значительный рост отмечен у Сибнефти. Компания, в настоящий момент занимающая шестое место по добыче нефти, готова в текущем году увеличить ее объемы на 29,2%, что позволит ей опередить Татнефть и занять к концу 2002 г. пятое место с объемом добычи 26,7 млн. тонн. К 2005 г. Сибнефть планирует добыть 40 млн. тонн. Это означает, что в 2001-2005 гг. средний расчетный темп роста добычи составит 17,9%. Не сильно отстал в этом отношении и Юкос (20,5% ожидаемый рост добычи в этом году), у которого план по добыче на 2002 г. составляет 70 млн. тонн. Это позволит Юкосу оказаться ближе к ЛУКОЙЛУ, крупнейшему российскому нефтяному концерну, у которого добыча нефти в 2002 г. достигнет предположительно 80,7 млн. тонн.

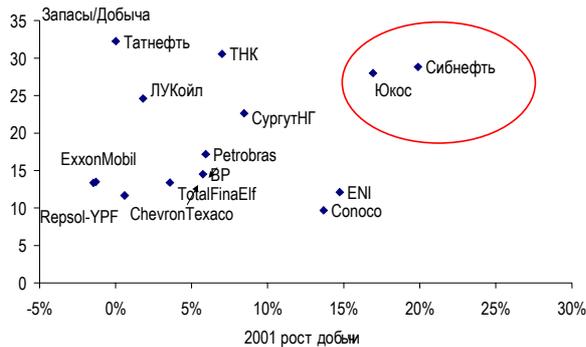
**Темпы роста добычи ЛУКОЙЛА и Татнефти одни из самых низких: 2% и 1% в 1999-2002 гг.**

С другой стороны, за последние несколько лет ЛУКОЙЛ демонстрирует более скромные темпы роста добычи: в 1999-2002 гг. средний расчетный темп роста составит лишь 2,2%. Однако, поскольку компания инвестирует в долгосрочные проекты (Тимано-Печорская нефтегазоносная

провинция и месторождения на шельфе Каспийского моря), ее добыча, по-видимому, будет расти более существенными темпами, начиная с 2004-2005 гг.

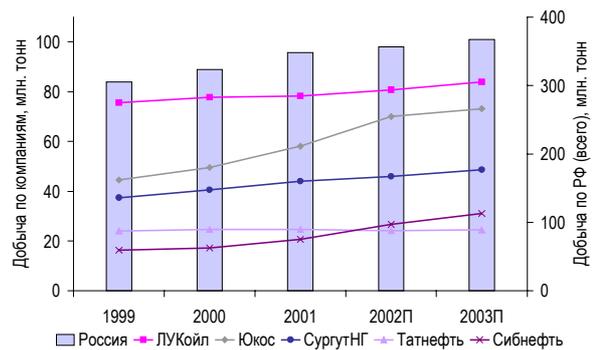
Объем добычи у Татнефти в 1999-2001 г. сохранялся практически неизменным и, вероятно, останется на том же уровне, по меньшей мере, в ближайшем будущем (средний расчетный темп роста на 2002-2005 гг. лишь 1%). Этот невысокий результат объясняется высокой степенью истощенности имеющихся у компании запасов нефти.

**Илл. 9. Расчетный срок выработки запасов и рост добычи**



Источники: Oil & Gas Journal, оценка Альфа-Банка

**Илл. 10. Расчетные темпы роста добычи в 1999-2003 гг.**



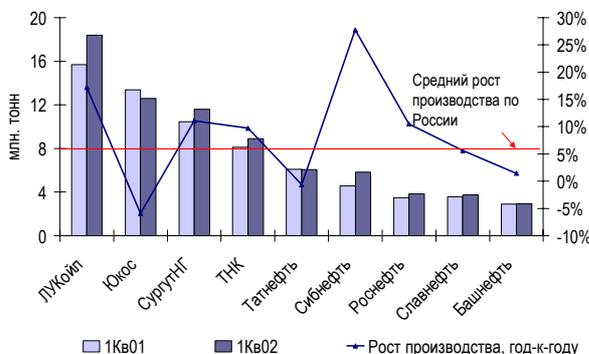
Источник: оценка Альфа-Банка

## В 1-м кв. 2002 г. добыча нефти возросла на 9%; внутренние цены восстанавливаются

**Суммарная добыча нефти за 1-й кв. 2002 г. выросла в России на 8,7% (в годовом исчислении); лидеры: Сибнефть и Юкос**

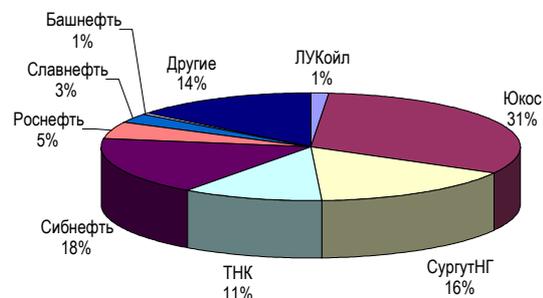
Суммарная добыча нефти в 1-м кв. 2002 г. выросла в России на 8,7% (в годовом исчислении) до 89,5 млн. т (7,26 млн. баррелей в сутки). Крупнейшая (по объему) доля прироста добычи пришлась на компанию Юкос, где производство за указанный период увеличилось на 2,3 млн. т - до 15,7 млн. т (1,27 млн. баррелей в сутки), что на 17,2% выше уровня 1-го кв. 2001 г. Самого впечатляющего темпа прироста добычи достигла Сибнефть (27,8%). Таким образом, обе компании – Юкос и Сибнефть – выполняют свои годовые задания по росту производства: на 20% и 29,2%, соответственно.

**Илл. 11. Рост добычи нефти за 1-й кв. 2002 г., по сравнению с тем же периодом прошлого года**



Источники: Министерство энергетики, ИнкоТЕК

**Илл. 12. Доли компаний в совокупном приросте добычи нефти за 1-й кв. 2002 г.**



Источники: ИнкоТЕК, оценка Альфа-Банка

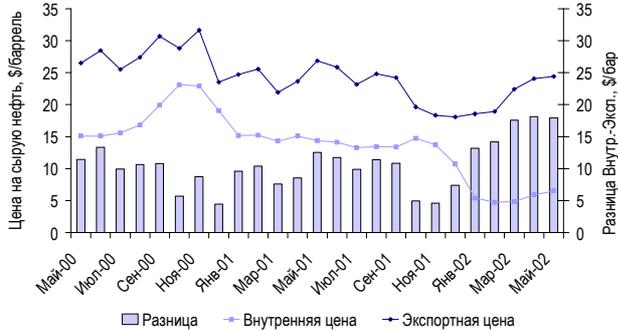
**У Татнефти добыча упала, а Башнефть в 1-м кв. 2002 г. показала рост добычи на 1,4%**

У Татнефти добыча упала на 0,6%, т.к. в целях повышения эффективности производства компания закрыла в начале года около 2.000



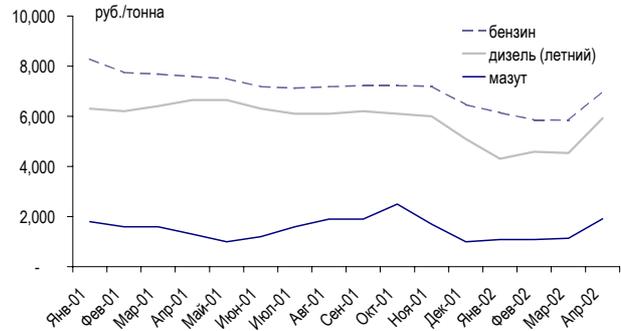
нерентабельных скважин. Ожидается, что в 2002 г. суммарная добыча у Татнефти снизится на 1,6% (до 24,2 млн. т). Впервые в пост-советский период компания Башнефть показала за 1-й кв. 2002 г. рост добычи на 1,4% - благодаря инвестициям в новые регионы за пределами Башкортостана. В целом ожидается, что совокупная добыча нефти в России вырастет в текущем году примерно на 7%.

**Илл. 13. Сравнительная динамика внутренних и экспортных цен на нефть**



Источники: ИнкоТЕК, Bloomberg

**Илл. 14. Цены нефтепродуктов начали расти**



Источник: ИнкоТЕК

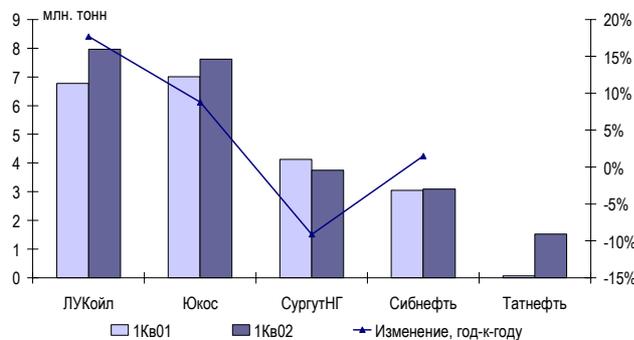
**В 1-м кв. 2002 г. разрыв между внутренними и экспортными ценами расширился до \$14-17/баррель,...**

Значительный прирост добычи нефти плюс ограничения на ее экспорт из РФ (введенные в поддержку усилий ОПЕК по возврату цен на сырую нефть в желаемый ценовой коридор \$22-28/баррель) привели к сильному переизбытку нефти на внутреннем рынке. Это, в свою очередь, вызвало в стране повсеместное снижение цен: в феврале-марте внутренняя цена сырой нефти упала ниже \$5/баррель, что на 66-69% ниже уровня цен за тот же период прошлого года. В результате разрыв между внутренними и экспортными ценами расширился до \$14-17/баррель.

**... но в апреле-мае внутренняя цена нефти начала восстанавливаться**

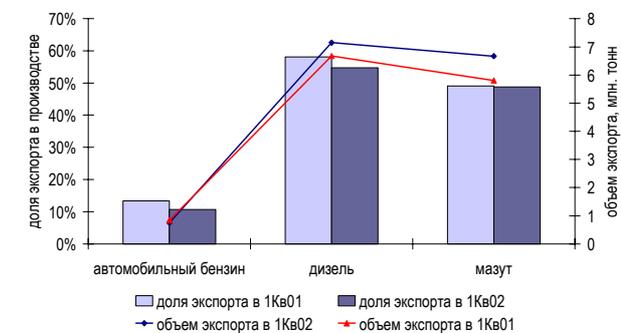
По мере того, как компании приспосабливались к ухудшению условий на внутреннем рынке, начали постепенно расти объемы нефтепереработки и экспорта в страны СНГ (где цены, по сравнению с отечественными ценами, оказались более привлекательными). Таким образом, в данный момент внутренняя цена нефти постепенно восстанавливается и по контрактам с поставкой в мае достигла, в среднем, уровня в \$6,5/баррель.

**Илл. 15. Объемы нефтепереработки, 1-й кв. 2002 г., млн т**



Источник: ИнкоТЕК

**Илл. 16. Объемы экспорта нефтепродуктов из РФ за 1-й кв. 2002 г. и доля экспорта в производстве нефтепродуктов**



Источники: ИнкоТЕК, Государственный таможенный комитет

Впрочем, на фоне растущего предложения нефтепродуктов отечественные цены на них также упали. В этой ситуации наиболее пострадали



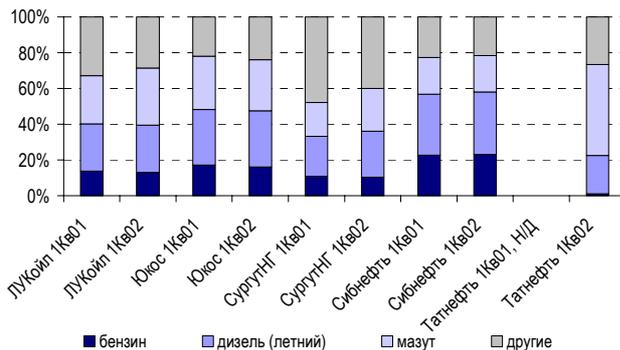
продавцы мазута и низкооктанового бензина. В январе 2002 г. оптовые цены на бензин упали на 12-25%, дизельное топливо - на 20-30%, мазут - на 40% относительно средних цен 2001 г. Розничные цены на бензин и дизтопливо оказались стабильнее - в среднем по России они снизились всего на 3-5%. Из-за ухудшения ситуации на внутреннем рынке существенно вырос экспорт нефтепродуктов. Тем не менее, за 1-й кв. 2002 г. доля этого экспорта в суммарном производстве сократилось по причине ограниченных экспортных возможностей. Чтобы решить эту проблему, нефтедобывающие компании увеличили закупки железнодорожных цистерн, и ожидается, что доля экспорта нефтепродуктов в совокупном производстве в текущем году возрастет.

**Столкнувшись с ограничениями на экспорт нефти, компании увеличили поставку на рынок нефтепродуктов**

В 1-м кв. 2002 г. экспорт дизельного топлива и мазута вырос на 7,1% и 14,9%, соответственно, однако доля экспорта в совокупном производстве за 1-й кв. 2002 г. сократилась до 55% (в первом квартале прошлого года было 58%). Доля экспортируемого дизтоплива и мазута сократилась с 49,1% до 48,8%. Быстрее других компаний к ухудшению условий на внутреннем рынке приспособились Сургутнефтегаз, ЛУКОЙл и Юкос, у которых объемы экспорта нефтепродуктов за 1-й кв. 2002 г. заметно выросли.

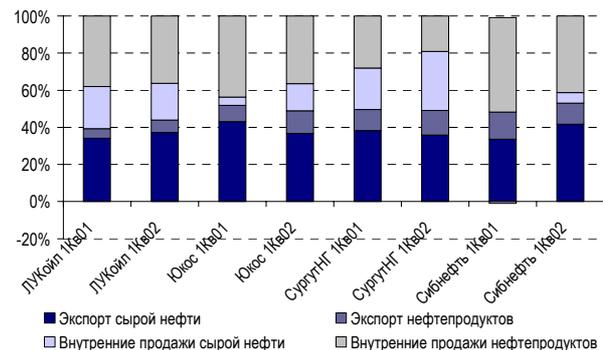
Реагируя на отмену (с 1 июля) экспортных ограничений, внутренние цены нефти и нефтепродуктов возвращаются к нормальному уровню. Мы ожидаем, что в ближайшие 2-3 месяца внутренняя цена нефти достигнет нашего расчетного уровня годовой цены в \$9-10/баррель.

**Илл. 17. Структура объемов продаж, 1-й кв. 2001 г.-1-й кв. 2002 г.**



Примечание: \* Включая экспорт нефти в страны СНГ  
Источник: ИнкоТЕК

**Илл. 18. Структура нефтепереработки по видам продуктов, 1-й кв. 2001 г.-1-й кв. 2002 г.**



Источник: ИнкоТЕК

**ЛУКОЙл: прибыль по РСБУ снизилась за год на 12%**

По данным консолидированного отчета по РСБУ валовая выручка у ЛУКОЙла снизилась на 0,8% до \$14,9 млрд., однако эта цифра превышает аналогичный показатель, но рассчитанный по GAAP. Операционная прибыль компании (по РСБУ) сократилась в 2001 г. на 3,5% до \$4,36 млрд., в то время как мы прогнозировали снижение этого показателя, но рассчитанного по GAAP на 14,9% до \$3,46 млрд.

**Чистая прибыль по РСБУ сократилась за год на 12%; ждем отчета по GAAP**

Чистая прибыль по РСБУ снизилась за год на 12,4% до \$3 млрд. по сравнению с ожидавшимся нами падением аналогичного рассчитанного по GAAP показателя на 25,6% до \$2,47 млрд. Поскольку в отчетности, составленной в соответствии с требованиями российской системы учета, консолидированные результаты показаны только по российским «дочкам», к концу 2001 г. года активы компании выросли до \$15,9 млрд., в то



время как по GAAP они составят ориентировочно \$19,7 млрд. В 2001 г. компания увеличила объем капзатрат и инвестиций на 40,4% до \$3,2 млрд., в частности, в целях консолидации СП и приобретения НОРСИ.

В целом отчет ЛУКойла выглядит неплохо, однако поскольку ряд данных не детализирован, мы не имеем возможности сопоставить результаты по РСБУ и GAAP. Т.о., придется запастись терпением до середины июня, когда выйдут отчеты за 2001 г. и 1-й кв. 2002 г. по GAAP.

