

## Апрель: На острове благополучия

29 марта 2002 г.

[www.alfabank.ru](http://www.alfabank.ru)

Москва

### Тема: Рост тарифов на 35% - решающий фактор развития региональных операторов в 2002 г.

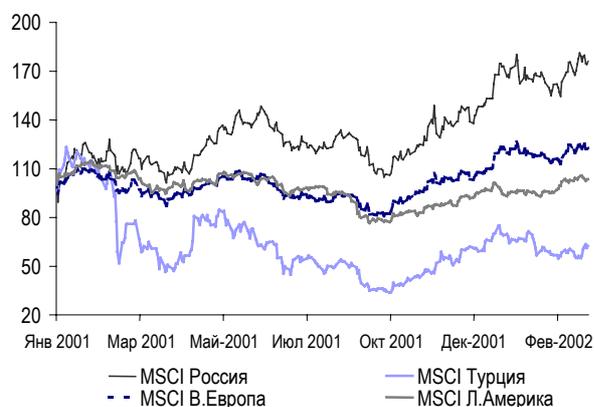
- Благодаря позитивному настрою инвесторов мировые фондовые индексы снова вернулись на уровень, предшествовавший событиям 11 сентября.** Хотя ФРС пока не повысила учетную ставку, ее представители выразили уверенность в том, что опасения рецессии больше нет, и что рост экономики скоро возобновится. Погоня за дешевыми акциями вызвала рост ведущих фондовых индексов до уровней, на которых они находились до 11 сентября. Российские акции достигли уровня марта 1998 г. благодаря позитивному настрою рынка и высоким экономическим показателям (в первую очередь высоким ценам на нефть), хотя отметка в 350 пунктов РТС стала уровнем сопротивления.
- Предстоящие общие собрания акционеров дают миноритариям возможность напомнить о своих проблемах.** Первым проведет собрание акционеров Сургутнефтегаз (30 марта): ожидается выход плана по инвестициям. Миноритариям Газпрома предстоит ответить на трудный вопрос: стоит ли пытаться провести в совет директоров двух представителей или лучше сосредоточить усилия на одном кандидате. Согласованные действия инвесторов возможны и в других компаниях.
- Реформа тарифов – необходимое условие развития телефонной связи.** Достижение соглашения между Минсвязи и МАП о повышении тарифов для населения до экономически обоснованного уровня жизненно важно для развития телефонной связи. По мнению МАП, для 80% местных операторов уже установлены тарифы, превышающие себестоимость. С этим не согласно Министерство связи, считающее справедливыми тарифы на уровне \$7-8, что на 200% выше их нынешнего среднего уровня (\$2,5).
- МТС выпустит отчеты за 4-й кв. 2001 г. и за 2001 год, которые могут приятно удивить.** Результаты деятельности МТС за 4-й кв. 2001 г. могут приятно удивить, если, например, показатель выручки на одного абонента снизится меньше, чем на ожидаемые нами 10%. Мы считаем, что в связи с утерей значительной доли московского рынка мобильной связи происходило значительное давление на котировки акций МТС и подтверждаем нашу прежнюю рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ по этим акциям при расчетной цене \$40.

### Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV*	Расчет. цена	Потенциал роста
	АДР	Лок. \$	MTD %	YTD %			
Газпром	13,5	0,703	5	36	4,3	0,95	35
ЛУКОЙЛ	55,9	14,0	16	15	3,5	15,80	13
СургутНГ	17,8	0,36	20	14	1,8	0,54	50
РАО ЕЭС	15,7	0,158	5	0	5,1	0,24	52
Голден Телеком	15,4	н/д	31	32	0,4	24,00	56
Уралмаш-Ижора	5,2	5,35	11	40	0,0	6,50	21

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

### Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка

### Последние публикации

- Перемены в Газпроме открывают новые возможности**  
Сергей Глазер, CFA Март 28, 2002
- В апреле будет готов проект протокола о вступлении в ВТО**  
Наталья Орлова Март 27, 2002
- Сбербанк: рост капитала на 50%, новая расчетная цена \$187**  
Наталья Орлова Март 27, 2002
- Россия хочет быть в ВТО до 2003 г.**  
Наталья Орлова Март 21, 2002
- Балтика: За год выручка выросла на 61%**  
Максим Матвеев, CFA, Наталья Шевелева Март 21, 2002
- Северсталь разделит на три отраслевые компании**  
Максим Матвеев, CFA Март 20, 2002
- Безрисковая ставка на уровне 9% позволяет повысить расчетные цены акций**  
Максим Матвеев, CFA Март 19, 2002
- Новый глава ЦБ отпустит рубль**  
Наталья Орлова Март 19, 2002
- Сургутнефтегаз: 11%-ное сокращение чистой прибыли (по РСБУ) в 2001 г.**  
Константин Резников Март 18, 2002
- Отчет Газпрома за 9 мес. 2001 г.: улучшения продолжают**  
Сергей Глазер, CFA Март 15, 2002
- Повышение тарифов угрожает росту**  
Наталья Орлова, Андрей Руденко Март 14, 2002
- Сибнефть: премия оправданна**  
Константин Резников, Анна Бутенко Март 11, 2002

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



**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку .....	3
Рост тарифов на 35% - решающий фактор развития региональных операторов в 2002 г.7	
Тарифная реформа – необходимое условие роста региональных операторов.....	7
Повременная оплата будет вводиться повсеместно со второй половины 2002 г.....	8
Проект изменений в Федеральный закон «О связи» будет внесен в июне 2002 г. ....	9
Динамика и оценка акций .....	11
Графики.....	14
Календарь событий .....	16
Экономика и политика .....	17
Новости компаний и отраслей .....	19
Нефть и газ.....	19
Энергетика.....	23
Телекомы.....	26
Металлургия.....	27
Машиностроение.....	29
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	30
Банковский сектор.....	31
Рынок облигаций .....	33

Сергей Глазер, CFA  
(44 20) 7382-4165

## Комментарии по рынку

### Обзор за март: опасения рецессии уже не нависают над рынком

**Акции дорожают: опасность рецессии исчезла, ожидается экономический рост**

В марте мировые фондовые рынки вновь обрели уверенность. Во-первых, ряд их авторитетных участников, в частности два ведущих банка с Уолл-Стрит и председатель ФРС США Алан Гринспен, выразили убежденность в том, что рецессия уже не представляет опасность, и что до конца года экономический рост возобновится, хотя поначалу его темпы могут оказаться невысокими.