**Илл. 9. Консолидированная отчетность ЛУКойла, 2000-2001**

	РСБУ			GAAP		
	2000 \$ млн.	2001 \$ млн.	Изменение %	2000 \$ млн.	2001П \$ млн.	Изменение %
Валовая выручка	15 023	14 897	-0,8	13 240	12 706	-4,0
Операционная прибыль	4 524	4 364	-3,5	4 062	3 457	-14,9
ЕВIT	4 282	3 840	-10,3	3 863	3 287	-14,9
Чистая прибыль	3 428	3 001	-12,4	3 312	2 465	-25,6
Инвестиции и капитальные расходы	2 283	3 206	40,4			
Налоговые платежи	4 622	5 774	24,9			
Активы (конец года)	11 906	15 933	33,8	17 109	19 696	15,1

Источники: отчеты компании, оценки Альфа-Банка

## ЛУКойл и Юкос: снижение рентабельности в 1-м кв. 2002 г.

В июне в нефтяных компаниях состоятся очередные общие собрания акционеров и выйдут отчеты за 2001 г. по GAAP. У ЛУКойла и Юкоса выйдут еще и отчеты за 1-й кв. 2002 г., также по GAAP, которые позволят составить более точное представление об уровне текущих показателей.

**Рост добычи у Юкоса должен привести к увеличению выручки на 7% в 1-м кв. 2002 г.**

По нашим оценкам, чистая выручка у Юкоса вырастет на 6,9% до \$2,03 млрд. Роста добычи в 1-м кв. 2002 г. на 17% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года оказалось не достаточно для того, чтобы компенсировать потери от снижения экспортных цен. С тем, чтобы как-то сгладить негативные последствия снижения цен на внутреннем рынке в 1-м кв. 2002 г., Юкос увеличил долю легких нефтепродуктов и одновременно сократил долю мазута в общем объеме переработки. Рост объемов производства привел к увеличению издержек, однако, по нашим оценкам, благодаря снижению административно-управленческих и коммерческих расходов рост издержек в 1-м кв. удалось свести к 4%. Благодаря снижению налоговой ставки чистая прибыль в 1-м кв. 2002 г. выросла ориентировочно на 12,1% до \$668 млн. В то же время показатель EBITDA в расчете на баррель добычи снизился в 1-м кв. 2002 г. ориентировочно на 21,8% (до \$8,64/баррель), а чистая прибыль по сравнению с 1-м кв. 2001 г. - на 4,6% (до \$5,81/баррель). Несмотря на прогнозирующееся Юкосом снижение нормы EBITDA до 49%, а чистой прибыли до 32,9%, по этим показателям Юкос будет по-прежнему впереди других российских нефтяных компаний.



Илл. 19. Финансовые результаты Юкоса 1Кв02П, GAAP

	1Кв01	1Кв02П	Изменение	
	\$ млн.	\$ млн.		%
Валовые продажи	2 438,4	2 241,6		-8,1
Платежи за транспорт, экспортные пошлины, акцизы	592,2	267,3		-54,9
Внереализационная выручка	50,4			-100,0
<b>Чистая выручка</b>	<b>1 896,6</b>	<b>2 027,2</b>		<b>6,9</b>
Затраты и прочие вычеты	895,5	930,9		4,0
<b>ЕВITDA</b>	<b>1 080,7</b>	<b>993,1</b>		<b>-8,1</b>
Прочие внереализационные доходы (расходы)	(138,1)	(217,7)		57,6
Налоговые платежи	280,7	210,9		-24,9
Доля меньшинства	13,5	-		-100,0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>595,8</b>	<b>667,7</b>		<b>12,1</b>
Ставка налога на прибыль, %	32,5	24,0		-26,3
Добыча нефти, млн. бар	97,8	114,9		17,5
Выручка на баррель	19,39	17,65		-9,0
ЕВITDA на баррель	11,05	8,64		-21,8
Чистая прибыль на баррель	6,09	5,81		-4,6
Норма операционной прибыли, %	52,8	54,1		2,5
Норма ЕВITDA, %	57,0	49,0		-14,0
Норма чистой прибыли, %	31,4	32,9		4,9

Источники: отчеты компании, оценки Альфа-Банка

Добыча нефти у ЛУКойла увеличилась в 1-м кв. 2002 г. на 2%, тогда как в среднем по России выросла на 9%. Положение компании осложняется еще и тем, что она сильнее, чем Юкос зависит от внутреннего рынка. Вследствие этого мы ожидаем сокращения выручки у ЛУКойла на 19% по сравнению с 1-м кв. прошлого года. С другой стороны, ЛУКойлу удалось сократить операционные и управленческие расходы и за счет этого увеличить в 1-м кв. 2002 г. операционную прибыль на 19,7% до \$1,04 млрд. Если принять ставку налога на прибыль на уровне 24%, то, по нашим оценкам, в 1-м кв. 2002 г. чистая прибыль должна составить \$517 млн., что на 25% меньше, чем в 1-м кв. 2001 г.

**По рентабельности ЛУКойл пока намного позади Юкоса**

По рентабельности в расчете на баррель добычи ЛУКойл далеко позади Юкоса. По нашим оценкам, в 1-м кв. 2002 г. чистая прибыль и ЕВITDA составят у ЛУКойла соответственно \$3,70/баррель и \$6,53/баррель, что, соответственно, на 36% и 24% ниже соответствующих показателей Юкоса. В настоящее время ЛУКойл сокращает операционные расходы в основном путем закрытия непродуктивных скважин. Это позволит сократить издержки примерно на 5% в год. Успешная реализация программы сокращения издержек – одно из основных условий роста акций ЛУКойла.

Илл. 20. Финансовые результаты ЛУКойла за 1Кв02П, GAAP

	1Кв01	1Кв02П	Изменение	
	\$ млн.	\$ млн.		%
<b>Чистая выручка</b>	<b>3 057</b>	<b>2 476</b>		<b>-19,0</b>
Затраты и прочие вычеты	1 559	1 438		-7,8
Управленческие и коммерческие расходы	631	347		-45,0
Операционная прибыль	867	1 038		19,7
<b>ЕВITDA</b>	<b>1 039</b>	<b>914</b>		<b>-12,0</b>
Прочие внереализационные доходы (расходы)	(3)	(10)		230,1
Доля меньшинства	(22)	0		N/M
Прибыль до налогов	842	681		-19,2
Налог на прибыль	152	163		7,5
<b>Чистая прибыль</b>	<b>690</b>	<b>517</b>		<b>-25,0</b>
Ставка налога на прибыль, %	17,6	24,0		36,4
Добыча нефти, млн. бар	140,9	139,9		-0,7
Выручка на баррель	21,7	17,7		-18,5
Операционная прибыль на баррель	6,15	7,42		20,5
ЕВITDA на баррель	7,37	6,53		-11,4
Чистая прибыль на баррель	4,90	3,70		-24,5
Норма операционной прибыли, %	28,4	28,4		0,0
Норма ЕВITDA, %	34,0	36,9		8,6
Норма чистой прибыли, %	22,6	20,9		-7,4

Источники: отчеты компании, оценки Альфа-Банка



## Динамика и оценка акций

Илл. 21. Динамика АДР, с начала месяца, на 31 мая

Компания	Уровень АДР	Соотношение	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
				за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
<b>Нефть и Газ</b>								
Газпром	114A, REG S	10 в 1	17,3	4,5	75,1	20,6	8,3	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	71,3	1,1	45,4	73,3	36,0	
Сибнефть	1	10 в 1	18,8	-1,1	150,0	21,8	3,5	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	21,8	13,6	38,1	23,1	10,3	
Татнефть	2	20 в 1	14,9	-6,8	44,4	17,3	8,0	
Юкос	1	15 в 1	155,5	1,6	100,0	172,5	46,5	
<b>Энергетика</b>								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	4,3	7,5	14,7	4,6	2,2	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	37,7	-13,8	35,0	47,9	14,9	
Мосэнерго	1	100 в 1	3,8	-9,8	-5,5	5,0	2,3	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	13,4	-9,4	-14,3	18,2	8,3	
<b>Телекоммуникации</b>								
ВымпелКом	3	3 в 4	28,7	18,9	10,1	34,8	14,1	
Голден Телеком	3	1 в 1	16,0	-9,4	36,7	18,3	6,6	
МТС	3	20 в 1	32,1	6,1	-10,1	40,0	22,4	
МГТС	1	1 в 10	6,2	-4,3	-4,3	8,4	4,0	
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	2,2	14,3	41,2	3,2	1,5	
Ростелеком	2	6 в 1	7,6	-14,5	44,8	9,9	2,7	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	2,2	-7,8	23,0	3,6	1,1	
ЮжТелеком	1	1 в 2	7,5	27,0	135,7	8,0	2,8	
<b>Прочие сектора</b>								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	23,5	-2,0	36,2	25,3	10,7	
Уралмаш - Ижора	144A, REG S	1 в 1	6,0	-1,5	42,2	7,1	2,7	
ГУМ	1	2 в 1	3,3	2,3	6,9	4,6	2,2	
Вимм Билл Данн	3	1 в 1	23,3	1,7	н/д	25,4	19,5	
Сан Интербрю В	144A, REG S	1 в 1	6,3	-2,9	36,0	8,9	2,7	

Источники: Рейтер, Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 22. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек», с начала месяца, на 31 мая

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2001П	2002П	2001П	2002П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Газпром	1,062	9	106	1,132	0,516	7,6	27 442	8,1	7,3	7,9	6,1	1,200	13	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	17,61	-1	44	18,23	9,125	5,2	14 978	6,1	7,6	3,9	4,6	19,5	11	НАКАПЛИВАТЬ
Сибнефть	1,85	0	154	2,12	0,3665	1,0	8 771	8,5	7,9	5,9	5,0	1,9	3	НАКАПЛИВАТЬ
Сургутнефтегаз	0,425	12	35	0,454	0,214	3,2	10 619	5,1	5,4	3,8	3,7	0,55	29	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,7475	-7	42	0,853	0,409	1,6	1 708	2,5	3,1	1,6	2,0	0,85	14	НАКАПЛИВАТЬ
Юкос	10,3	5	98	11,38	3,15	2,5	21 889	6,9	6,8	4,5	4,5	10,8	5	ПОКУПАТЬ
PKN	25,3	-3	13	29,7	18,3	0,1	26 700	6,1	6,5	3,4	3,4			
Petrobras	20,6	11	12	20,9	12,6	5,7	2 011	н/з	7,6	13,8	6,5			
MOL	0,2	1	17	0,2	0,2	12,1	36 520	8,6	9,1	3,5	4,0			
<b>Среднее</b>								<b>7,3</b>	<b>7,7</b>	<b>6,9</b>	<b>4,6</b>			
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0,071	-1	-14	0,092	0,071	0,0	336	н/з	н/з	5,7	5,5	0,09	28	ДЕРЖАТЬ
Ленэнерго	0,360	0	1	0,505	0,230	0,0	305	7,5	4,7	3,3	2,7	0,55	53	НАКАПЛИВАТЬ
Мосэнерго	0,036	-15	-13	0,048	0,028	0,7	1 009	14,6	10,3	3,6	3,2	Пересмотр	н/д	Пересмотр
РАО ЕЭС	0,135	-10	-14	0,1788	0,084	6,6	5 658	16,8	11,0	3,1	3,0	0,22	63	НАКАПЛИВАТЬ
EdP	2,5	0	-6	3,3	2,3	11,1	7 437	14,5	8,4	8,4	8,3			
Endesa	18,0	-2	-5	21,4	16,7	62,2	20 050	12,3	11,1	10,3	9,8			
Tenaga	2,9	-4	2	3,1	2,0	4,2	8 830	16,5	18,2	12,6	11,8			
<b>Среднее</b>								<b>14,4</b>	<b>12,6</b>	<b>10,4</b>	<b>9,9</b>			
<b>Телекоммуникации</b>														
МГТС	7,1	0	18	7,5	4,8	0,0	615	54,0	17,3	6,1	4,8	7,0	-1	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	13,1	2	5	14,8	7,3	3,5	5 936	9,7	8,2	3,9	3,4			
Tele Norte Leste	10,3	-1	-13	13,5	7,2	3,6	4 490	24,8	13,1	4,7	3,7			
<b>Среднее</b>								<b>17,3</b>	<b>10,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,6</b>			
Ростелеком	1,260	-15	38	1,660	0,455	0,9	1 062	8,1	6,5	3,4	2,8	1,45	15	ДЕРЖАТЬ
Indosat	1,33	-7	24	1,58	0,81	4,6	1 366	9,4	7,6	0,0	0,0			
Embratel	2,49	-26	-44	8,91	2,10	11,4	667	н/з	21,7	4,7	2,8			
<b>Среднее</b>								<b>9,4</b>	<b>14,6</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>			
Вымпелком	28,7	19	10	34,8	14,1	10,5	1 543	32,6	21,1	11,5	7,8	31,0	8,1	ДЕРЖАТЬ
МТС	32,1	6	-10	40,0	22,4	7,0	3 199	15,4	19,2	7,8	5,9	40,0	25	НАКАПЛИВАТЬ
Turkcell	0,006	-11	-34	0,009	0,002	4,5	2 918	112,9	15,4	5,6	4,0			
Mobinil	7,1	1	-16	18,5	6,3	4,0	710	8,0	6,2	4,5	4,2			
<b>Среднее</b>								<b>8,0</b>	<b>10,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,1</b>			
Голден Телеком	16,0	-9	37	18,3	6,6	0,5	385	н/з	9,2	15,1	3,7	24,0	50	ПОКУПАТЬ
Netia	1,3	6	-29	14,8	0,8	0,1	41	н/з	н/з	н/з	23,8			
<b>Металлургия</b>														
Норильский Никель	23,2	-2	36	25,0	15,0	1,0	4 963	7,2	10,1	3,3	4,3	27,0	16	ПОКУПАТЬ
Aprplats	48,5	-5	8	55,2	25,7	0,3	10 488	15,2	14,5	9,9	9,3			
Eramet	34,0	-1	6	42,0	20,4	0,0	841	16,3	11,1	4,5	4,5			
WMC	5,4	5	1	5,8	3,6	4,1	9 941	22,0	20,7	10,3	10,4			
<b>Среднее</b>								<b>17,8</b>	<b>15,4</b>	<b>8,2</b>	<b>8,1</b>			
Северсталь	72,0	2	64	84,0	34,5	0,1	1 589	10,2	8,6	4,3	4,0	72,0	0	ДЕРЖАТЬ
China Steel	0,5	6	22	0,6	0,3	21,4	4 420	20,8	18,3	8,5	8,0			
POSCO	114,1	9	15	132,0	58,3	0,3	10 676	16,5	12,8	6,8	6,5			
<b>Среднее</b>								<b>18,6</b>	<b>15,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>			
<b>Продукты</b>														
Балтика	12,9	2	42	14,8	9,0	0,0	1 381	10,7	9,7	6,8	5,6	18,0	40	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	6,3	-3	36	8,9	2,7	0,2	683	9,0	4,5	8,9	6,4	8,2	29	ПОКУПАТЬ
Вимм Билл Данн	23,3	1,7	н/д	25,4	19,5	1,2	1 025	26,3	15,4	13,1	9,3	28,0	20,2	НАКАПЛИВАТЬ
Okocit	3,8	27	44	4,1	2,4	0,0	83	59,8	18,2	14,7	11,2			
Zywiec	81,0	12	43	81,7	39,5	0,1	918	н/з	н/з	н/з	н/з			
<b>Среднее</b>								<b>59,8</b>	<b>18,2</b>	<b>13,0</b>	<b>11,0</b>			
<b>Торговля</b>														
ГУМ	1,80	5	26	1,80	1,10	0,0	108	8,5	6,8	4,7	4,3	2,10	17	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	3,2	5	28	3,2	2,3	0,0	273	14,9	16,6	12,1	10,8			
Matahari Putra Prima	0,1	-7	55	0,1	0,0	1,0	206	7,1	6,1	2,5	2,2			
<b>Среднее</b>								<b>11,0</b>	<b>11,3</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>			
<b>Машиностроение</b>														
Уралмаш - Ижора	5,9	2	55	6,4	2,8	0,1	209	8,1	6,9	3,8	3,1	8,0	36	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	18,7	-22	-9	30,7	15,9	0,4	1 424	11,2	4,3	5,2	4,7			
Atlas Copco	24,2	-1	2	26,6	16,9	1,0	4 996	15,7	16,2	6,4	6,5			
<b>Среднее</b>								<b>13,4</b>	<b>10,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,6</b>			

Источники: оценки Альфа-Банка, Блумберг



Илл. 23. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 31 мая

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	MCap млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.			2001П	2002П	2001П	2002П			
		%	%	\$	\$									
<b>Нефть и Газ</b>														
Мегионнефтегаз	6,15	-9	12	7,25	2,1	7,6	714	5,8	6,5	3,1	3,4	9,6	56	ПОКУПАТЬ
Пурнефтегаз	2,52	26	-32	5,5	2	9,2	248	6,2	6,9	3,4	4,2	2,4	-5	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	3	0	13	4	2,5	0,9	213	3,4	3,8	1,6	2,3	4,5	50	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	100	0	264	100	27,5	0,3	343	3,8	4,3	1,7	1,8	140	40	НАКАПЛИВАТЬ
<b>Энергетика</b>														
Башкирэнерго	0,150	-12	49	0,183	0,070	27,6	165	3,1	3,0	1,8	2,0	0,20	33	ПОКУПАТЬ
Красноярскэнерго	0,128	0	58	0,150	0,051	3,2	84	16,2	3,3	2,6	1,7	0,14	10	НАКАПЛИВАТЬ
Кубаньэнерго	2,7	-7	36	3,1	1,6	10,9	48	4,9	3,9	1,8	1,8	4,2	56	СПЕК. ПОКУПКА
Кузбассэнерго	0,185	8	57	0,218	0,088	60,1	112	н/з	10,0	4,1	2,3	0,215	16	ДЕРЖАТЬ
Новосибирскэнерго	3,97	15	121	3,97	1,8	0,0	56	н/з	25,6	19,3	6,1	2,5	-37	ДЕРЖАТЬ
Пермэнерго	1,9	6	19	2,15	1,03	17,8	89	5,4	3,3	1,3	1,2	2,87	51	СПЕК. ПОКУПКА
Ростовэнерго	0,018	9	17	0,020	0,013	16,9	66	13,6	4,4	5,1	4,0	0,02	29	НАКАПЛИВАТЬ
Самараэнерго	0,041	37	44	0,041	0,025	19,7	155	12,3	8,8	8,5	3,6	0,044	8	ДЕРЖАТЬ
Свердловэнерго	0,136	-14	35	0,168	0,062	24,1	85	14,0	2,1	1,2	0,8	0,157	16	ДЕРЖАТЬ
Челябэнерго	0,006	-13	-7	0,081	0,006	0,7	31	13,4	4,4	1,5	1,4	0,01	54	НАКАПЛИВАТЬ
<b>Телекоммуникации</b>														
Башинформсвязь	0,088	0	25	0,115	0,042	7,9	84	8,0	2,5	3,0	2,5	0,09	3	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	1,15	-5	26	1,45	0,72	67,3	128	14,1	4,7	4,0	2,7	1,64	43	НАКАПЛИВАТЬ
Красноярскэлектросвязь	3,55	-1	69	3,99	1,85	4,0	42	52,7	43,2	3,3	2,6	4,6	30	СПЕК. ПОКУПКА
Ленсвязь	11	0	29	12	8,013	1,9	26	14,6	13,4	3,2	2,9	9,98	-9	СОКРАЩАТЬ
Ростовэлектросвязь	0,75	0	50	0,89	0,38	4,9	62	17,2	15,7	4,0	3,6	0,82	9	ПОКУПАТЬ
Самарасвязьинформ	25,25	0	38	27,5	16,4	1,9	59	10,1	8,8	4,3	3,7	33,0	31	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,52	0	24	0,57	0,31	25,2	271	24,4	51,0	4,8	6,3	0,49	-6	НАКАПЛИВАТЬ
Тюменьтелеком	1,9	12	51	2,15	0,78	243,2	58	23,5	20,1	5,1	4,3	2,2	16	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинфоооо	0,012	-4	36	0,778	0,007	58,3	105	84,4	14,3	4,2	3,0	0,016	33	ДЕРЖАТЬ
Уралтелеком	6,25	-5	51	8,25	4,1	34,5	74	8,0	7,3	2,7	2,1	8,0	28	ПОКУПАТЬ
Хантымансийскокртелеком	1,65	0	27	2,35	1	18,7	34	2,9	2,6	1,5	1,3	2,1	27	ДЕРЖАТЬ
Челябинсксвязьинформ	16,25	0	2	16,75	13,9	5,6	93	36,6	587,5	6,5	5,9	17,1	5	ДЕРЖАТЬ
ЦентрТелеком	0,26	-14	8	0,37	0,137	84,3	143	13,7	6,9	4,2	3,0	0,34	31	ДЕРЖАТЬ
ЮжТелеком	0,08	-14	31	10,69	0,04	70,3	110	10,9	3,5	5,5	2,9	0,13	63	СПЕК. ПОКУПКА
<b>Другие сектора</b>														
Аэрофлот	0,330	-11	-7	0,407	0,250	51,1	367	187,0	28,5	5,4	4,5	0,330	0	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	37,65	13	112	38,9	7	163,9	1 087	7,1	2,5	3,2	2,5	51,0	35	СПЕК. ПОКУПКА
ГАЗ	33	10	14	43	13,85	37,3	171	24,9	4,2	4,3	4,3	17	-48	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	4,75	-5	-11	8,5	3,5	1,1	43	4,6	3,8	2,6	2,5	9,00	89	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	172,5	1	123	186	30	233,5	3 375	н/д	н/д	н/д	н/д	108	-37	ПОКУПАТЬ
Челябинский трубный з-д	0,125	7	67	0,13	0,062	6,2	59	2,6	1,5	1,7	1,1	0,17	36	СПЕК. ПОКУПКА
ЦУМ	0,3	0	3	0,6	0,23	2,6	27	7,8	6,7	2,8	2,8	0,73	143	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 24. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 31 мая

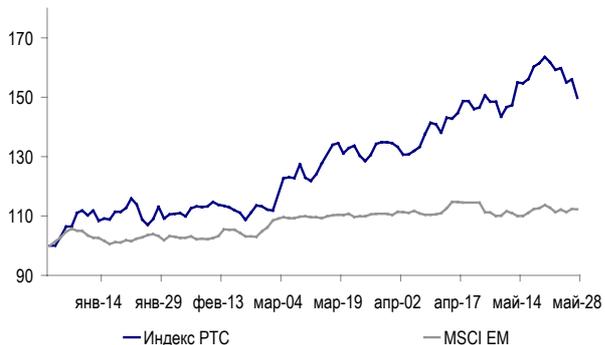
Сотрапу	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	Дисконт к. обыкнов %	Дивиденд на акцию \$	Дивиденд. доходность %	Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.							
		%	%	\$	\$							
<b>Нефть и газ</b>												
Сургутнефтегаз	0,235	12,98	17,50	0,245	0,126	381,9	45	0,0090	3,83	0,33	40	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,540	-6,01	53,85	0,615	0,253	76,1	28	0,0280	5,19	0,78	44	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>												
РАО ЕЭС	0,105	-16,67	-10,26	0,135	0,056	142,5	22	0,0037	4,76	0,23	119	НАКАПЛИВАТЬ
<b>Телекомы</b>												
Ростелеком	0,590	-21,85	22,25	0,850	0,210	24,7	53	0,0267	4,53	0,86	46	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



### Графики

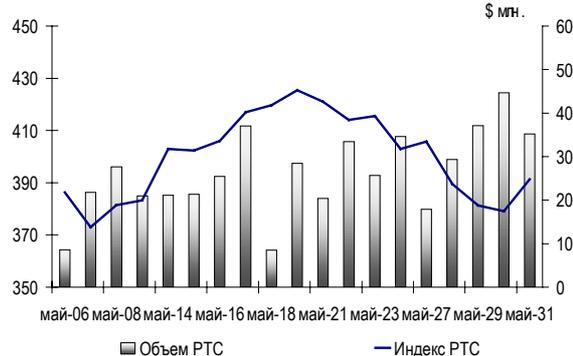
**Илл. 10. РТС и индекс MSCI EM, с начала года**



Источники: РТС, Рейтер

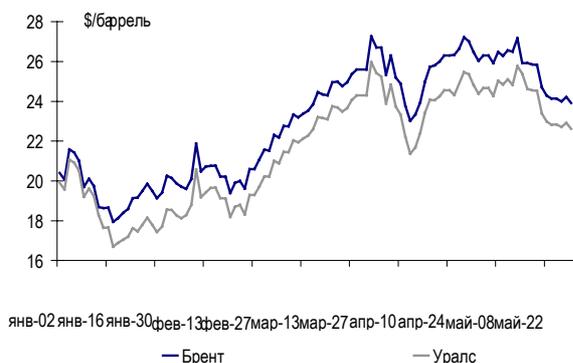
- Индекс РТС практически и не изменился за месяц (+1,3%) на фоне смешанных внутренних и мировых новостей

**Илл. 11. Динамика РТС, с начала месяца**



Источник: РТС

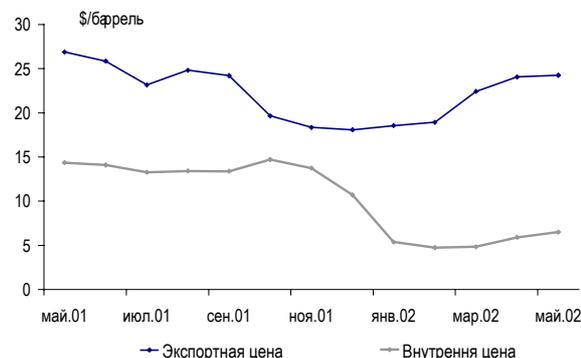
**Илл. 16. Динамика цен на нефть, с начала года**



Источник: Блумберг

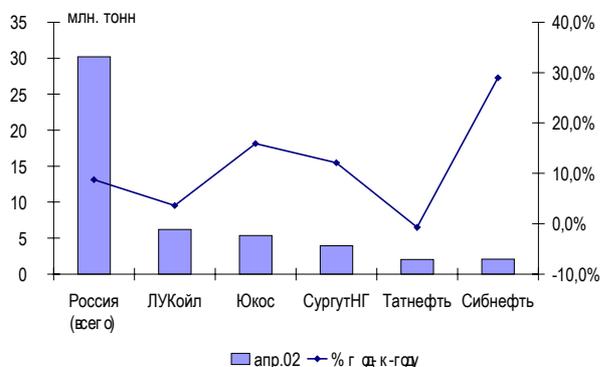
- Неуверенность в отношении спроса на нефть привела к падению цен на «черное золото» на \$2/баррель
- Спред между внутренними и экспортными ценами на нефть по-прежнему остается существенным, однако, мы ожидаем его сокращения в 3Кв.2002 г.

**Илл. 17. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2002**



Источник: Министерство энергетики

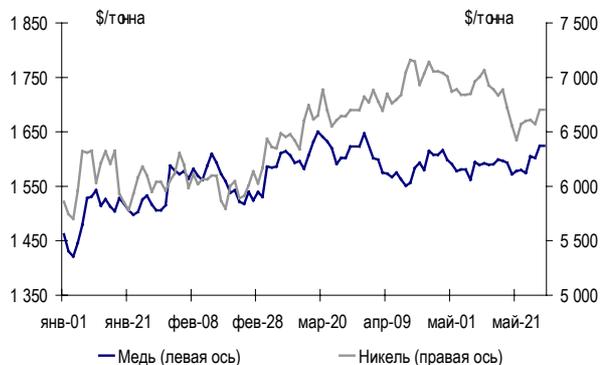
**Илл. 18. Добыча нефти компаниями, апрель 2002 г.**



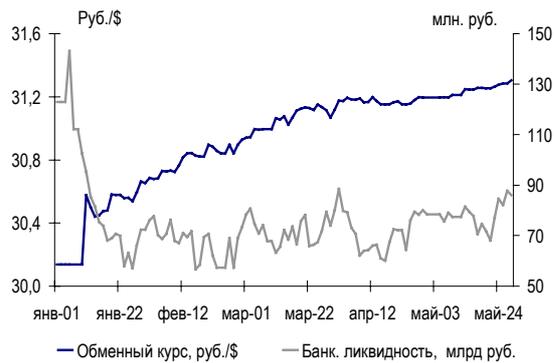
Источник: Министерство энергетики

- Sibneft и Yukos лидировали по объему добычи в апреле, укладываясь в свои бизнес-планы
- После падения в первой половине мая, цены на никель вернулись к уровню \$6,704 за тонну

**Илл. 19. Цены на медь и никель, с начала года**

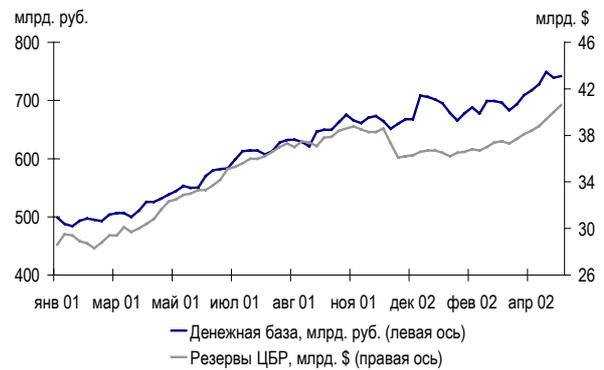


Источник: Блумберг

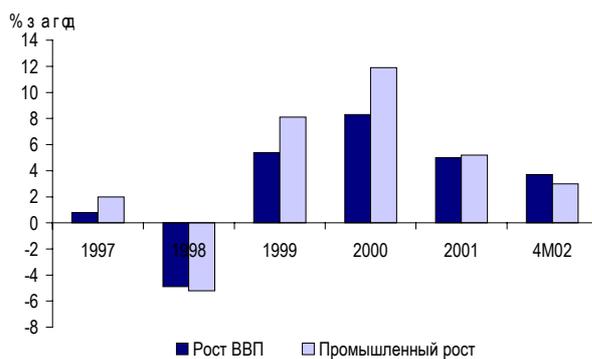
**Илл. 12. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года**


Источник: ЦБР

- Вслед за ростом резервов ЦБР на \$3 млрд. в мае увеличились темпы девальвации рубля
- Мы ожидаем, что ставки на межбанковском рынке продолжат снижаться

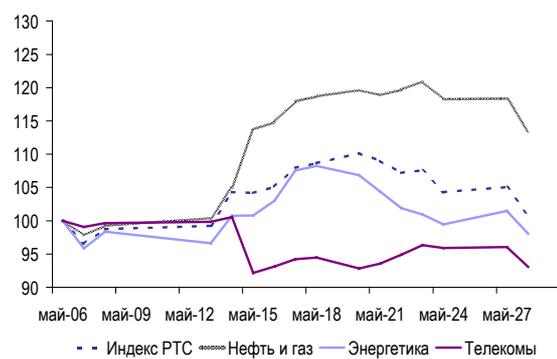
**Илл. 13. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года**


Источник: ЦБР

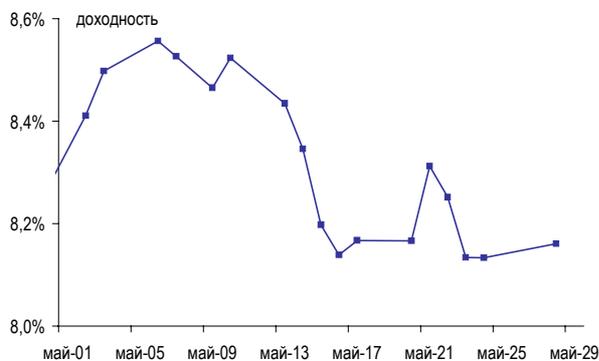
**Илл. 14. Динамика ВВП и промышленного роста, 1997-2002**


Источник: Минфин

- За 4М2002 г. промышленное производство росло медленнее (3%), чем ВВП (3,7%)
- Несмотря на падение цен на нефть, нефтегазовый сектор рос в мае быстрее рынка

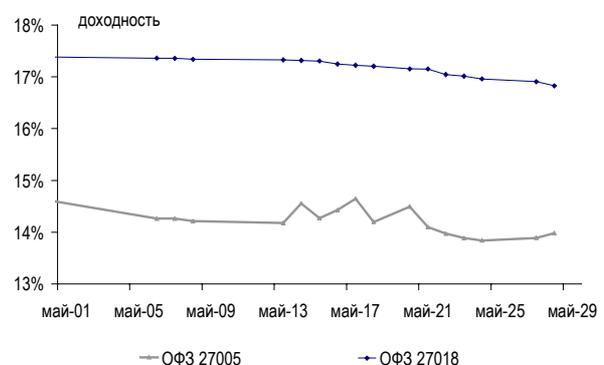
**Илл. 15. Сравнительная динамика основных секторов, с начала года**