**Фондовые индексы США и Европы вернулись на уровень, сформировавшийся накануне 11 сентября**

Во-вторых, котировки некоторых акций, в частности в секторе высокотехнологичных компаний, упали слишком сильно, и поэтому эти бумаги стали казаться очень привлекательными. В результате в течение ряда торговых сессий происходила активная скупка акций крупных производителей электронной продукции, компьютеров и телекоммуникационного оборудования. Проблемы, связанные с отчетностью компаний, уже не столь сильно беспокоят рынок, и поэтому «голубые фишки» тоже начали расти. В целом ведущие американские и европейские фондовые индексы снова вернулись на уровень, на котором они находились до событий 11 сентября, хотя из-за недавнего массового снижения прогнозов по прибыли такой рост представляется несколько преждевременным. В настоящее время индекс Dow Jones на 11% ниже своего исторического максимума, S&P 500 – на 24,8% и NASDAQ Composite – на 63,3%. С другой стороны, одной из причин такой ситуации был как никогда низкий уровень учетной ставки.

**Приток средств в акции превысил их отток и стабильно направлялся на развивающиеся рынки**

Однако позитивный настрой рынка иногда сменялся на противоположный. В течение ряда сессий происходили активные продажи, спровоцированные опасениями возможного повышения ставок Федеральной резервной системой, а также уверенностью последней в перспективах экономического роста в стране. Движение средств инвестиционных фондов отражали изменения в настроениях участников рынка. За притоком средств в американские акции в размере \$0,5-2 млрд в неделю, в том числе в наиболее динамично развивающиеся отрасли, продолжавшийся в течение нескольких недель, последовал их относительно небольшой отток (\$0,2-0,5 млрд в неделю). Интерес к развивающимся рынкам сохранился: средства направлялись на фондовые рынки различных регионов мира, включая Аргентину.

**Илл. 1. Динамика ведущих мировых фондовых индексов**

Страна	Индекс	Изменение с	Изменение с	Последнее Закрытие*	Последние 52 недели	
		начала месяца %	начала года %		Максимум	Минимум
<b>Развитые рынки</b>						
США	S&P 500 Индекс	3,4	-0,3	1 144,6	1 315,9	944,8
Великобритания	FTSE 100 Индекс	3,4	1,1	5 274,4	5 995,4	4 219,8
Германия	DAX Индекс	7,0	4,5	5 389,8	6 337,5	3 539,2
Япония	Nikkei 225 Индекс	7,0	7,5	11 333,1	14 556,1	9 383,0
<b>Развивающиеся</b>						
Польша	Warsaw Stock Exchange WIG 20 Индекс	-1,6	11,4	1 346,5	1 523,7	978,0
Венгрия	Budapest Stock Exchange Индекс	1,8	13,4	8 084,0	8 448,5	5 599,4
Турция	Turkey Stock Market National 100	7,3	-13,9	11 863,0	15 000,0	7 160,0
Бразилия	Brazil Bovespa Stock Индекс	-4,3	-1,1	13 424,7	15 644,4	9 532,8
<b>Россия</b>	<b>РТС Индекс</b>	<b>18,6</b>	<b>34,3</b>	<b>344,8</b>	<b>351,0</b>	<b>158,3</b>

Примечание: \* данные на 27 марта 2002 г.

Источник: Bloomberg



**Впервые с марта 1998 г. индекс РТС превысил уровень в 350 пунктов**

**Продление Россией ограничений на экспорт нефти до конца 2-ого кв. с. г. способствовало сохранению высоких цен на нефть (\$25/баррель)**

**В преддверии очередных собраний акционеров компании начинают укреплять отношения с инвесторами**

**Миноритарии Газпрома должны увеличить число независимых представителей в совете директоров**

Февраль – месяц низкой активности, и поэтому в марте акции, как правило, начинают расти быстрее. Более высокой динамике российских акций способствовал и положительный настрой в отношении зарубежных фондовых рынков. В целом интерес со стороны нерезидентов был небольшим, за исключением нескольких торговых сессий, когда дневной объем торгов на РТС превышал \$30 млн. Однако, несмотря на эту ситуацию (а, быть может, именно благодаря ей), ведущий российский фондовый индекс впервые после марта-апреля 1998 г. (когда страна находилась еще в самом начале финансового кризиса) подскочил до отметки в 350 пунктов индекса РТС

Росту бумаг ведущих российских нефтяных компаний способствовал также и высокий уровень цен на нефть. На этот раз переговоры между ОПЕК и другими нефтедобывающими странами не способствовали снижению нефтяных цен, которые упорно продолжали расти, достигнув \$25/баррель по сорту Brent. Российское правительство, в конце концов, приняло решение продлить действие экспортных ограничений до конца 2-ого кв. этого года, приняв, однако, во внимание затоваривание внутреннего рынка нефти и нефтепродуктов, было вынуждено оговориться, что в случае если цена на экспортируемую нефть превысит \$25/баррель, ограничения будут сняты.

В марте ряд российских компаний, в т.ч. Юкос, Сибнефть, ГМК «Норильский никель» и Северсталь предприняли меры, направленные на укрепление отношений с инвесторами. Цель была достигнута: их акции поднялась до рекордного уровня, что лишний раз свидетельствует о том, что рынок ждет новых шагов в этом направлении и готов идти навстречу.

### **Прогноз на апрель: до проведения очередных собраний акционеров остается совсем немного времени**

В апреле рынок вступает в период «горячки», связанной с представлением российскими компаниями бухгалтерской отчетности за прошлый год и баталиями в ходе подготовки к очередным общим собраниям акционеров. В это время рынок, как всегда, будет с повышенным вниманием следить за:

- изменением показателей рентабельности и дивидендных выплат;
- количеством голосов для голосования по составу советов директоров;
- анализом финансовых результатов.