Источники: оценки Альфа-Банка

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


Источник: Рейтер

- Рынок ГКО-ОФЗ оставался в мае стабильным
- Доходности валютных облигаций упали на фоне возросшего отечественного спроса в связи с началом торгов на ММВБ

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


Источник: Рейтер



## Календарь событий

Илл. 25. Календарь предстоящих событий

Дата	Компания	Событие
Июнь		
1	Петмол	Годовое собрание акционеров
1	Ростелеком	Годовое собрание акционеров
4	ЧереповецЭС	Годовое собрание акционеров
4	ПензаСИ	Годовое собрание акционеров
5	Артелеком	Годовое собрание акционеров
5	ВоронежСИ	Годовое собрание акционеров
6	Башинформсвяз	Годовое собрание акционеров
6	ЛипецкЭС	Годовое собрание акционеров
6	Свердловэнерго	Годовое собрание акционеров
7	Центральный Телеграф	Годовое собрание акционеров
7	Челябэнерго	Годовое собрание акционеров
7	Кировэнерго	Годовое собрание акционеров
7	Саратовэнерго	Годовое собрание акционеров
7	СибирьТелеком	Годовое собрание акционеров
7	СУАП	Годовое собрание акционеров
10	Удмуртэнерго	Годовое собрание акционеров
11	СамараСИ	Годовое собрание акционеров
14	Омскэнерго	Годовое собрание акционеров
14	Смоленскэнерго	Годовое собрание акционеров
15	МГТС	Годовое собрание акционеров
18	Алтайтелеком	Годовое собрание акционеров
18	ЧитаЭС	Годовое собрание акционеров
18	МордовияСИ	Годовое собрание акционеров
18	РостовЭС	Годовое собрание акционеров
18	Владимирэнерго	Годовое собрание акционеров
19	Амупэнерго	Годовое собрание акционеров
20	Пермэнерго	Годовое собрание акционеров
21	МТС	Годовое собрание акционеров
21	Северсталь	Годовое собрание акционеров
21	ЮжТелеком	Годовое собрание акционеров
21	ЗИЛ	Годовое собрание акционеров
24	ГМК Норильский Никель	Слушание в Московском Арбитражном Суде
25	Северо-Западный Телеком	Годовое собрание акционеров
26	ОрелЭС	Годовое собрание акционеров
26	Уралмаш-Ижора	Годовое собрание акционеров
27	КамАЗ	Годовое собрание акционеров
27	КировЭС	Годовое собрание акционеров
27	ЛУКОЙЛ	Годовое собрание акционеров
27	Юкос	Годовое собрание акционеров
28	АстраханьЭС	Годовое собрание акционеров
28	Газпром	Годовое собрание акционеров
28	КурсЭС	Годовое собрание акционеров
28	НижегородСИ	Годовое собрание акционеров
28	Норильский Никель	Годовое собрание акционеров
28	Сибнефть	Годовое собрание акционеров
28	Татнефть	Годовое собрание акционеров
28	ТНК	Годовое собрание акционеров
28	ЕЭС	Годовое собрание акционеров
28	Выксунский металлургический комбинат	Годовое собрание акционеров
30	ГМК Норильский Никель	Годовое собрание акционеров

Источники: оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова  
(7 095) 795-3677

## Экономика и политика

**С учетом ожидающейся диверсификации капиталовложений правительство повышает прогноз экономического роста на 2003-2005 гг.**

Под нажимом президента Путина правительство пересмотрело прогноз роста ВВП на 2003-2005 гг., который будет принят за основу при разработке бюджета на 2003 г. По мнению правительства, рост ВВП будет по-прежнему обеспечиваться благодаря сырьевым отраслям, поэтому мировые цены на нефть останутся ключевым фактором. Тем не менее, правительство предполагает, что нефтедобывающие компании осуществят диверсификацию своих капиталовложений и финансовых проектов с прицелом на такие отрасли, как розничная торговля, пищевая и перерабатывающая промышленность. Мы считаем такую стратегию разумной, однако правительству следует позаботиться о повышении привлекательности российских инвестиционных проектов, поскольку только в этом случае нефтяные компании откажутся от крупных инвестиций за рубежом.

**В июне важными событиями станут дискуссии по пенсионной и банковской реформе, а также повышение тарифов**

Помимо подготовки бюджета на 2003 г. в июне правительству предстоят острые дискуссии по пенсионной и банковской реформам. На 19 июня назначено обсуждение (во втором чтении) законопроекта об инвестировании средств накопительной пенсии. В начале июня на заседании правительства будет рассмотрена программа страхования банковских депозитов. Наконец, в июне же правительство должно принять решение относительно очередного (второго в этом году) повышения тарифов. Мы полагаем, что тарифы на газ и электроэнергию увеличатся примерно на 10%.

Илл. 26. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П	2003П
<b>За июнь</b>							
Инфляция	1,1	0,1	1,8	2,6	1,6	1,1	
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,8	6,2	24,2	28,1	29,1	31,4	
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	24,5	16,2	12,2	21,0	35,1	42,5	
<b>Годовые</b>							
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. 27. Основные события

Дата	Событие
Май 6	<b>ЦБ РФ разрешил нерезидентам осуществлять перевод ценных бумаг между счетами депо типа "С" напрямую.</b> В настоящее время перечень ценных бумаг, которые разрешено приобретать на средства с «С»-счетов ограничен: ГКО-ОФЗ; региональными и корпоративными облигациями при условии, что рейтинг заемщика не менее, чем на 2 ступени ниже суверенного; корпоративные облигации должны быть также включены в котировальные листы 1 уровня. В настоящее время данным требованиям удовлетворяют облигации Москвы, выпуски АЛРОСА-6, 7, 8, облигации ТНК, Газпрома; акции, включенные в котировальные листы первого уровня.
Май 6	<b>Производство нефти упало на 3% до 7,4 млн. баррелей в день в апреле, в то время как экспорт снизился на 6% до 2,7 млн. баррелей в день относительно аналогичного периода прошлого года.</b> Тем не менее, на внутреннем рынке не было переизбытка, и цены выросли до \$5/баррель с рекордно низких уровней февраля-марта на уровне \$4,75/баррель-4,85/баррель.
Май 6	<b>Рост тарифов в среднем на 30% в 2001 году не смог предотвратить 30 региональных энергетических компаний от убытков.</b> Выручка региональных энергетических компаний, входящих в холдинг РАО ЕЭС, выросла в среднем на 30% в 2001. Разница в темпах роста среди энергетических компаний может быть объяснена в основном тем, что изменения тарифов варьировались по времени и размеру. В среднем, в 2001 тарифы на электричество выросли на 31%, на тепло - на 26% до \$16,6/МВтч и \$5,8/Гкал, соответственно.
Май 7	<b>А. Жуков предлагает сократить налоги на фонд оплаты труда с 35,6% до 30% в 2003 г.</b> Чтобы стимулировать рост ВВП, правительство, по всей видимости, будет использовать как денежную, так и фискальную политику. Что касается первой, ЦБР уже начал более активно покупать иностранную валюту (рост резервов в апреле составил 4%) с тем, чтобы предотвратить более быстрое реальное укрепление рубля. Что касается фискальной политики, правительство уже обсуждало сокращение ставки налога на прибыль с 24% до 22,5%.
Май 8	<b>Инфляция в январе-апреле 2002 г. составила 6,6%;</b> если правительство не пойдет на дополнительное увеличение тарифов, мы понизим прогноз годовой инфляции с 16% до 14%.
Май 13	<b>ЦБР планирует выдавать лицензии на привлечение депозитов только банкам, вступившим в систему гарантирования вкладов.</b> По словам первого зампреда ЦБР Андрея Козлова, в случае принятия законопроекта "О гарантировании вкладов граждан в банках РФ" в 2002 г, присоединение к системе гарантирования вкладов на добровольной основе займет 1,5-2 года. По истечении этого периода участие в системе гарантирования станет обязательным условием получения лицензии на привлечение депозитов.
Май 14	<b>Профицит федерального бюджета РФ в январе-апреле 2002 г. составил 2,1% ВВП, сбор налогов соответствует годовому плану в 17,1% ВВП.</b> Доходы бюджета за первые 4 месяца 2002 г составили 656,7 млрд. руб., в том числе мобилизованные МНС - 459 млрд. руб. (21% ВВП). Объем расходов составил 591,9 млрд. руб., первичный профицит бюджета - 147,7 млрд. руб. (4,8% ВВП).
Май 15	<b>Правительство рассмотрит повышение тарифов на электроэнергию и газ на 10% и 15%, соответственно;</b> в случае одобрения мы оставим наш прогноз по инфляции на уровне 16%. Если дополнительное повышение тарифов будут одобрено, рост тарифов РАО ЕЭС за год может составить до 32%, Газпрома - 38%. В этом случае, пик инфляции придется на вторую половину 2002 года. Несмотря на то, что инфляция за апрель свидетельствует о некотором замедлении темпов роста тарифов ЖКХ, рост потребительских цен на 6,6% за 4 месяца 2002 года сигнализирует о сохраняющемся инфляционном давлении. Таким образом, вероятный дополнительный рост тарифов во второй половине 2002 года подтверждает наш прогноз инфляции в 16% по итогам текущего года.
Май 16	<b>Золотовалютные резервы ЦБ РФ с 3 по 10 мая выросли на \$600 млн. до \$40 млрд.</b> С начала года рост золотовалютных резервов составил 10%, с начала мая - 2%. Ускорение роста золотовалютных резервов во II квартале связано с увеличением экспортных доходов - на \$1,7 млрд. (25%) в мае. Мы ожидаем, что ЦБ продолжит активную покупку валюты в ближайшие месяцы. Нарачиванию резервов будет способствовать рост экспортных доходов в результате (1) сохраняющихся высоких нефтяных цен и (2) возможного отказа РФ от сокращения квот на экспорт нефти до конца II квартала (с 1 июня). По нашим оценкам объем золотовалютных резервов на конец года достигнет \$46-48 млрд.
Май 16	<b>Инфляция в РФ с 1 по 13 мая составила 0,5%,</b> - Госкомстат. В том числе за неделю с 7 по 13 мая потребительские цены выросли на 0,2%. Минэкономразвития намерено представить в правительство предложения о 15%-ном повышении тарифов на газ и 10%-ном - тарифов на электроэнергию во втором полугодии 2002 г. Не исключается возможность повышения тарифов на железнодорожные грузовые перевозки.
Май 16	<b>Правительство поддержит отрасль производства стали с помощью отмены экспортных пошлин и введения антидемпинговых мер.</b> В конце апреля правительственная комиссия по защитным мерам во внешней торговле и таможенной политике решила отменить экспортные пошлины по черным металлам. В данный момент они составляют 5% (3% по некоторым видам). Ожидается, что соответствующее распоряжение будет подписано в скором времени.
Май 18	<b>Иностранные инвестиции в российскую экономику выросли на 40% год-к-году в 1Кв.02 года до \$3,8 млрд.,</b> в то время как прямые иностранные инвестиции снизились на 14% до \$830 млн. в 1Кв.02 г. Хорошей новостью является то, что российские компании получили больший доступ к дешевым иностранным кредитам - объем иностранных заимствований вырос на 68% год-к-году. В то же время, существенный рост заимствований у иностранных финансовых компаний - позитивная новость. Это свидетельствует о том, что российские компании могут компенсировать слабость российского банковского сектора, портфель кредитов которого составляет 15% от ВВП. Это поддерживает наш прогноз ВВП в 3,1% в 2002 году.
Май 21	<b>Правительство РФ определило порядок инвестирования средств финансового резерва.</b> В соответствии с постановлением, средства финансового резерва могут быть инвестированы Минфином в гособлигации РФ в рублях и валюте, а также в госбумаги иностранных государств, имеющих наивысшие кредитные рейтинги. Минфин может самостоятельно определять объемы, цены и сроки приобретения и продажи государственных ценных бумаг. Использование Минфином средств резерва на досрочное погашение госдолга может осуществляться по согласованию с правительством. Минфин может привлекать ЦБ и ВЭБ в качестве агентов по обслуживанию.
Май 22	<b>Глава ЦБР дал понять, что часть золотовалютных резервов будет продана к концу года; мы подтверждаем наш прогноз по резервам на конец года в \$46 млрд.</b> В конце года, по заявлению главы ЦБ Сергея Игнатьева, Банк России может продать часть резервов в конце года для стерилизации излишней денежной массы и предотвращения всплеска инфляции. В результате размер ЗБР на конец года не существенно превысит текущий уровень. Мы оцениваем объем ЗБР, необходимый для стерилизации рублей в конце года на уровне \$1-2 млрд. Сохранение высоких цен на нефть и улучшение показателей торгового баланса позволяет нам сохранить прогноз золотовалютных резервов на конец года на уровне \$46 млрд.
Май 22	<b>Правительство рассматривает возможность слияния Внешторгбанка и Внешэкономбанка.</b> Министерство финансов представило на рассмотрение в правительство проект слияния ВТБ и ВЭБа. В то же время, ЦБ намерено продать 99,9% акций ВТБ, находящихся в его распоряжении, правительству. Появление проекта слияния 2 банков подтверждает точку зрения правительства о целесообразности создания единого банка, выполняющего расчеты по экспортно-импортным операциям, нежели оставлять на рынке 2 конкурентов. Вопрос о приватизации, таким образом, откладывается на период, после слияния банков, до 2003-2004 гг.
Май 24	<b>Минэкономразвития РФ прогнозирует рост ВВП РФ в 1-ом полугодии 2002 г на уровне 3,8%.</b> В 2002 г. рост ВВП РФ запланирован на уровне 3,6%. Рост промышленного производства, по прогнозу МЭРТ, в 1-ом полугодии составит 3,5%, а за весь год - 4%. За январь-апрель ВВП РФ, согласно оценке МЭРТ, вырос на 3,7% по отношению к соответствующему периоду прошлого года. Рост промпроизводства за соответствующий период составил 3% (по данным Госкомстата).

Источник: оценки Альфа-Банка



## Новости компаний и отраслей

**Константин Резников**  
(7 095) 795-3612

**Анна Бутенко**  
(7 095) 795-3745

**Сезон общих собраний и публикации отчетности**

### Нефть и газ

Июнь – ответственный месяц для российских нефтяных компаний: менеджмент держит отчет перед акционерами. Очередные общие собрания пройдут в ЛУКойле и Юкосе 27 июня, в Газпроме, Сибнефти и Татнефти – 28 июня. Накануне проведения этих собраний компании выпускают годовые отчеты по GAAP. Юкос и ЛУКойл опубликуют также отчеты за 1-й кв. по GAAP, по которым можно будет судить о текущих показателях компаний. Наши расчетные показатели за 1-й кв. по Юкосу и ЛУКойлу представлены в Илл. 19 и Илл. 20. Чистая прибыль Юкоса увеличилась ориентировочно на 12%, а у ЛУКойла сократилась на 25%.