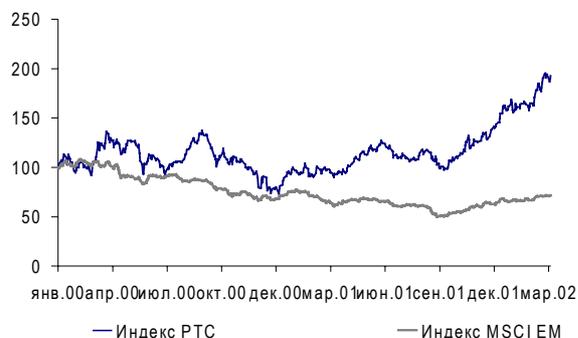
Задержка с выходом долгожданного отчета Сургутнефтегаза за 1998-2000 гг. по US GAAP стала для рынка негативным сигналом. К тому же, по оценкам самой компании, из-за введения российским правительством ограничений на экспорт нефти и низких цен на внутреннем рынке, ее консолидированная прибыль снизится в 1-м кв. этого года на 50% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В ходе предстоящего очередного общего собрания акционеров руководству Сургутнефтегаза предстоит представить четкий план по инвестициям и приобретению активов (росту добычи). Сургутнефтегаз, утративший в последнее время благосклонность рынка, не должен допустить, чтобы у инвесторов сложилось впечатление об отсутствии у него четкой и понятной стратегии.

Сейчас акционеры ряда компаний стараются сосредоточить в своих руках голоса, необходимые для избрания своих представителей в советы директоров. Особенно активно этот процесс идет в Газпроме. В этом году от миноритарных акционеров выдвинуты две сильные кандидатуры: Борис Федоров и Уильям Браудер. Сейчас задача миноритариев состоит в том, чтобы сосредоточить в своих руках пакеты, позволяющие провести в совет обоих кандидатов. Либо им придется остановить выбор на одном

из них. Так или иначе, миноритарные акционеры не должны допустить разделения голосов, поскольку в противном случае не пройдет ни тот, ни другой.

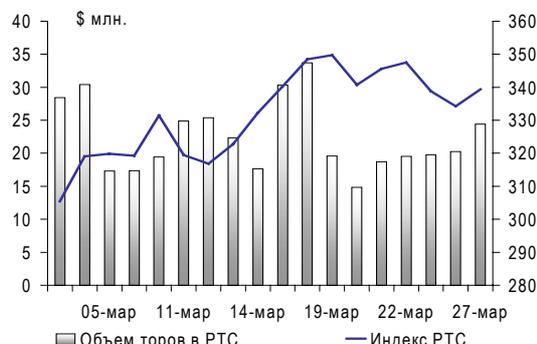
В преддверии дивидендных выплат будет повышенный спрос на привилегированные акции ряда компаний.

**Илл. 2. Динамика индекса РТС относительно индекса MSCI EM, 2000-2002 гг.**



Примечание. \* цены открытия за январь 2000 г.=100  
Источники: РТС, Bloomberg

**Илл. 3. Динамика индекса РТС за март**



Примечание: \* данные с начала месяца по 27/03/2002 г.  
Источник: Российская торговая система

### Типовые портфели: доходность или ликвидность – что важнее?

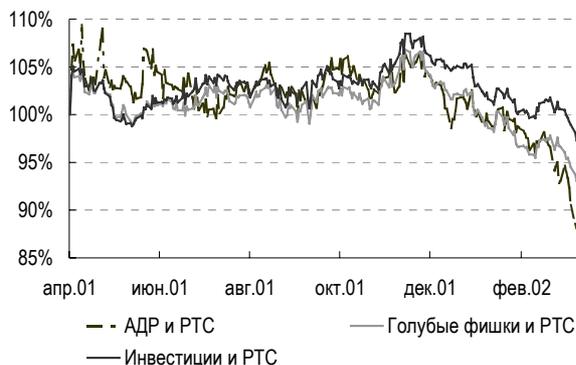
Сохраняющаяся взаимозависимость между ликвидностью акций и их весами в фондовых индексах и инвестиционных портфелях вновь проявилась в динамике типовых портфелей Альфа-Банка: по уровню доходности наш «потенциальный инвестиционный портфель» (93,5% за весь период существования) по-прежнему опережает ориентированный на ликвидные бумаги портфель «голубых фишек» (80,9%) и ADR (75,5%), однако отстает от индекса РТС, включающего более широкий спектр бумаг (101,3%) (см. Илл. 4). Низкая ликвидность по-прежнему ограничивает возможность крупных инвестиций в ряд бумаг, которые в последнее время росли особенно динамично (в частности, Сбербанк, Башнефть, Сибирь Телеком, Башкирэнерго и Кубаньэнерго).

Из-за роста цен на нефть удельный вес бумаг нефтегазового сектора во всех трех портфелях увеличился по сравнению с предыдущим месяцем, а связи и энергетики, наоборот, несколько уменьшился. Остается стабильным и даже несколько вырос (в портфелях АДР и потенциальных инвестиций) удельный вес металлургии и машиностроения.

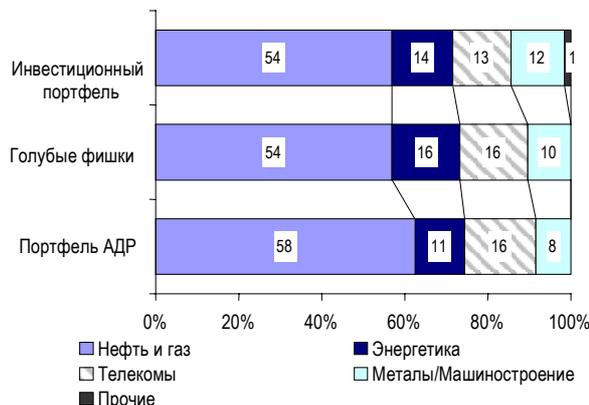
**Илл. 4. Состав и изменение весов акций в типовых портфелях Альфа-Банка по состоянию на 27 февраля 2002 г.**