### Газпром

#### Илл. 28. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	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	8,1	7,3	8,9	8,3
EV/EBITDA	7,9	6,1	6,7	6,5
Капитализация, млн. \$	27 442,0			
EV, млн. \$	39 342,0			
Добыча, млрд. куб. см	3,2			
Запасы, млрд. куб. м	184,1			
Количество акций, млн.	23 673,5			

Источники: оценки Альфа-банка

#### Илл. 29. 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. 30. Основные события

Дата	События
4 мая	<b>Газпром борется за повышение цен на газ на внутреннем рынке.</b> Алексей Миллер объявил, что компания подготовила предложение, которое будет представлено на рассмотрение Кабинету в мае, а именно: повысить с 1 июля 2002 г. внутренние цены на газ таким образом, чтобы годовое повышение составило 45% вместо 20% (действующего с 15 февраля 2002 г.). Он заявил, что только после такого увеличения тарифов (которое приведет к росту средней цены на газ до \$20-21/куб. м) Газпром мог бы сделать рывок на внутреннем рынке.
20 мая	<b>Совет директоров Газпрома одобрил дивиденды за 2001 год, предложения относительно назначения аудитора разочаровывают.</b> Совет директоров Газпрома обсудил длинный перечень технических вопросов к общему собранию акционеров. Наиболее важные пункты повестки включают: <ol style="list-style-type: none"> <li>1) Дивиденды за 2001 были установлены на уровне 44 копейки/акция (1,42 US цента за акцию). Хотя это на 47% больше уровня прошлого года (30 копеек/акция), это все еще представляет скромный уровень доходности 1,4% для обыкновенных акций и 0,75% для АДР;</li> <li>2) Изменения в уставе и регламенте совета директоров, увеличивающие ответственность менеджмента;</li> <li>3) Совет одобрил Кодекс корпоративного управления, согласно требованиям ФКЦБ.</li> </ol> К сожалению, Совет Директоров вновь рекомендовал назначить аудитором PriceWaterhouseCoopers, несмотря на критику и требования миноритарных акционеров заменить аудитора.
21 мая	<b>Газпром включает операции на внутреннем рынке в отчетность по РСБУ за 1Кв.2002, чистая рентабельность упала с 20,1% до 7,8%.</b> Газпром опубликовал финансовые результаты за 1Кв.2002 по РСБУ, которые на первый взгляд выглядят очень негативно, и не соответствуют рыночным ожиданиям улучшения эффективности и усиления контроля над затратами в результате перестановок менеджмента. Несмотря на рост выручки на 29,2% с 128,2 млрд. руб. до 165,6 млрд. рублей, чистая выручка снизилась на 49,7% с 25,8 млрд. рублей до 13,0 млрд. рублей, что привело к снижению чистой рентабельности с 20,1% в 1Кв.2001 до 7,8% в 1Кв.2002.
27 мая	<b>Борис Юрлов заменит Виталия Савельева на посту финансового директора Газпрома; государственный контроль над газовым гигантом усиливается.</b> Список недавно повышенных/назначенных менеджеров высшего звена Газпрома был продолжен отставкой финансового директора Виталия Савельева, который был первым назначенцем в команду Миллера в сентябре 2001 г. Борис Юрлов, первый заместитель Департамента собственности в Президентской администрации, заменит Савельева.

Источник: оценки Альфа-Банка

## ЛУКОЙЛ

### Илл. 31. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 706,3	11 403,6	10 950,3	11 312,9
ЕВITDA, 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/ЕВITDA	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. 32. 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. 33. Основные события

Дата	Событие
15 мая	<b>В результате соглашения между Россией и Казахстаном о разделении дна Каспийского моря ЛУКОЙЛ потеряет 50% своего Хвалынского месторождения в блоке «Северный».</b> Компания владеет 5 месторождениями в северной части Каспийского моря. Казахстан компенсирует ЛУКОЙЛУ инвестиции в Хвалынское месторождение, однако ЛУКОЙЛ также должен получить компенсацию за потерю прибыли. Обсуждается возможность передачи Казахстаном ЛУКОЙЛУ доли (25% с возможностью увеличения до 50%) в проекте по разведке и разработке другого совместно разрабатываемого месторождения, Курмангазы. Предполагается, что другим участником проекта станет TotalFina Elf.
17 мая	<b>Неконсолидированная выручка ЛУКОЙЛА за 1Кв.02 снизилась на 13%, чистая прибыль выросла на 7%.</b> Компания ЛУКОЙЛ сообщила о снижении выручки в соответствии с неконсолидированной отчетностью по РСБУ на 12,6% в 1Кв02 до \$1,4 млрд. В то же время, компания смогла снизить себестоимость на 17,1%, однако, коммерческие расходы возросли на 21,5% из-за выросших тарифов на экспортную транспортировку и более высоких объемов экспорта. Сравнить данные результаты с прогнозами по консолидированной отчетности по стандартам US GAAP не имеет смысла.
20 мая	<b>Греческое правительство выбрало эксклюзивными покупателями доли в Hellenic Petroleum ЛУКОЙЛ и Latsis Group.</b> В течение примерно двух месяцев партнеры будут обсуждать с правительством и греческой перерабатывающей компанией широкий спектр вопросов, касающихся развития компании в регионе. Мы ожидаем, что окончательное соглашение с греческим правительством по приобретению доли в перерабатывающей компании усилит позиции ЛУКОЙЛА на Балканах.
27 мая	<b>ЛУКОЙЛ опубликовал результаты аудита нефтяных и газовых резервов, проведенного компанией Millier&amp;Lents.</b> На 1 января 2002 г. доказанные резервы достигли 16,6 млрд. б.н.э., увеличившись на 12% относительно уровня прошлого года. Значительная часть этого роста связана с ростом резервов газа на 22,5%, доля которого в общих запасах выросла с 4,2% до 12,8%. Основным источником столь значительного роста стало включение в аудированную базу резервов недавно открытых запасов в акватории Каспия и покупка контрольного пакета в компании Ямалнефтегазодобыча, которая располагает лицензиями на разведку и разработку четырех месторождений на территории Ямало-Ненецкого округа.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сибнефть

### Илл. 34. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 287,9	3 868,1	4 005,6	3 793,3
ЕВITDA, млн. \$	1 621,7	1 898,6	2 088,5	1 886,5
Чистая прибыль, млн. \$	1 028,1	1 109,5	1 251,4	1 097,6
P/E	8,5	7,9	7,0	8,0
EV/ЕВITDA	5,9	5,0	4,6	5,1
Капитализация, млн. \$	8 771,4			
EV, млн. \$	9 545,4			
Добыча, млн. бнэ	150,9			
Запасы, млн. бнэ	4 644,0			
Количество акций, млн.	4 741,3			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 35. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 12%
- Высокий уровень долга (отношение долга к собственному капиталу - 33%)
- НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (88%)

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 36. Основные события**

Дата	Событие
21 мая	Сибнефть разместила 1% акций и намерена увеличить количество акций в свободном обращении до 25% в течение 2-3 лет. Основные акционеры намерены сократить свое участие до 75% в течение следующих 2-3 лет. В этом отношении, Сибнефть продолжает исследовать возможности листинга своих акций на международных биржах. Мы ожидаем, что компания может разместить более крупный блок акций (вплоть до 10%) сразу после размещения Еврооблигаций, ориентировочно назначенного на третий-четвертый кварталы текущего года.
27 мая	Новый трубопровод Сибнефти поможет сохранить \$10 млн. в год благодаря снижению стоимости транспортировки. Сибнефть увеличила восполнимые резервы на 16% до 72 млн. баррелей после дополнительных разведывательных работ. Добыча нефти в Крапивинском месторождении в этом году ожидается на уровне 2,2 тыс. баррелей в день, достигнув пика в 20 тыс. баррелей в день (1 млн. тонн) к 2005 г.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Сургутнефтегаз****Илл. 37. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	5 528,1	5 822,2	5 710,8	6 216,9
EBITDA, млн. \$	2 786,0	2 868,9	2 818,7	3 100,1
Чистая прибыль, млн. \$	2 090,2	1 964,3	1 898,9	2 090,2
P/E	7,3	7,7	8,0	7,3
EV/EBITDA	3,8	3,7	3,8	3,4
Капитализация, млн. \$	10 618,5	*		
EV, млн. \$	10 618,5	*		
Добыча, млн. бнэ	321,4			
Запасы, млн. бнэ	8 983,0			
Количество акций, млн.	43 428,0			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 38. 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. 39. Основные события**

Дата	Событие
14 мая	Сургутнефтегаз увеличил производство сырой нефти на 11% до 15,6 млн. т. за первые четыре месяца 2002 года. Эти цифры выше среднего роста производства сырой нефти в целом по России, который составил 8,8% за тот же период. Производство газа компанией в том же периоде выросло на 15% до 4,32 млрд. куб. м. В тот время как в планах компании - увеличить выход нефти на 10,2% в течение года до 48,5 млн. тонн, компания даже перевыполняет намеченный план.
16 мая	СургутНГ показал снижение EBITDA по РСБУ за 1 кв. 02 на 28% из-за роста издержек и 11% снижения доходов. Чтобы отразить эффект переоценки основных средств компании, мы переоценили наш прогноз чистой прибыли на 2002 год - \$1,58 млрд. Так как это в большей степени бухгалтерская величина, чем ренальное изменение, это не отразится значительно на свободном денежном потоке компании, в то время как снижение налогов, наоборот, увеличивает денежный поток. В результате, наша расчетная цена акций Сургутнефтегаза на основе модели дисконтированных денежных потоков существенно не меняется. Хотя результаты Сургутнефтегаза за 1 кв.02 показывают снижение прибыльности, мы не меняем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ, так как компания торгуется с дисконтом к Юкоосу и Сибнефти.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Татнефть****Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 495,1	3 491,4	3 115,9	3 322,4
EBITDA, млн. \$	1 351,6	1 061,8	1 030,4	1 140,9
Чистая прибыль, млн. \$	673,5	545,4	504,3	605,5
P/E	2,4	3,0	3,2	2,7
EV/EBITDA	1,6	2,0	2,1	1,9
Капитализация, млн. \$	1 708,2			
EV, млн. \$	2 117,0			
Добыча, млн. бнэ	179,6			
Запасы, млн. бнэ	5 944,0			
Количество акций, млн.	2 326,2			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 41. 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. 42. Основные события**

Дата	Событие
3 мая	Татнефть в очередной раз откладывает выпуск еврооблигаций, предпочитая подождать до следующего года, когда стоимость заимствований может еще снизиться. Компания первоначально планировала выпустить еврооблигации на 200 млн. в январе текущего года, однако, позже откладывало выпуск несколько раз.
13 мая	Татнефть планирует направить 1,7% чистой прибыли 2001 года на дивиденды, что ниже уровня конкурентов. Дивидендные выплаты составят 365 млн. руб. (\$11,69 млн.), то есть 1,7% от уровня ожидаемой чистой прибыли. Это достаточно низкий показатель по сравнению с соответствующими показателями ЛУКОЙла и Юкоса в размере 17,7% и 17,1%, и даже ниже уровня Сургутнефтегаза, компании, которая известна низкими дивидендными выплатами (дивидендные выплаты составили 3,6% от чистой прибыли в 2001 году). Выплаты дивидендов по обыкновенным акциям также ниже ожидаемого нами уровня в \$0,016 на акцию. Доходность при текущих котировках составляет 0,4% для обыкновенных акций и 5,7% для привилегированных.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Юкос****Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	9 516,5	9 604,9	9 289,4	9 555,1
ЕБИТДА, млн. \$	4 901,7	4 826,5	4 641,5	4 812,6
Чистая прибыль, млн. \$	3 188,3	3 218,2	3 087,1	3 226,3
P/E	7,2	7,2	7,5	7,1
EV/ЕБИТДА	4,5	4,5	4,7	4,5
Капитализация, млн. \$	21 889,0	*		
EV, млн. \$	21 889,0	*		
Добыча, млн. бнэ	423,9			
Запасы, млн. бнэ	12 216,0			
Количество акций, млн.	2 237,0			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 44. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Сильные финансовые показатели</li> <li>Диверсифицированные активы на всей территории РФ</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Низкая доля акций, обращающихся на рынке (17%)</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Увеличение числа акций на рынке до 30-35% в течение 5-7 лет</li> <li>Строительство трубопровода в Китай к 2005 г.</li> <li>Модернизация сети АЗС и НПЗ к 2005</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Компания находится под полным контролем ее руководства</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 45. Основные события**

Дата	Событие
23 мая	Юкос приобрел 37% долю в ВНК по \$7,2/бар. (\$225.4 млн.), последует консолидация миноритарных пакетов. Ожидается, что Юкос продолжит консолидацию доли в ВНК до 100%. Однако, мы не видим возможности для обмена миноритарного пакета акций ВНК на акции Юкоса и считаем, что Юкос вряд ли заплатит за оставшиеся 8,5% более высокую цену, чем стартовая правительственная оценка в проведенном аукционе. Это будет означать цену не выше \$0,08 за акцию, что соответствует текущей рыночной оценке стоимости компании. Таким образом, мы не видим существенного потенциала роста акций ВНК.

Источник: оценки Альфа-банка

**Ольга Филиппова**  
(7 095) 795-3735

**Энергетика**

**РАО ЕЭС сохранит контроль в Совете директоров, поскольку большинство кандидатов, предложенных государством, лояльны менеджменту компании**

28 июня 2002 г. на очередном общем собрании акционеров РАО ЕЭС будет избран новый состав совета директоров и утверждены финансовый отчет по РСБУ и размер дивидендов за 2001 г.

Список кандидатур, предложенных государством, сильно изменился по сравнению с прошлым годом, причем в нем стало больше людей лояльных руководству РАО ЕЭС (см. Илл. 46). Судя по списку кандидатур, те члены нынешнего совета директоров, которые входят в него на правах губернаторов, уступят свои места «сенаторам» (членам нового Совета Федерации). К числу последних относится и бывший заместитель председателя правления РАО ЕЭС (и один из инициаторов реструктуризации компании) Валентин Завадников. Как правило, представители государства получают 10 мест в совете директоров (включая Анатолия Чубайса).

Оставшиеся 5 мест будут распределены между менеджментом (который может голосовать неспонсируемыми АДР), миноритарными акционерами компании и Национальным резервным банком (НРБ). Если минори-



тарные акционеры получают 2 места, то исход голосования, как нам представляется, будет позитивным.

#### Илл. 46. Список кандидатов в совет директоров ПАО ЕЭС

Имя, фамилия	Должность	Член нынешнего совета директоров
<b>Кандидаты, предложенные правительством РФ</b>		
Александр Волошин	Глава администрации президента РФ (действующий председатель совета директоров ПАО ЕЭС)	Да
Алексей Кудрин	Заместитель председателя правительства РФ, министр финансов	Да
Герман Греф	Министр экономического развития и торговли	Да
Илья Южанов	Министр антимонопольной политики	Да
Владимир Малин	Председатель Российского федерального фонда имущества	
Анатолий Чубайс	Председатель правления ПАО ЕЭС	Да
Андрей Кигим	Заместитель министра природных ресурсов	
Сергей Косарев	Заместитель министра имущественных отношений	
Юрий Сахаров	Заместитель главы Федеральной энергетической комиссии	
Анатолий Яновский	Заместитель министра энергетики	
Борис Варнавский	Глава департамента, министерство энергетики	
Александр Евстафьев	Член Совета Федерации; Ямало-Ненецкий автономный округ	
Валентин Завадников	Член Совета Федерации; Саратовская областная Дума (бывший заместитель председателя правления ПАО ЕЭС)	Да
Александр Казаков	Член Совета Федерации; Ростовское областное Законодательное собрание	
<b>Кандидаты от Ассоциации по защите прав инвесторов</b>		
Дэвид Херн	Brunswick Capital Management	Да
Александр Бранис	Prosperity Capital Management	
Вадим Клейнер	Глава аналитического отдела компании Hermitage Capital Management	
<b>Кандидаты, предложенные Национальным резервным банком</b>		
Александр Лебедев	Президент Национального резервного банка	Да
Рольф Бирхофф	Президент объединения Union of the Electricity Industry	
<b>Кандидаты, предложенные руководством ПАО ЕЭС (неподтвержденные данные)</b>		
Леонид Меламед	Первый заместитель председателя правления ПАО ЕЭС	Да

Источник: отчеты компании

#### **Михаил Касьянов должен подписать постановление по структуре ОГК**

Поскольку проект постановления о составе оптовых генерирующих компаний уже утвержден правительственной комиссией по реформированию энергетики во главе с Виктором Христенко, Михаил Касьянов в июне скорее всего, завизирует этот документ. От предыдущих вариантов, предлагавшихся руководством ПАО ЕЭС, проект существенно не отличается: изменилось лишь количество ГЭС в составе гидрогенерирующих компаний (см. Илл. 47), что, однако, может снизить общую долю миноритарных акционеров в восьмой ОГК с 18% до 11%.

Если в ближайшее время Касьянов подпишет проект постановления, то ряд генерирующих компаний (включающих 100%-ные «дочки» ПАО ЕЭС) может быть создан уже в этом году.