Компания	RIC	Акции '000	Вес %	Компания	RIC	Акции '000	Вес %
<b>Портфель АДР</b>				<b>Потенциальный инвестиционный портфель</b>			
<b>Нефть и газ</b>				<b>Oil&amp;Gas</b>			
ЛУКОЙЛ	LKOHуq.L	105	16,45	ЛУКОЙЛ	LKOH.RTS	183	13,06
СургутНГ	SNGSyq.L	295	14,67	СургутНГ	SNGS.RTS	5 390	9,86
Газпром АДА	GAZPq.L	320	12,03	СургутНГ прив.	SNGS_p.RTS	4 000	4,52
ЮКОС	YUKOуq.L	55	15,55	Газпром	GAZP.MO	2 500	8,96
<b>Энергетика</b>				<b>Энергетика</b>			
РАО ЕЭС	EESRq.L	240	10,58	ЮКОС	YUKO.RTS	430	17,56
<b>Телекомы</b>				<b>Телекомы</b>			
ВымпелКом	VIP.N	105	8,98	Татнефть	TATN.RTS	600	2,07
МТС	MBT.N	64	6,65	Сибнефть	SIBN.RTS	140	1,13
<b>Металлы и машиностроение</b>				<b>Энергетика</b>			
ГМК Норильский Никель	NKELуq.L	170	9,00	РАО ЕЭС	EESR.RTS	12 250	9,85
<b>93,91</b>				<b>РАО ЕЭС прив. Мосэнерго</b>			
<b>Денежная позиция</b>				<b>Телекомы</b>			
<b>6,09</b>				ВымпелКом			
<b>Итоговый портфель</b>				МТС			
<b>100</b>				Голден телеком			
				<b>Металлы и машиностроение</b>			
				ГМК Норильский Никель			
				Уралмаш-Ижора			
				<b>Другие</b>			
				Сбербанк			
				Сан Интербрю В			
				<b>98,12</b>			
				<b>Денежная позиция</b>			
				<b>1,88</b>			
				<b>Итоговый портфель</b>			
				<b>100</b>			
				<b>Сравнительная динамика</b>			
				<b>С 10/04/01</b>			
				<b>С 09/09/01</b>			
				<b>Портфель АДР</b>			
				15,72%			
				75,52%			
				<b>Портфель голубых фишек</b>			
				20,04%			
				80,88%			
				<b>Потенциальный инвестиционный портфель</b>			
				25,01%			
				93,47%			
				<b>Индекс РТС</b>			
				32,18%			
				101,25%			

Источник: оценка Альфа-Банка

**Илл. 5. Динамика модельных портфелей Альфа-Банка против индекса РТС, 10 апреля, 2001 г. – 27 марта, 2002 г.**


Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 6. Распределение средств по секторам в портфелях Альфа-Банка, 27 марта, 2002 г.**


Источники: оценки Альфа-Банка

**Андрей Богданов**  
(7 095) 795-3613

**Елена Роговина**  
(7 095) 795-3742

## **Рост тарифов на 35% - решающий фактор развития региональных операторов в 2002 г.**

**Реформирование тарифов – ключевой фактор роста региональных телекомов**

**С 2003 г. вводится отдельный учет доходов и расходов региональных телекомов**

**Мы считаем, что июльское (2002 г.) повышение тарифов не превысит 10-15%**

### **Тарифная реформа – необходимое условие роста региональных операторов**

Реформирование местных тарифов по-прежнему является решающим условием роста стоимости российских региональных операторов связи. В данной связи госорганы должны решить три задачи первостепенной важности:

- принять новый Федеральный закон «О связи»;
- перейти на новую систему расчета тарифов;
- создать независимый орган, регулирующий тарифы.

Консолидация Связьинвеста в семь панрегиональных компаний связи идет по намеченному графику, однако решение по реструктуризации тарифов постоянно откладывается.

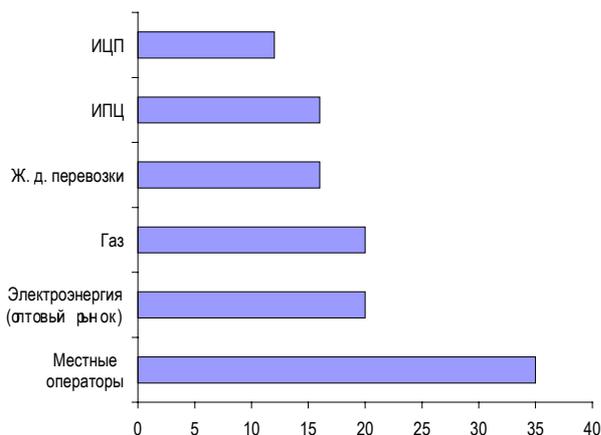
Тем не менее, первые шаги уже сделаны. В октябре 2001 г. правительство приняло Постановление № 715 о государственном регулировании тарифов. Этот документ содержит следующие положения:

- перекрестное субсидирование будет по-прежнему использоваться только для регулируемых убыточных услуг, таких как телефонная и телеграфная связь для сельского населения;
- местные тарифы должны быть выше себестоимости и включать нормативную прибыль или инвестиционную составляющую;
- местные тарифы должны устанавливаться для двух категорий пользователей: населения и коммерческих организаций;
- расчет местных тарифов должен производиться по методу предельных издержек.

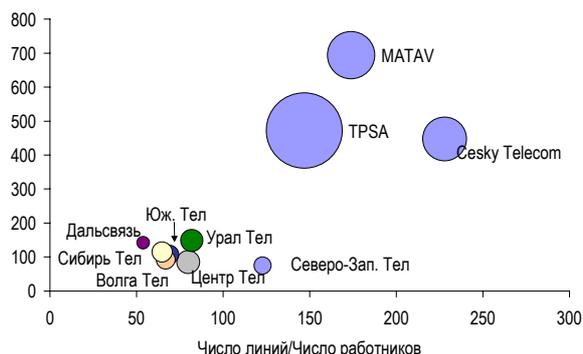
Согласно другому важному документу, принятому в 2001 г., все операторы связи должны с января 2003 г. вести отдельный учет доходов и расходов. Это позволит определить, какие услуги являются убыточными.

Несмотря на принятое решение, оптимальный уровень тарифов до сих пор не определен из-за разногласий между Министерством связи и Министерством по антимонопольной политике. По мнению МАП, для 80% местных операторов уже установлены тарифы, превышающие себестоимость. С этим не согласно Министерство связи, считающее справедливыми тарифы на уровне \$7-8, что на 200% выше их нынешнего среднего уровня (\$2,5). Однако эта цифра соответствует тарифам, по которым работают операторы в странах Восточной Европы, и рассчитана исходя из того, что необходимо выводить на рентабельность местных операторов (в настоящее время 66% этих операторов убыточны).