Илл. 47. Доли миноритарных акционеров в электростанциях и генерирующих компаниях

Генерирующая компания (ГК)	Название электростанции	Мощность	Амортизация	Доля электростанций в ГК (по объему мощностей)	Доля миноритарных акционеров	Доля миноритарных акционеров в ГК (по установленной мощности)	Доля миноритарных акционеров в ГК (на базе «установленная мощность минус амортизация»)
ГК 1	Пермская ГРЭС	2,400	0	27	-	-	-
	Каширская ГРЭС 4	1,885	5	21	49.1	10.2	12.3
	Верхне-Тагильская ГРЭС	1,502	598	17	-	-	-
	Уренгойская ГРЭС	24	0	0	-	-	-
	Ириклинская ГРЭС	2,400	900	27	-	-	-
	Ириклинская ГЭС	30	30	0	-	-	-
	Нижевартовская ГРЭС	800	0	9	-	-	-
<b>Всего</b>		<b>9,041</b>	<b>1,533</b>	<b>100</b>		<b>10</b>	<b>12</b>
ГК 2	Серовская ГРЭС	526	476	6	51	3.1	0.5
	Псковская ГРЭС	430	0	5	50	2.5	4.3
	Ставропольская ГРЭС	2,400	1,200	28	49	13.5	11.9
	Троицкая ГРЭС	2,059	1,225	24	-	-	-
	Сургутская ГРЭС 1	3,280	840	38	-	-	-
<b>Всего</b>		<b>8,695</b>	<b>3,741</b>	<b>100</b>		<b>19</b>	<b>17</b>
ГК 3	Костромская ГРЭС	3,600	1,800	42	49	20.4	13.2
	Черепетская ГРЭС	1,425	140	16	44.2	7.3	8.5
	Печорская ГРЭС	1,060	0	12	49	6.0	7.8
	Южно-Уральская ГРЭС	882	50	10	51	5.2	6.4
	Каранорская ГРЭС	430	0	5	-	-	-
	Гусиноозерская ГРЭС	1,260	0	15	-	-	-
<b>Всего</b>		<b>8,657</b>	<b>1,990</b>	<b>100</b>		<b>39</b>	<b>36</b>
ГК 4	Шатурская ГРЭС 5	1,100	0	13	49.1	6.3	14.5
	Смоленская ГРЭС	630	0	7	51.3	3.8	8.7
	Яйвинская ГРЭС	600	0	7	51	3.6	8.2
	Сургутская ГРЭС 2	4,800	4,800	56	-	-	-
	Березовская ГРЭС	1,400	0	16	-	-	-
<b>Всего</b>		<b>8,530</b>	<b>4,800</b>	<b>100</b>		<b>14</b>	<b>31</b>
ГК 5	Невинномысская ГРЭС	1,340	75	15	-	-	-
	Рефтинская ГРЭС	3,800	1,400	44	-	-	-
	Средне-Уральская ГРЭС	1,149	582	13	-	-	-
	Конаковская ГРЭС	2,400	600	28	49	13.5	11.7
<b>Всего</b>		<b>8,689</b>	<b>2,657</b>	<b>100</b>		<b>13.5</b>	<b>11.7</b>
ГК 6	Рязанская ГРЭС	2,640	1,600	29	-	-	-
	Череповецкая ГРЭС	630	0	7	51	3.5	5.1
	Новочеркасская ГРЭС 1	2,245	1,134	24	-	-	-
	Киришская ГРЭС	2,097	10,485	23	-	-	-
	Красноярская ГРЭС-2	1,250	50	14	-	-	-
	РязМГДЭС	310	0	3	49.1	1.7	2.4
<b>Всего</b>		<b>9,172</b>	<b>2,889</b>	<b>100</b>		<b>5</b>	<b>8</b>
ГК 7	Волжская ГЭС (Волгоград)	2,541	Н/Д	25	14	3.5	Н/Д
	Волжская ГЭС (Самара)	2,300	Н/Д	23	13	3.0	Н/Д
	Верхневолжский Каскад	448	Н/Д	4	-	-	Н/Д
	Нижегородская ГЭС	520	Н/Д	5	-	-	Н/Д
	Чебоксарская ГЭС	1,370	Н/Д	14	-	-	Н/Д
	Саратовская ГЭС	1,360	Н/Д	14	-	-	Н/Д
	Камская ГЭС	480	Н/Д	5	-	-	Н/Д
	Воткинская ГЭС	1,020	Н/Д	10	26	2.6	Н/Д
<b>Всего</b>		<b>10,039</b>		<b>100</b>		<b>9</b>	
ГК 8	Саяно-Шушенская ГЭС	6,721	Н/Д	50	17	8.5	Н/Д
	Зейская ГЭС	1,330	Н/Д	10	28	2.8	Н/Д
	Новосибирская ГЭС	455	Н/Д	3	-	-	Н/Д
	Бурейская ГЭС*	2,000	0	15	-	-	Н/Д
	Богучанская ГЭС*	3,000	0	22	-	-	Н/Д
<b>Всего</b>		<b>8,506</b>		<b>100</b>		<b>11</b>	
ГК 9	26 ГЭС Северного Кавказа	Н/Д		Н/Д	-	Н/Д	Н/Д
ГК 10	Загорская ГАЭС	1,200		100	49	49.1	

Примечания: \* - электростанции, которые предполагается дополнительно включить в состав генерирующих компаний; амортизация согласно оценкам РАО ЕЭС; Н/Д – нет данных  
Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

## РАО ЕЭС

### Илл. 48. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2002П
Выручка, млн. \$	13 168,8	13 331,1	14 248,3	15 501,6
ЕБИТДА, млн. \$	2 290,0	2 366,2	3 244,3	3 606,0
Чистая прибыль, млн. \$	329,1	502,0	1 043,9	1 243,9
P/E	16,8	11,0	5,3	4,5
EV/ЕБИТДА	3,1	3,0	2,2	1,9
Капитализация, млн. \$	5 658			
EV, млн. \$	6 993			
Производство, ТВтч	622			
Мощность, ГВт	156			
Количество акций, млн.	42 117			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 49. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Высокая степень зависимости от перекрестного субсидирования различных секторов российской экономики

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Связанные с реструктуризацией риски вывода активов и разводнения

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 50. Основные события

Дата	Событие
6 мая	Правление РАО ЕЭС предлагает направить на дивидендные выплаты \$42 млн., что по текущим ценам означает дивидендный доход в 0,6% по обыкновенным акциям и 3% по привилегированным. Эти цифры ниже соответствующих доходностей по акциям Мосэнерго (1,4% для обик.) и Ленэнерго (2,9% для обик., 9,0% для прив.). Более того, доля дивидендов в чистой прибыли снизилась с 15% в 2000 году до 10% в 2001 году. Мы подтверждаем рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ.
14 мая	Совет директоров РАО ЕЭС одобрил план реструктуризации четырех АО-энерго, предусматривающий их консолидацию. Также совет директоров одобрил дивиденды в размере 2,6 копеек (0,084 центов) на обыкновенную акцию и 11,85 копеек (0,382 центов) на привилегированную, что при текущих ценах соответствует дивидендной доходности в 0,6% и 3,1%, соответственно. Дата закрытия реестра – 15 мая.
17 мая	ЕБИТДА РАО ЕЭС по РСБУ за 1кв02 выросла на 53%, подтверждая положительную тенденцию в операционных результатах. Большая часть 234% роста чистой прибыли год-к-году – результат \$509 млн. прибыли, полученной от сделки с Falcon, которую компания отразила в своем балансе за 1кв02. Более того, сокращение налоговой ставки с 30% в 2001г. до 24% в 2002 г. тоже положительно отразилось на динамике чистой прибыли. В целом, финансовые результаты компании за 1кв02 соответствуют нашим ожиданиям, и мы сохраняем нашу рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ.
18 мая	Комитет по реформированию РАО ЕЭС поддержал проекты реструктуризации трех региональных энергокомпаний, теперь нужно их утверждение советом директоров РАО. 18 мая комитет по реформированию РАО ЕЭС рассмотрел проекты реструктуризации Курскэнерго, Ивэнерго, Псковэнерго и Оренбургэнерго. Первые три проекта, которые укладываются в рамки «типового проекта», были поддержаны комитетом и теперь ожидают утверждения советом директоров РАО ЕЭС. В отношении Оренбургэнерго, план реструктуризации отличается от «типового» и предполагает привлечение стратегического инвестора для модернизации одной из электростанций.
21 мая	РАО ЕЭС объявило о росте дебиторской задолженности на 9 млрд. руб. (\$290 млн.) до 97,4 млрд. руб. (\$3 млрд.) в 1кв.02 года, в то время как на конец прошлого года у компании не было непогашенной текущей задолженности потребителей. Большая часть задолженности – со стороны бюджетных организаций. Так организации, финансируемые из федерального бюджета оплатили 61% потребленной электроэнергии и тепла, организации, финансируемые из региональных бюджетов, – 86%.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Мосэнерго

### Илл. 51. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 498,3	1 630,6	1 694,4	1 724,9
ЕБИТДА, млн. \$	407,4	460,1	517,3	562,6
Чистая прибыль, млн. \$	69,3	98,0	107,8	124,5
P/E	14,6	10,3	9,4	8,1
EV/ЕБИТДА	3,5	3,1	2,8	2,6
Капитализация, млн. \$	1 009,2			
EV, млн. \$	1 443,3			
Производство, ТВтч	68,9			
Мощность, ГВт	14,9			
Количество акций, млн.	28 267,7			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 52. 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. 53. Основные события**

Дата	Событие
16 мая	<b>Мосэнерго выпустило отчетность за 1кв02 в соответствии с РСБУ.</b> Продажи эл/энергии выросли на скромный 1% по сравнению с прошлым годом, достигнув \$265 млн., по причине 1% роста среднего тарифа на эл/энергию (до \$17,4/МВтч) при неизменном физическом объеме продаж (15,3 ТВтч). Из-за более теплой зимы, поставки тепла уменьшились на 8% по сравнению с 1кв01., в той же мере изменилась выручка от продаж тепла (\$173 млн. против \$187 млн. в 1кв02). В результате, общая сумма выручки снизилась на 3% до \$441 млн. с \$455 в 1кв01. Операционная прибыль упала на 54% до \$70 млн., в то время, как EBITDA, по нашим оценкам, снизилась только на 2%. Таким образом, норма EBITDA в 1Кв.02 г. практически не изменилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, составив порядка 51%.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Ленэнерго

**Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	538,7	628,1	524,4	592,9
EBITDA, млн. \$	87,7	107,6	141,1	172,1
Чистая прибыль, млн. \$	36,7	58,8	88,8	113,3
P/E	7,5	4,7	3,1	2,4
EV/EBITDA	3,3	2,7	2,1	1,7
Капитализация, млн. \$	305,3			
EV, млн. \$	291,6			
Производство, ТВтч	7,9			
Мощность, ГВт	5,3			
Количество акций, млн.	897,3			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 55. 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

**Илл. 56. Основные события**

Дата	Событие
23 мая	<b>Основные акционеры, включая РАО ЕЭС (49%), E.ON (9%), Fortum (4,5%) и портфельных инвесторов, представили 17 кандидатур на 11 мест в Совете Директоров.</b> Общее собрание акционеров Ленэнерго одобрило размер дивидендов: 33,24 коп. (\$0,0106) на обыкновенную акцию и 76,53 коп. (\$0,0245) на привилегированную, т. е. коэффициент выплаты дивидендов составил 35% от чистой прибыли, а дивидендные доходности – 2,7% и 10,9%, соответственно.
27 мая	<b>Связьинвест получит \$128 млн. от Сбербанка на модернизацию операторов связи.</b> Связьинвест получит \$128 млн. в виде 5-летнего рублевого займа от Сбербанка для модернизации региональных операторов. Процент по кредиту неизвестен и зависит от оборотов операторов и суммы платежей. В результате централизованного тендера поставщиков оборудования, холдинг получил 15% скидку, и с помощью кредита Сбербанка поставки вырастут на 20-25%.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Иркутскэнерго

**Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	333,9	350,6	355,5	418,0
EBITDA, млн. \$	66,9	69,8	86,8	124,6
Чистая прибыль, млн. \$	-30,7	-26,4	-6,1	19,5
P/E	-10,9	-12,7	-55,1	17,2
EV/EBITDA	5,7	5,5	4,4	3,1
Капитализация, млн. \$	336,1			
EV, млн. \$	384,0			
Производство, ТВтч	53,8			
Мощность, ГВт	12,9			
Количество акций, млн.	4 766,8			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 58. 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

**1 июня состоится общее собрание акционеров Ростелекома**

**Финансовая отчетность Ростелекома показывает хорошие результаты деятельности в 1Кв02**

## Телекомы

Очередное общее собрание акционеров Ростелекома состоится 1 июня. Компания предложила выплатить дивиденды в размере 0,92 рубля на привилегированную и 0,21 рубля на обыкновенную акцию, что составляет 10% и 7% чистой прибыли, соответственно.

В состав совета директоров выдвинуто 13 кандидатур, в т.ч. 8 от Связьинвеста, 1 - от Ростелекома, 2 - от других компаний связи и 2 - от миноритариев.

На собрании вряд ли может произойти что-то экстраординарное, и поэтому резких изменений в цене акций не предвидится.

Опубликованный недавно отчет за 1-й кв. 2002 г. по РСБУ в целом неплохой. Выручка и прибыль увеличились по сравнению с аналогичным периодом прошлого года соответственно на 6% и 124% (в долларовом выражении), что является результатом резкого роста трафика и повышения тарифов на междугороднюю связь для населения в г. Москве (с 1 июля 2001 г.). Произошло существенное сокращение издержек: операционные затраты снизились по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 15%.

## Операторы альтернативной связи Голден Телеком

### Илл. 59. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	140,0	308,6	351,1	399,0
ЕБИТДА, млн. \$	23,9	98,7	122,9	151,6
Чистая прибыль, млн. \$	(39,0)	41,9	50,7	51,1
P/E	(9,9)	9,2	7,6	7,5
EV/ЕБИТДА	15,1	3,7	2,9	2,4
Капитализация, млн. \$	385,3			
EV, млн. \$	361,1			
Кол-во акций, млн.	24,1			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 60. 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. 61. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	893,2	1 231,8	1 516,3	1 862,8
ЕБИТДА, млн. \$	424,1	556,0	700,2	856,0
Чистая прибыль, млн. \$	207,4	166,3	200,4	240,4
P/E	15,4	19,2	16,0	13,3
EV/ЕБИТДА	7,8	5,9	4,7	3,9
Капитализация, млн. \$	3 199,3			
EV, млн. \$	3 299,1			
Число абонентов, '000	3 127,1			
Кол-во акций, млн.	99,7			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 62. 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 2H2002-1H2003

Источники: оценки Альфа-банка

## ВымпелКом

### Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2002П
Выручка, млн. \$	422,6	775,8	932,4	1 086,4
ЕБИТДА, млн. \$	148,5	218,6	293,4	364,3
Чистая прибыль, млн. \$	47,3	73,1	88,0	75,5
P/E	32,6	21,1	17,5	20,5
EV/ЕБИТДА	11,5	7,8	5,8	4,7
Капитализация, млн. \$	1 543,4			
EV, млн. \$	1 710,0			
Число абонентов, '000	1 902,1			
Кол-во акций, млн.	53,8			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 64. 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

## Операторы традиционной связи

### МГТС

### Илл. 65. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2002П
Выручка, млн. \$	272,7	296,0	319,5	337,5
ЕБИТДА, млн. \$	120,6	135,5	149,4	155,0
Чистая прибыль, млн. \$	12,6	39,3	45,9	60,1
P/E	54,0	17,3	12,3	9,4
EV/ЕБИТДА	6,1	5,4	4,9	4,7
Капитализация, млн. \$	614,7			
EV, млн. \$	732,6			
Используется линий, '000	179,9			
Кол-во акций, млн.	95,8			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 66. 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. 67. Основные события

Дата	Событие
7 мая	<b>МГТС сообщила о прибыли в размере \$8,5 млн. в 1Кв.2002 по сравнению с убытком в \$2 млн. в 1Кв.2001 г.</b> Увеличение выручки на 28% соответствует среднему по сектору, и в основном связано с увеличением локальных тарифов до 80 руб. (\$2,6) с 60 руб. (\$2,0) в начале 2001 года, а также удвоившемуся тарифу за установку до 6,000 (\$194). Хотя полная отчетность еще не была представлена, мы полагаем, что прибыль в 1Кв.2002 была получена благодаря снижению операционных затрат и более низким процентными платежами.
13 мая	<b>МТС приобретает БМ-Телеком за \$41 млн., исходя из более высокой оценки, чем при недавнем приобретении Кубань GSM.</b> Тем не менее, мы считаем, что МТС выиграет от приобретения БМ-Телекома, так как оно позволит выйти на стратегически важный рынок Башкортостана, на котором ещё не присутствуют основные конкуренты МТС – ВымпелКом и Мегафон. Далее, исключительно высокие нормы прибыли БМ-Телекома (в 2001г. норма ЕБИТДА 69% и норма чистой прибыли 54%) позволят снизить давление на нормы прибыли самой МТС, связанные со строительством новой инфраструктуры в регионах.
21 мая	<b>МГТС планирует привлечь \$150 млн. посредством выпуска ГДР в 2003 г.</b> Мы видим два основных неопределенных момента, касающихся плана МГТС. Во-первых, дополнительный выпуск приведет к размыванию 28% доли Связынвеста до неблокирующего пакета. Во-вторых, время окончания слияния принадлежащих Системе операторов альтернативной связи пока еще неизвестно и неясно, будут ли объединившиеся операторы альтернативной связи консолидированы в МГТС.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Ростелеком

### Илл. 68. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	872,4	887,4	911,4	972,6
EBITDA, млн. \$	319,0	386,3	422,0	360,8
Чистая прибыль, млн. \$	150,8	187,2	123,5	88,3
P/E	8,1	6,5	9,9	13,9
EV/EBITDA	3,4	2,8	2,5	3,0
Капитализация, млн. \$	1 061,5			
EV, млн. \$	1 070,9			
Кол-во акций, млн.	971,6			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 69. 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

### Илл. 70. Основные события

Дата	Событие
3 мая	<b>S&amp;P повысило долгосрочный кредитный рейтинг Ростелекома до В- на фоне улучшения долговой ситуации в компании.</b> Новый рейтинг отражает такие позитивные факторы, как доминирующая позиция компании на российском рынке услуг дальней связи, стабильный спрос на телекоммуникационные услуги, успешная реструктуризация долга и улучшение финансового состояния.
14 мая	<b>Ростелеком выпустил финансовую отчетность по МСБУ за 2001 г.</b> Выручка и EBITDA соответствовали нашим ожиданиям (\$837 млн. и \$319 млн. соответственно, по сравнению с нашими прогнозами \$839 млн. и \$325 млн.). Чистая прибыль в размере \$150 млн. оказалась неожиданно высокой из-за крупного (\$116 млн.) неденежного «дохода по отложенным налогам». Хотя акция относительно недорогая на основе финансовых коэффициентов на 2002г. (4,3x EV/EBITDA, 1,7x EV/Выручка и 9,9x P/E), мы сохраняем по обыкновенным акциям рекомендацию ДЕРЖАТЬ и расчетную цену \$1,45.
28 мая	<b>Ростелеком опубликовал результаты финансовой отчетности за 1кв02.</b> Результаты Ростелекома за 1кв02 достаточно позитивны. Кроме роста выручки и чистой прибыли, более всего стоит отметить снижение затрат (15% в \$США). Чистая прибыль также выросла благодаря значительно более низкой эффективной ставке налогов (26% по сравнению с 47% в 1Q'01). Междугородный внутренний и международный трафики выросли, соответственно, на 13% и 15% за год, В рублевом выражении, выручка с междугородних услуг связи увеличилась на 36% за год, при том, что выручка с международных услуг связи возросла только на 4% за тот же период.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Максим Матвеев, CFA**  
(7 095) 795-3736

**Государство оказывает поддержку ведущим металлургическим предприятиям**

**В конце июня состоятся очередные общие собрания акционеров Северстали и Норильского Никеля**

## Металлургия

Правительство решило предпринять ряд мер, направленных на поддержку крупных российских предприятий металлургической промышленности, в т.ч. Северстали и Норильского Никеля. В этих целях разработана программа развития российской металлургии на период до 2010 г. Правительство согласилось отменить экспортные пошлины на продукцию черной металлургии и ускорить принятие мер, направленных на противодействие демпингу со стороны предприятий Казахстана и Украины. Норимет (дочернее предприятие Норильского Никеля) заключил с Алмазювелирэкспортом (российская государственная компания по экспорту драгметаллов) соглашение, которое расширяет возможности Норильского Никеля в области экспорта платиноидов.

Очередное общее собрание акционеров Северстали запланировано на 21 июня. Акционеры должны высказать свое отношение к выплате дивидендов согласно плана разделения различных видов деятельности. Этот план предусматривает выплату дивидендов акциями компаний Северсталь-Авто и Северсталь-Ресурс. Поскольку менеджмент контролирует около 80% акций компании, мы предполагаем, что решение будет положительным.

Очередное общее собрание акционеров Норильского Никеля запланировано на 30 июня. В устав компании предполагается внести ряд изменений, обеспечивающих соблюдение норм корпоративного управления и положений Кодекса корпоративного поведения, разработанного



Федеральной комиссией по ценным бумагам (ФКЦБ). 24 июня Московский арбитражный суд рассмотрит иск ФКЦБ. Комиссия в очередной раз оспаривает законность программы реструктуризации Норильского Никеля, включая приобретение компании Норимет, выполняющей роль ведущей сбытовой структуры. Комиссии вряд ли удастся заставить Норильский Никель пересмотреть программу реструктуризации, и поэтому мы считаем, что уровень риска, связанного с вложениями в акции ГМК «Норильский Никель» не меняется.

### Норильский Никель

#### Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 017,8	3 653,2	4 031,2	4 315,2
EBITDA, млн. \$	1 519,6	1 143,7	1 528,3	1 720,3
Чистая прибыль, млн. \$	691,4	491,7	890,0	1 111,3
P/E	7,2	10,1	5,6	4,5
EV/EBITDA	3,3	4,3	3,2	2,9
Капитализация, млн. \$	4 962,6			
EV, млн. \$	4 962,6			
Кол-во акций, млн.	213,9			

Источники: оценки Альфа-банка

#### Илл. 72. Краткий обзор компании

##### Сильные стороны

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

##### Слабые стороны

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

##### Возможности

- Реализация обновленной программы модернизации
- Создание СП с российскими и зарубежными партнерами

##### Угрозы

- Задержки в реализации программы реструктуризации
- Рост экспортных пошлин, снижение квот на экспорт МПГ

Источники: оценки Альфа-банка

#### Илл. 73. Основные события

Дата	Событие
28 мая	ГМК Норильский Никель показал <b>44% снижение выручки в 1Кв02</b> . По неконсолидированной отчетности Норильского Никеля (НН) по РСБУ за 1Кв02, выручка компании снизилась на 44% до \$620 млн. с \$1,1 млрд. в 1Кв01. Снижение величины продаж может быть объяснено снижением цен на цветные металлы и металлы платиновой группы (МПГ) (на Лондонской бирже металлов средние цены снизились год-к-году на никель – на 5%, на медь – на 12%, на палладий – 58%). Другой причиной может быть более низкие объемы экспорта металлов платиновой группы, так как НН ограничивает продажи МПГ на рынке спот для стабилизации рынка. Однако, надо принимать во внимание, что опубликованная отчетность – неконсолидированная и не включает цифры по Норимет. Соответственно, мы ожидаем, что квартальная отчетность по МСБУ отразит менее острое снижение продаж. В целом, мы ожидаем только 9% снижение оборота в 2002 г.
28 мая	<b>Размер дивидендов ГМК Норильский Никель \$0,73 (3% дивидендный доход) превысил ожидаемые нами \$0,50-\$0,65.</b> Значение коэффициента выплаты дивидендов 29% значительно превышает средний коэффициент по крупнейшим российским нефтяным компаниям 8,5%. В то же время, размер дивидендной доходности ГМК Норильский Никель 3,2% соответствует среднему значению 3% для крупнейших нефтяных компаний.

Источник: оценки Альфа-Банка

### Северсталь

#### Илл. 74. 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	10,2	8,6	3,4	12,1
EV/EBITDA	4,3	4,0	2,1	4,9
Капитализация, млн. \$	1589,3			
EV, млн. \$	1589,3			
Производство, млн. тонн	8,0			
Кол-во акций, млн.	22,1			

Источники: оценки Альфа-банка

#### Илл. 75. 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



Максим Матвеев, CFA  
(7 095) 795-3736

## Машиностроение

**Группа Уралмаш-Ижора проявляет активность в приобретении активов**

В мае группа Уралмаш-Ижора расширила список своих приобретений. Компания объявила о покупке американской фирмы Friede & Goldman Ltd, занимающейся проектированием морских буровых установок. Это приобретение соответствует стратегии компании на развитие производства нефтегазового оборудования (в настоящее время на него приходится около 25% выручки и 30% операционной прибыли). Мы ожидаем, что к концу года группа Уралмаш-Ижора объявит о ряде новых приобретений, призванных усилить конкурентные позиции на перспективном рынке плавучих буровых платформ. Среди факторов, способных повлиять на курс акций компании, назовем запланированную на июль публикацию отчета за 2001 г. по US GAAP.

## Уралмаш-Ижора

### Илл. 76. 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	8,1	6,9	6,6	5,2
EV/EBITDA	3,8	3,1	3,1	2,6
Капитализация, млн. \$	208,6			
EV, млн. \$	208,6			
Кол-во акций, млн.	38,1			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 77. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 78. Основные события

Дата	Событие
24 мая	Группа Уралмаш-Ижора объявила о покупке американской компании по проектировке буровых установок Friede&Goldman Ltd (FGL). FGL была выкуплена у владеющей ею компании Friede&Goldman Halter (FGH) в процессе банкротства. Уралмаш ожидает, что инвестиции в размере \$15 млн. окупятся за три года.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев, CFA  
(7 095) 795-3736

## Пищевая промышленность и розничная торговля

**У Балтики хороший отчет за 1-м кв. 2002 г.; Сан Интербрю усиленно готовится к летнему сезону**

Балтика и Сан Интербрю опубликовали финансовые результаты за 1-й кв. 2002 г. по РСБУ и GAAP, соответственно. Обычно итоги деятельности Балтики по РСБУ довольно близки к показателям по GAAP, поэтому мы можем сравнить результаты Балтики с результатами Сан Интербрю. В 1-м кв. 2002 г. Балтика показала выручку в объеме \$143 млн (рост на 107% по сравнению с 1-м кв. прошлого года) и чистую прибыль в \$23 млн (рост на 81%). Выручка Сан Интербрю (\$72 млн) выросла по сравнению с тем же периодом прошлого года на 28,7%. Из-за значительных расходов на сбыт продукции чистый убыток составил \$6,7 млн (в 1-м кв. 2001 г. чистый убыток составил \$0,635 млн). Квартальные результаты Балтики весьма неплохие, но Сан Интербрю добилась восстановления темпов роста производства на внутреннем рынке до среднеотраслевого уровня (в 4-м кв. 2001 г. падение производства в России было основным нега-



тивным фактором.). Пик потребительского сезона покажет, насколько оправданы возросшие расходы Сан Интербрю на сбыт и маркетинг. Наш прогноз в отношении этой компании позитивен: мы полагаем, что в ближайшем будущем проблемы с полиэтиленовой и баночной упаковкой будут решены. Мы сохраняем рекомендацию: ПОКУПАТЬ по акциям Сан Интербрю и НАКАПЛИВАТЬ по акциям Балтики, а также советуем обратить особое внимание на результаты Сан Интербрю за 1-е полугодие 2002 г. и прогресс в создании упаковочного производства.

**Очередное и внеочередное общие собрания акционеров компании Красный Октябрь сюрпризов не принесли**

В ходе очередного и внеочередного общих собраний акционеров компании Красный Октябрь была утверждена бухгалтерская отчетность за 2001 г. Число членов совета директоров сократилось с 18 до 15. Как и предполагалось, Госинкор, представители правительства Москвы и менеджеры компании единодушно проголосовали за все основные пункты повестки дня. Новый акционер (Госинкор) получил в совете директоров большинство мест. В ближайшем будущем Госинкор вряд ли объявит о новых проектах, поскольку ему необходимо время для решения организационных вопросов. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ по акциям Красного Октября.

**ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ  
Вимм-Билль Данн**

**Илл. 79. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	684,10	869,07	1049,94	1280,57
EBITDA, млн. \$	84,25	118,09	149,23	181,95
Чистая прибыль, млн. \$	39,04	66,75	87,86	110,79
P/E	26,26	15,36	11,67	9,25
EV/EBITDA	13,11	9,35	7,40	6,07
Капитализация, млн. \$	1025,2			
EV, млн. \$	1104,1			
Производство, тыс. т	821,4			
Кол-во акций, млн.	44,0			

Источник: оценки Альфа-банка

**Илл. 80. Краткий обзор компании**

**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

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

**Угрозы**

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

Источник: оценки Альфа-банка

**Балтика**

**Илл. 81. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	537,40	657,50	765,10	874,35
EBITDA, млн. \$	203,39	247,48	290,23	316,45
Чистая прибыль, млн. \$	129,05	143,07	172,66	189,05
P/E	10,70	9,66	8,00	7,31
EV/EBITDA	6,84	5,62	4,79	4,39
Капитализация, млн. \$	1381,4			
EV, млн. \$	1390,3			
Производство, млн. гл	14,0			
Кол-во акций, млн.	120,6			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 82. 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. 83. 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	34,00	16,97	10,78	8,73
EV/ЕБИТДА	8,88	6,35	4,94	4,37
Капитализация, млн. \$	683,5			
EV, млн. \$	757,5			
Производство, млн. гл	13,0			
Кол-во акций, млн.	108,9			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 84. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

#### Возможности

- Программа фокусировки продаж на основных марках обеспечит рост выручки

#### Угрозы

- Замедление темпов роста потребления пива в России ниже 10% в год

Источники: оценки Альфа-банка

## РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ

### ГУМ

### Илл. 85. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	88,52	95,97	101,37	105,89
ЕБИТДА, млн. \$	19,40	21,23	23,03	25,53
Чистая прибыль, млн. \$	12,63	15,85	16,00	17,39
P/E	8,55	6,81	6,75	6,21
EV/ЕБИТДА	4,70	4,30	3,96	3,57
Капитализация, млн. \$	108,0			
EV, млн. \$	91,2			
Кол-во акций, млн.	60,0			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 86. 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

## Банковский сектор

**Обсуждается законопроект по страхованию депозитов**

В мае сдвига в банковской реформе не было. Окончательного решения в отношении системы страхования депозитов – оно должно было быть направлено в Думу еще в апреле – пока нет. Минэкономразвития подготовило проект соответствующего закона, однако зампред Центробанка Андрей Козлов считает, что документ требует дополнительного обсуждения, т.к. вкладчикам следует предоставить более выгодные условия. Окончательное решение в отношении суммы, подлежащей полной гарантии (\$60 либо \$600), пока тоже не принято.

**С учетом планов по слиянию ВТБ и ВЭБа приватизация ВТБ становится нереальной**

Пробуксовывает и другое важное направление развития банковской системы – приватизация ВТБ. После ухода Геращенко ВТБ лишился поддержки Центробанка, и планы по приватизации банка оказались под большим вопросом. Сообщение о разработке проекта слияния ВТБ и ВЭБа, подтвержденное кабинетом – еще одно свидетельство того, что государство считает более целесообразным создать единый экспортно-импортный банк, чем заставлять два банка конкурировать друг с другом на одном и том же рынке. Мы полагаем, что дискуссия о приватизации



объединенного ВТБ-ВЭБа возобновится после их слияния - скорее всего где-то в 2003-2004 гг.

## Сбербанк

### Илл. 87. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	24 352,8	28 307,7	31 659,6	35 109,8
Чистая прибыль, млн. \$	637,1	723,2	808,8	845,0
P/E	5,1	4,5	4,1	3,9
Капитализация, млн. \$	3 375,0			
Кол-во об. акций, млн.	19,0			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 88. 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

**Валентина Крылова**

(7 095) 795-3742

**Оксана Клыпина**

(7 095) 795-3743

**Цены российских суверенных еврооблигаций значительно выросли после объявления о начале торгов еврооблигациями на ММВБ**

**Высокие цены на облигации, скорее всего, сохранятся и в июне благодаря стабильному внутреннему спросу**

## Рынок облигаций

В мае котировки российских суверенных еврооблигаций со сроками погашения в 2010-2030 гг. выросли на 1,0-3,6% (цены более коротких еврооблигаций не изменились). При этом ОВВЗ прибавили в цене 0,7-2,2%. После незначительного снижения цен в начале мая (вследствие сокращения спроса со стороны российских инвесторов из-за продолжительных выходных) на российском долговом рынке установился восходящий ценовой тренд. Предстоящее начало биржевых торгов по еврооблигациям на ММВБ оказало существенное воздействие на рынок. (13 мая было объявлено, что 20 мая начнутся торги по суверенным еврооблигациям на ММВБ, и все сделки будут освобождены от уплаты комиссии до 20 августа).