На 2002 г. запланировано повышение местных тарифов на 35%, что значительно выше прогноза по темпу инфляции и росту тарифов в других отраслях экономики. Мы полагаем, что поскольку в январе тарифы уже повысили в среднем на 25%, следующее их повышение в апреле-июле не превысит 10-15% (в зависимости от конкретного оператора).

**Илл. 7. Повышение тарифов в 2002 г.**


Источник: Альфа-Банк

**Илл. 8. Сравнение эффективности телефонных компаний-операторов**


Источник: Альфа-Банк

Примечание: размер окружности соответствует числу используемых компаний линий

## Повременная оплата будет вводиться повсеместно со второй половины 2002 г.

**Повременная оплата будет вводиться повсеместно начиная со второй половины 2002 г.**

Самым важным шагом в реформировании тарифов является повсеместное введение повременной оплаты для населения. Хотя такой вид оплаты уже довольно давно используется в некоторых регионах (например, в Нижнем Новгороде), в соответствии с рекомендациями Связьинвеста его начнут вводить повсеместно лишь во второй половине 2002 г. Однако мы считаем, что не все операторы смогут уложиться в этот срок: вначале соответствующие предложения должны быть согласованы с МАП и утверждены Госдумой.

**Соотношение ежемесячной фиксированной платы и платежей за «время» 60:40**

МАП предлагает, чтобы соотношение между ежемесячной фиксированной абонентской платой и платежами за «время» составляло 60:40. Многих региональных операторов это не устраивает: они считают, что такая доля фиксированной платы слишком низкая. Генеральный директор Связьинвеста Валерий Яшин считает, что доля неизменяемой платы в местных тарифах должна находиться на уровне 25-30% от нынешней ставки.

**В нынешних условиях повременная оплата не будет продуктивной**

По нашему мнению, утверждение такой системы регулирования тарифов отрицательно скажется на выручке региональных операторов, поскольку пользователи будут иметь возможность выбора между повременной оплатой и действующей в настоящее время системой постоянной абонентской платы. Мы считаем, что такая система может быть продуктивной лишь тогда, когда тарифы превышают эксплуатационные затраты и включают инвестиционную составляющую, чего в России пока нет.

Для сравнения можно привести пример компании Cesky Telecom, которая недавно предложила несколько тарифных планов, предназначенных для различных категорий пользователей (редко пользующиеся телефоном, промежуточная группа, активные пользователи и пользователи Интернета). Фиксированная плата повышена до \$8,1. В России же население платит за аппарат в среднем \$2,5 в месяц. По данным МАП, такой тариф покрывает 90% эксплуатационных затрат, хотя, как известно, тарифы покрывают издержки лишь у 60% региональных операторов.

Мы считаем, что пройдет несколько лет, прежде чем местные тарифы выйдут на этот уровень, так как необходимый рост слишком велик – 300% относительно ныне действующих тарифов. МАП вряд ли пойдет на это - по крайней мере, в ближайшем будущем.

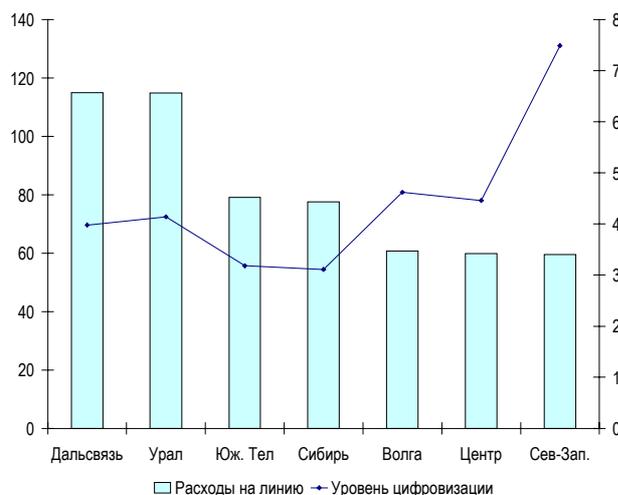
## Проект изменений в Федеральный закон «О связи» будет внесен в июне 2002 г.

Министерство связи должно было представить в правительство проект нового закона «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «О связи» в марте с. г., но не уложилось в установленный срок. Проект включает следующие положения:

- **Создание Фонда универсальных услуг.** Универсальными считаются услуги, пользующиеся спросом, но приносящие убытки операторам связи (например, телефонная связь в сельской местности). В целях решения этой проблемы государство предлагает операторам вносить 3% их выручки в специально создаваемый для этого фонд в виде ежемесячных отчислений.
- **Регулирование отношений между старыми и новыми (альтернативными) операторами.**
- **Разграничение местных сетей.**
- **Более прозрачный процесс лицензирования.**
- **Регулирование участия иностранного капитала в российских организациях связи.**

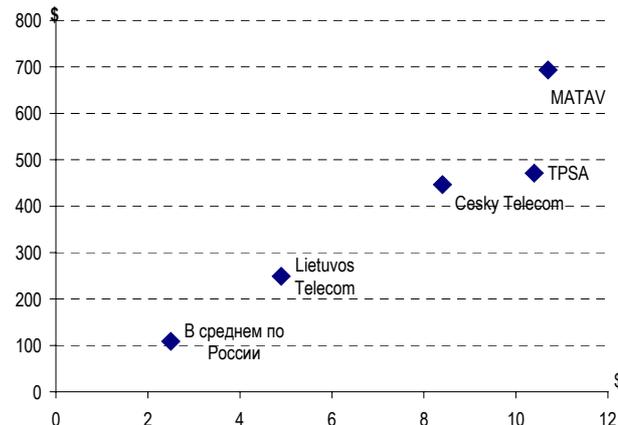
Ранее планировалось утвердить проект нового закона до июня 2002 г. В случае принятия закона региональные операторы получают возможность постепенно развивать свой бизнес до уровня восточноевропейских операторов. В настоящее время уровень цифровизации сетей у дочерних предприятий Связьинвеста составляет 42%, в то время как в Восточной Европе - 90%, причем там он был достигнут всего за несколько лет. Сегодня 40% всех издержек операторов связаны с обслуживанием устаревшего аналогового оборудования.