В результате российские банки начали агрессивную покупку еврооблигаций, в расчете продать их на ММВБ по более высокой цене. В частности, в период с 10 по 16 мая суверенный индекс Альфа-Банка взлетел на 3,4%, а объем торгов увеличился в 2-3 раза по сравнению со средним показателем предыдущих месяцев. В результате доходность по еврооблигациям упала до самого низкого уровня и составила 8-10%, что только на 100-200 пунктов выше доходности к погашению мексиканских еврооблигаций (хотя Мексика обладает инвестиционным рейтингом на уровне «Ваа2» по методике Moody's).

Основными покупателями облигаций в июне будут, как и прежде, российские инвесторы. Спрос со стороны пенсионных и страховых фондов позволит сохранить высокий уровень котировок на российском долговом рынке и компенсировать негативное влияние снижения цен на нефть. В частности, Пенсионный фонд может инвестировать в российские суверенные еврооблигации \$30-35 млн ежемесячно (Фонду разрешено инвестировать не более 40% своего инвестиционного портфеля в российский рынок). Кроме того, продолжится отток инвестиций с долгового рынка Бразилии в преддверие намеченных на октябрь президентских выборов, что также поддержит цены на высоком уровне.



## Илл. 89. Основные события

Дата	Событие
2 мая	Агентство Fitch повысило долгосрочный рейтинг России до уровня «ВВ-» с уровня «В+», прогноз положительный. В результате этого повышения рейтинг России теперь на три пункта ниже инвестиционного рейтинга. Мы полагаем, что агентство S&P также может повысить суверенный рейтинг России в ближайшие несколько месяцев. Однако дальнейшее повышение рейтинга РФ будет происходить более медленными темпами, поскольку рейтинговые агентства в настоящее время уделяют особое внимание реализации структурных реформ.
6 мая	ОАО «Татнефть» отложило выпуск еврооблигаций общим объемом \$200 млн до 2003 г.
7 мая	На заседании Комитета по открытому рынку США было принято решение оставить процентные ставки без изменений. Это решение было заложено в цены, и не оказало никакого влияния на рынок. Эксперты полагают, что направленность монетарной политики США не изменится до сентября.
13 мая	Россия выплатит в мае \$750,9 млн в счет погашения внешнего долга – Министерство финансов
14 мая	ВЭБ осуществил купонные выплаты по ОВВЗ 4-8 в объеме \$307,4 млн
15 мая	Агентство Fitch повысило долгосрочный рублевый и валютный рейтинги Москвы до уровня «ВВ-» с уровня «В+», прогноз положительный
15 мая	ТНК осуществила размещение пятилетнего выпуска еврооблигаций в объеме \$500 млн с доходностью к погашению 10%. Позднее (23 мая) ТНК отозвала этот выпуск из-за технической ошибки, допущенной ее аудитором. ТНК может провести размещение своих еврооблигаций еще раз в июне в случае благоприятной конъюнктуры рынка.
16 мая	Россия объявила о планах отменить ограничения на экспорт нефти с 1 июня. Первоначально предполагалось, что действие ограничений будет продлено до конца 2-го кв. 2002 г. Это решение не оказало существенного влияния на российский долговой рынок, который в мае зависел, главным образом, от внутренних новостей.
20 мая	Начались торги российскими суверенными еврооблигациями на ММВБ. Проведение торгов позволит расширить круг инвесторов и привлечь средства пенсионных и страховых фондов (резиденты могут покупать Еврооблигации только на бирже). Эта новость вызвала существенный рост цен во второй декаде мая, так как некоторые банки покупали еврооблигации в расчете на спрос со стороны Пенсионного Фонда РФ.
20 мая	ОАО «Газпром» планирует провести доразмещение пятилетнего выпуска еврооблигаций в объеме \$400 млн во 2-3 кв. 2002 г. Решение о доразмещении объясняется, главным образом, высоким спросом на находящиеся в обращении еврооблигации ОАО «Газпром». Первоначальный объем составляет \$500 млн (еврооблигации были размещены в апреле с доходностью к погашению 9,125%).
22 мая	Правительство приняло постановление об инвестировании финансовых резервов и их использования для выкупа ценных бумаг. Хотя финансовые резервы, общий объем которых в настоящее время составляет \$1,5 млрд, вряд ли можно будет инвестировать раньше второго полугодия текущего года, само решение имело важное психологическое воздействие на российский долговой рынок и вызвало рост котировок долгосрочных еврооблигаций.
23 мая	Правительство рассматривает вопрос о выпуске еврооблигаций в объеме до \$2 млрд в сентябре-октябре 2002 г.
23 мая	Золотовалютные резервы ЦБ РФ за период с 1 по 17 мая выросли на \$1,4 млрд и достигли рекордного уровня, составившего \$40,6 млрд. Столь значительный рост золотовалютных резервов (примерно \$600 млн в неделю) способствовал укреплению положительного настроения инвесторов.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Илл. 90. Динамика валютных облигаций на 31 мая

	Срок погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация Кол-во лет
<b>ОВВЗ</b>						
ОВВЗ-4	14.05.03	97,00	0,26	6,3	3,09	0,90
ОВВЗ-5	14.05.08	70,00	0,90	9,9	4,29	4,94
ОВВЗ-6	14.05.06	80,25	-0,16	9,2	3,74	3,44
ОВВЗ-7	14.05.11	59,00	1,29	10,2	5,08	6,90
ОВВЗ-8	14.11.07	74,00	0,34	9,8	4,05	4,74
<b>Еврооблигации</b>						
Евро-03	10.06.03	106,75	-0,81	4,9	11,01	0,92
Евро-05	24.07.05	104,63	-0,12	7,1	8,36	2,65
Евро-07	26.06.07	107,63	0,23	8,1	9,29	3,82
Евро-10	31.03.10	99,13	1,02	8,4	8,32	0,08
Евро-18	24.07.18	111,25	1,83	9,6	9,89	7,65
Евро-28	24.06.28	123,25	0,92	10,2	10,34	8,46
Евро-30	31.03.30	72,13	3,59	10,0	6,93	0,10
<b>Муниципальные</b>						
Москва-04, €	25.10.04	105,32	-0,48	7,7	9,73	1,99
Москва-06, €	28.04.06	108,65	-0,72	8,3	10,08	3,12
Санкт-Петербург	18.06.02	100,25	-0,25	3,8	9,48	0,05
Нижний Новгород	10.03.02	92,00	3,66	14,3	4,76	-
Ямало-Ненецкий АО	15.12.02	84,00	0,00	14,7	11,31	0,15
<b>Корпоративные облигации</b>						
Татнефть	29.10.02	100,19	-0,06	8,4	8,98	0,39
Мосэнерго	09.10.02	100,00	-0,93	8,2	8,38	0,34
ММК, €	18.02.05	94,74	-1,80	12,3	10,56	2,17
Газинвест Финанс, €	22.12.03	102,20	1,10	8,1	9,54	1,36
Роснефть	20.11.06	108,20	-0,21	10,4	11,78	3,39
Сибнефть	13.02.07	103,90	-1,44	10,4	11,07	3,48
МТС	21.12.04	103,00	-1,05	9,6	10,63	2,10

Источники: Рейтер, оценки Альфа Банка



Владимир Кравчук  
(7 095) 795-3743

Технический анализ

**Индекс РТС: сезонная коррекция на фоне консолидации**

Илл. 91. Индекс РТС – Основные технические индикаторы, 30 мая 2002 г.

Инд.	Рекомендация		Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапаз. месяца (01-30 мая)		
			Краткосрочный	Долгосрочный					Откр.	Макс.	Мин.
РТС	«Шорт»	394	Нейтральный к понижению	Бычий Замедляется	C4 426,91	Максимум 20.05.02	П1 370,84	38,2%-ая корр. Фибо Концентрация	Откр.	388,13	
	Держать	384-394			C3 415,50	Минимум 23.05.02	П2 351,84			426,91	
	Продавать	Ниже 384			C2 400,00	28-дневная СС	П3 336,19			61,8%-ая корр. Фибо Основной	372,10
					C1 494,02	Максимум 29.04.02	П4 305,50				379,00

Источник: оценка Альфа Банка

- Как мы и ожидали, консолидация на РТС произошла, и индекс РТС упал ниже уровня 394
- Мы видим предпосылки для начала среднесрочной понижательной коррекции как минимум до уровня 350 пунктов

Илл. 92. Индекс РТС – Основные месячные технические индикаторы по состоянию на 31 мая 2002 г.



Fri May 31 2002 15:38:32

CQG © 2002

Источник: CQG, оценка Альфа Банка

**Краткосрочный тренд и циклы**

**Краткосрочный тренд на рынке РТС еще нейтральный, но уже меняется на нисходящий тренд**

Медленная линия тренда в верхней части Илл. 93 указывает на то, что краткосрочный тренд на рынке РТС в настоящее время еще нейтральный, но уже начинает меняться на нисходящий тренд. На разворот тренда указывает тот факт, что эта линия уже прошла свою вершину и начала падать. Дневная «быстрая» линия тренда в настоящий момент направлена вниз, и уже приблизилась к дневной линии динамической поддержки, что указывает на возможность формирования одной из моделей продолжения тенденций («треугольника», «флага» и т.д.) в течение нескольких последующих дней.



Илл. 93. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 30 мая 2002 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Краткосрочный составной волновой цикл в нижней части Илл. 93 находится с сильно перепроданной области ниже  $-2\sigma$ . Здесь  $\sigma$  – стандартное отклонение (т.е. волатильность) краткосрочной составной волны. Поэтому мы прогнозируем краткосрочный отскок на РТС, который мы рассматриваем как хорошую возможность для закрытия длинных позиций.

### Долгосрочный тренд и циклы

**Долгосрочный тренд на РТС пока остается восходящим, но есть ряд медвежьих сигналов**

Долгосрочный тренд на РТС пока остается бычьим. На это указывает линия долгосрочного тренда на Илл. 94. Двигаясь вбок, положительный медленный недельный момент в средней части Илл. 94 также указывает на долгосрочную восходящую тенденцию. Поэтому, все еще сохраняется вероятность «отскока» индекса РТС до уровня в 400 пунктов. Быстрый недельный момент, хотя еще и положителен, но уже направлен вниз. Кроме того, быстрая недельная линия тренда, представляющая собой результат наложения составного волнового цикла на линию долгосрочного тренда, направлена вниз. В настоящее время она уже приближается к линии долгосрочного тренда. Из этого следует, что сезонные циклы начинают доминировать над долгосрочным трендом, и создают реальные предпосылки для начала среднесрочной коррекции на РТС.

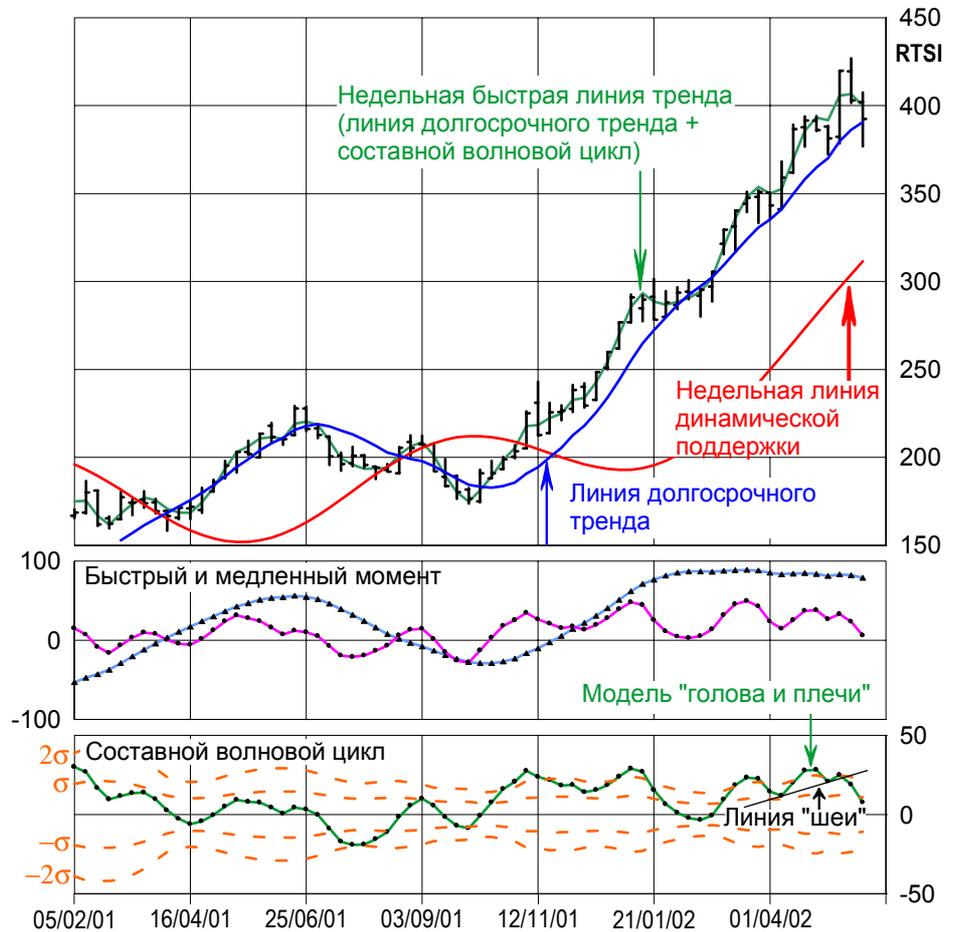
**Сумма долгосрочных рыночных циклов сформировала модель «голова и плечи»**

Линия, представляющая сумму активных долгосрочных (имеющих большие периоды) рыночных циклов, находится в нейтральной области (немного ниже уровня плюс сигма) и сформировала модель «голова и плечи»



плечи», которая традиционно рассматривается как модель перелома тенденции. Эту модель можно считать правильной, так как линия «шеи» уже «пробита». Мы по-прежнему прогнозируем потенциал падения индекса РТС за счет долгосрочной составной волны до 50 пунктов.

Илл. 94. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 30 мая 2002 г.



Источник: оценка Альфа Банка

### Уровни поддержек и сопротивлений

**Область сильной поддержки – 336-353**

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений показаны на Илл. 91 и Илл. 92. Основной уровень сопротивления для индекса РТС – 438. Основной уровень поддержки для индекса РТС - 305. Область сильной поддержки – (336-353), которая определяется 50%-ным и 61,8%-ным уровнями коррекции Фибоначчи на движение индекса от 280,12 до 426,91.

### Потенциал падения индекса РТС

**Мы видим предпосылки для коррекции на РТС по крайней мере до уровня 350 пунктов**

Резюмируя сказанное выше, мы видим предпосылки для среднесрочной технической коррекции индекса РТС по крайней мере до уровня 350.

Однако если уровень поддержки 353 будет «пробит» вниз, мы видим риск падения индекса РТС до следующего уровня поддержки 336, который мог бы обеспечить прекрасную возможность для долгосрочной покупки.

**Эта страница специально оставлена пустой**

# Информация

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

## Аналитический отдел

Начальник аналитического отдела	Андрей Руденко
Стратегия/Нефтяная и газовая промышленность	Сергей Глазер, CFA
Макроэкономика, банковский сектор	Наталия Орлова
Нефтяная и газовая промышленность	Константин Резников
Энергетика, Транспорт	Анна Бутенко
Телекоммуникации/Интернет	Ольга Филиппова
Металлургия, автомобилестроение, машиностроение	Андрей Богданов
Розничная торговля, Пищевая промышленность	Елена Роговина
Государственные ценные бумаги	Максим Матвеев, CFA
Группа по работе с российскими клиентами	Валентина Крылова
Переводчик	Оксана Клыпина
Телефон	Ангелика Генкель, к. э. н.
Факс	Ринат Гайнуллин
E-mail	(7 095) 795-3676, (7 095) 795-3677
	(7 095) 745-7897
	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
Телефон	Стив Доурни
Факс	(4420) 7588-8400
Адрес	(44 20) 7382-4170
	City Tower, 40 Basinghall Street
	London, EC2V 5DE

© Альфа-Банк, 2001 г. Все права защищены.

*Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.*

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