**Илл. 9. Степень цифровизации в сравнении с показателем «расходы в расчете на одну линию»**



Источники: Связьинвест, оценка Альфа-Банка

**Илл. 10. Местные тарифы в сравнении с показателем «выручка в расчете на одну линию»**



Источник: оценка Альфа-Банка



Принимая во внимание нынешний низкий уровень цифровизации и темпы роста тарифов на услуги городских сетей, а также высокий спрос на установку новых аппаратов (в целом по стране в списках очередников числятся 5,6 млн. человек), можно предположить, что для перевода всех местных сетей на цифровой формат потребуется очень много времени. Т.о., повышение тарифов до экономически обоснованного уровня является задачей первостепенной важности для региональных операторов.

***Ограничение участия нерезидентов может быть поставлено в зависимость от характера инвестиций***

С нашей точки зрения, ограничение участия нерезидентов в капитале российских компаний связи включает в себе потенциальную угрозу для развития отрасли. Как известно, рассматривалось несколько вариантов такого ограничения в зависимости от характера инвестиций (стратегические инвестиции или финансирование). Участие финансовых инвесторов предлагалось ограничить 49%, а для стратегических инвесторов (вкладывающих средства в развитие телекоммуникационных сетей) установить более низкий потолок. Мы считаем, что ограничение иностранного участия больше связано с политикой, чем с экономикой и что оно может вызвать негативную реакцию рынка.

Российская связь остро нуждается в значительных капиталовложениях (по оценке Леонида Реймана, \$33 млрд до 2010 г.), и поэтому привлечение стратегических иностранных партнеров имеет очень важное значение для развития отрасли. Любого рода ограничения или даже потенциальная угроза их введения снижают интерес инвесторов. Мы все же надеемся, что ограничения введены не будут, поскольку их отрицательные последствия очевидны.



## Динамика и оценка акций

Илл. 11. Динамика АДР, за месяц, на 27 марта

Компания	Биржа	Тип АДР	Соотношение	% АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели	
						MTD %	YTD %	Максимум \$	Минимум \$
<b>Нефть и газ</b>									
Газпром	Франкфурт	114A, REG S	10 в 1	1,4	13,5	8	39	14,9	6,1
ЛУКОЙЛ	Франкфурт	1 уровень	4 в 1	31,0	55,9	10	15	62,0	35,1
Сибнефть	Франкфурт	1 уровень	10 в 1	4,0	16,3	48	121	17,9	3,2
Сургутнефтегаз	Франкфурт	1 уровень	50 в 1	19,0	17,8	9	15	19,7	9,7
Сургутнефтегаз прив.	Берлин	1 уровень	100 в 1	н/д	21,5	-4	6	25,2	9,5
Татнефть	Нью-Йорк	2 уровень	20 в 1	25,0	13,7	29	33	13,7	7,4
Юкос	Берлин	1 уровень	15 в 1	20,0	121,8	20	н/д	н/д	н/д
<b>Энергетика</b>									
Иркутскэнерго	Франкфурт	1 уровень	50 в 1	н/д	3,5	-6	-15	4,4	2,8
Кузбассэнерго	Франкфурт	1 уровень	10 в 1	25,0	1,9	-7	97	2,4	0,8
Ленэнерго	Берлин	REG S	80 в 1	6,2	37,5	7	41	38,1	13,5
Мосэнерго	Франкфурт	1 уровень	100 в 1	20,0	4,1	7	1	4,8	2,8
РАО ЕЭС	Франкфурт	1 уровень	100 в 1	22,0	15,7	7	2	17,9	8,0
Ростовэнерго	Берлин	1 уровень	100 в 1	н/д	1,8	18	6	1,9	0,8
Ростовэнерго прив.	Берлин	1 уровень	100 в 1	н/д	1,2	-7	17	1,5	0,7
Самараэнерго	Франкфурт	1 уровень	70 в 1	н/д	2,1	-6	7	2,6	1,2
<b>Телекоммуникации</b>									
Челябинсксвязьинформ	Берлин	1 уровень	1 в 5	н/д	2,7	-12	1	5,0	2,6
Голден Телеком		н/д	1 в 1	н/д	15,4	31	32	16,7	6,9
МГТС	Берлин	1 уровень	1 в 1	н/д	6,1	0	-2	7,3	3,7
МТС	Нью-Йорк	3 уровень	20 в 1	17,0	37,3	10	5	39,0	22,5
Нижновсвязьинформ	Франкфурт	1 уровень	2 в 1	8,5	2,1	9	31	2,2	1,2
Ростелеком	Нью-Йорк	2 уровень	6 в 1	19,7	7,6	14	45	7,6	2,8
Ростовэлектросвязь	Берлин	1 уровень	5 в 1	н/д	2,8	0	1	2,8	2,5
Самарасвязьинформ	Берлин	1 уровень	1 в 5	н/д	5,2	20	96	8,1	2,2
Тюменьтелеком	Франкфурт	1 уровень	1 в 1	н/д	1,5	-9	38	2,4	0,4
Тюменьтелеком прив.	Франкфурт	1 уровень	2 в 1	н/д	1,9	14	80	2,0	0,4
Уралсвязьинформ	Франкфурт	1 уровень	200 в 1	н/д	2,5	5	40	2,9	1,1
ВымпелКом	Нью-Йорк	3 уровень	3 в 4	н/д	30,7	2	18	33,8	12,8
<b>Прочие сектора</b>									
ГМК Норильский Никель	Франкфурт	1 уровень	1 в 1	17,0	21,8	18	н/д	н/д	н/д
Уралмаш -Ижора	Берлин	144A, REG S	1 в 1	21,0	5,2	5	31	5,3	2,6
ГУМ	Франкфурт	1 уровень	2 в 1	32,2	3,3	-4	-1	4,1	1,8
ЦУМ	Франкфурт	1 уровень	20 в 1	10,8	4,1	5	4	6,6	2,5
Сан Интербрю (В)	Франкфурт	144A, REG S	1 в 1	32,0	6,3	-12	29	7,5	2,5

Источники: Рейтер, Блумберг



Илл. 12. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек», с начала месяца, на 27 марта

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	0,703	5	36	0,769	0,516	4,3	18,871	5,3	4,9	6,2	4,7	0,95	35	ПОКУПАТЬ
ЛУКойл	14,0	16	15	15,6	8,7	3,5	11,925	4,8	6,5	2,8	3,5	15,80	13	НАКАПЛИВАТЬ
Сибнефть	1,59	38	118	1,78	0,34	1,1	7,539	7,6	7,1	5,1	4,4	1,83	15	НАКАПЛИВАТЬ
Сургутнефтегаз	0,360	20	14	0,392	0,196	1,8	9,161	4,4	4,9	3,3	3,4	0,54	50	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,678	35	29	0,678	0,375	2,4	1,549	2,1	3,4	1,2	1,6	0,76	12	ДЕРЖАТЬ
Юкос	8,02	17	54	8,35	2,59	1,8	17,044	5,6	5,5	3,6	3,7	9,21	15	ПОКУПАТЬ
PKN	24,47	2	12	26,93	18,33	0,3	27,357	6,2	6,8	3,5	3,5			
Petrobras	18,01	-6	1	19,95	12,62	3,7	1,762	н/з	6,4	12,6	5,9			
MOL	0,21	10	16	0,24	0,17	12,2	36,069	6,3	8,7	3,4	3,9			
<b>Среднее</b>								<b>6,3</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>4,4</b>			
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0,075	-2	-9	0,092	0,061	0,0	358	н/з	н/з	6,1	5,8	0,09	25	ДЕРЖАТЬ
Ленэнерго	0,480	17	34	0,505	0,150	0,1	405	10,0	6,3	4,4	3,6	0,48	0	НАКАПЛИВАТЬ
Мосэнерго	0,041	4	0	0,048	0,028	0,9	1,165	16,8	10,9	3,9	3,5	0,06	46	СПЕК. ПОКУПКА
РАО ЕЭС	0,158	5	0	0,179	0,084	5,1	6,614	19,7	11,5	3,5	3,1	0,24	52	ПОКУПАТЬ
EdP	2,75	8	-2	3,74	2,50	18,0	8,241	16,0	9,4	9,4	9,2			
Endesa	19,43	-2	-3	22,89	17,75	116,1	21,291	11,8	10,9	8,5	8,1			
Telega	2,97	8	6	3,32	1,95	3,8	8,830	19,9	19,1	12,6	11,8			
<b>Среднее</b>								<b>15,9</b>	<b>13,1</b>	<b>10,2</b>	<b>9,7</b>			
<b>Телекоммуникации</b>														
МГТС	7,00	-1	17	7,45	4,75	0,0	611	53,3	13,3	6,0	5,0	7,00	0	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	14,45	6	11	15,90	7,88	14,8	6,787	10,9	8,3	5,2	4,6			
Tele Norte Leste	11,14	-16	-11	15,51	7,80	21,8	4,745	28,4	14,2	2,5	2,2			
<b>Среднее</b>								<b>19,6</b>	<b>11,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>			
Ростелеком	1,25	8	37	1,27	0,46	0,7	1,081	19,9	7,5	3,5	3,4	1,45	16	НАКАПЛИВАТЬ
Indosat	1,05	1	6	1,23	0,75	2,7	1,087	7,1	6,1	3,7	2,6			
Embratel	3,94	-12	-12	9,89	2,88	10,9	1,204	309,7	19,8	2,6	2,4			
<b>Среднее</b>								<b>7,1</b>	<b>12,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>			
Голден Телеком	15,43	31	32	16,7	6,9	0,4	372	н/з	10,2	14,6	3,5	24,00	56	ПОКУПАТЬ
Netia	1,67	25	-16	18,54	0,89	0,6	52	н/з	н/з	69,3	26,2			
МТС	37,3	10	5	39,0	22,5	5,4	3,721	18,0	20,8	8,4	6,7	40,00	7	НАКАПЛИВАТЬ
Turkcell	0,007	-2	-29	0,010	0,002	0,0	3,313	н/з	12,9	7,0	4,2			
Mobinil	7,93	-2	-4	18,45	6,33	н/д	810	10,1	8,9	5,0	4,1			
<b>Среднее</b>								<b>10,1</b>	<b>10,9</b>	<b>6,0</b>	<b>4,1</b>			
<b>Металлургия</b>														
ГМК Норильский Никель	21,4	8	26	21,97	15	1,7	4,578	8,2	12,5	3,4	4,8	27,00	26	ПОКУПАТЬ
Aplats	42,99	6	11	45,85	22,15	0,4	9,291	15,7	14,9	10,1	9,5			
Eramet	33,23	-3	10	41,09	19,24	0,0	821	16,9	11,5	4,6	4,6			
WMC	5,14	1	2	5,42	3,40	3,1	9,443	22,1	20,9	11,0	11,1			
<b>Среднее</b>								<b>18,2</b>	<b>15,8</b>	<b>8,6</b>	<b>8,4</b>			
Северсталь	69,00	22	57	71,25	34,50	0,1	1,523	8,8	8,2	3,9	3,9	65,00	-6	ДЕРЖАТЬ
China Steel	0,46	-13	18	0,57	0,31	17,9	4,172	20,0	17,6	7,7	7,3			
POSCO	108,74	-2	18	122,33	53,99	0,4	10,177	16,9	13,1	н/д	н/д			
<b>Среднее</b>								<b>18,5</b>	<b>15,4</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>			
<b>Продукты</b>														
Балтика	13,15	-6	45	14,75	9	0,0	1,408	10,9	9,8	7,0	5,7	18,00	37	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	6,3	-12	29	7,5	2,5	0,2	622	30,9	15,5	8,2	5,9	9,60	52	ПОКУПАТЬ
Okocim	2,9	-2	13	3,9	2,4	0,0	64	46,9	14,3	9,6	7,3			
Zywiec	66,4	1	19	68,0	38,9	0,1	753	н/з	н/з	9,4	8,9			
<b>Среднее</b>								<b>46,9</b>	<b>14,3</b>	<b>9,5</b>	<b>8,1</b>			
<b>Торговля</b>														
ГУМ	1,6	-3	12	1,75	1,1	0,0	96	7,1	5,6	4,4	4,0	2,10	31	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	2,82	11	17	2,82	2,25	0,0	242	13,6	15,2	11,0	9,8			
Matahari Putra Prima	0,06	4	44	0,08	0,04	0,9	175	6,5	5,6	2,3	2,0			
<b>Среднее</b>								<b>10,1</b>	<b>10,4</b>	<b>6,7</b>	<b>5,9</b>			
<b>Машиностроение</b>														
Уралмаш-Ижора	5,35	11	40	5,35	2,75	0,0	189	10,0	6,3	3,3	2,8	6,50	21	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	26,43	0	38	28,47	14,76	0,6	2,009	17,0	6,5	7,9	7,1			
Atlas Copco	23,16	-3	2	25,49	15,75	1,5	4,801	15,7	16,2	6,6	6,7			
<b>Среднее</b>								<b>16,3</b>	<b>11,4</b>	<b>7,3</b>	<b>6,9</b>			

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



Илл. 13. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 27 марта

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар \$ млн.	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
	\$	%	MTD	YTD	Макс.	Мин.			2001П	2002П	2001П	2002П			
<b>Нефть и газ</b>															
Мегионнефтегаз	5,02	9	-9	5,5	2,1	142,4	565	4,6	5,2	2,5	2,7	9,60	91	ПОКУПАТЬ	
Пурнефтегаз	3,2	0	-14	5,5	2,72	0,9	310	7,8	8,7	3,9	4,8	2,40	-25	ПРОДАВАТЬ	
Сахалинморнефтегаз	2,5	0	-6	4,0	2,5	0,3	186	3,0	3,3	1,4	2,0	4,50	80	ДЕРЖАТЬ	
Удмуртнефть	70	0	155	75	22	0,0	235	2,6	2,9	1,2	1,3	51,20	-27	ДЕРЖАТЬ	
<b>Энергетика</b>															
Башкирэнерго	0,167	16	66	0,18	0,055	31,5	183	3,2	3,3	1,9	2,2	0,20	20	ПОКУПАТЬ	
Челябэнерго	0,010	5	25	0,011	0,007	0,6	49	20,7	6,8	3,0	2,0	0,012	20	НАКАПЛИВАТЬ	
Красноярскэнерго	0,135	17	68	0,150	0,034	2,4	90	22,7	3,5	4,6	1,8	0,15	11	НАКАПЛИВАТЬ	
Кубаньэнерго	3,1	18	56	3,10	0,65	3,4	55	5,6	4,5	2,0	2,0	4,20	35	СПЕК. ПОКУПКА	
Кузбассэнерго	0,200	-4	70	0,218	0,088	30,4	121	н/з	10,8	3,0	2,4	0,214	7	ДЕРЖАТЬ	
Новосибирскэнерго	1,95	0	8	2,27	1,80	0,0	29	н/з	12,6	11,0	3,5	2,50	28	ДЕРЖАТЬ	
Пермэнерго	1,95	0	22	2,15	1,03	3,8	91	4,6	3,4	1,3	1,3	2,87	47	СПЕК. ПОКУПКА	
Ростовэнерго	0,017	0	10	0,020	0,013	1,6	64	7,7	4,1	5,0	3,9	0,023	36	НАКАПЛИВАТЬ	
Самараэнерго	0,031	-13	9	0,038	0,021	10,3	118	8,9	6,6	3,0	2,9	0,04	43	НАКАПЛИВАТЬ	
Свердловэнерго	0,158	32	56	0,158	0,051	19,2	102	6,8	2,4	1,4	0,9	0,157	-1	ДЕРЖАТЬ	
<b>Телекоммуникации</b>															
Башинформсвязь	0,083	0	18	0,115	0,037	2,1	79	8,6	4,9	3,0	2,7	0,09	9	НАКАПЛИВАТЬ	
Красноярскэлектросвязь	3,9	26	86	3,99	1,70	16,9	46	57,9	47,4	3,6	2,9	4,6	18	СПЕК. ПОКУПКА	
Ленсвязь	11	10	30	12	8	0,8	26	14,7	13,5	3,2	2,9	9,98	-10	REDUCE	
Нижегосвязьинформ	1,33	-1	46	1,45	0,72	5,9	144	14,4	5,7	4,7	3,2	1,64	23	НАКАПЛИВАТЬ	
Ростовэлектросвязь	0,82	8	64	0,89	0,38	1,5	69	18,9	17,2	4,4	4,0	0,82	0	ДЕРЖАТЬ	
Самарасвязьинформ	27	7	48	27,0	16,4	1,9	62	10,8	9,4	4,6	4,0	33,04	22	СПЕК. ПОКУПКА	
Северо-Западный Телеком	0,525	10	25	0,57	0,31	103,5	281	18,0	22,5	5,2	5,9	0,49	-7	ДЕРЖАТЬ	
СибирьТелеком	0,03	36	63	0,03	0,02	26,6	94	13,4	7,4	3,7	3,2	0,04	23	ПОКУПАТЬ	
Тюменьтелеком	2	-5	59	2,15	0,75	11,7	63	24,8	21,1	5,4	4,6	2,2	10	ДЕРЖАТЬ	
Уралсвязьинформ	0,013	-8	51	0,015	0,007	13,8	116	43,8	11,2	4,4	3,1	0,02	13	ДЕРЖАТЬ	
Уралтелеком	6,8	-6	64	8,3	4,1	6,6	81	8,7	7,9	3,0	2,3	8	18	НАКАПЛИВАТЬ	
Хантымансийскокртелеком	1,95	5	50	2,35	1,00	20,3	40	3,4	3,1	1,7	1,6	2,1	8	ДЕРЖАТЬ	
ЦентрТелеком	0,315	-2	31	0,37	0,14	27,4	173	16,6	8,1	5,0	3,6	0,34	8	ДЕРЖАТЬ	
Челябинсксвязьинформ	16,3	-3	2	16,8	13,9	2,7	93	36,6	587,5	6,5	5,9	17,1	5	ДЕРЖАТЬ	
ЮжТелеком	0,09	-2	52	0,098	0,04	34,5	126	10,5	3,3	5,1	2,7	0,13	44	ПОКУПАТЬ	
<b>Прочие сектора</b>															
Аэрофлот	0,386	4	8	0,407	0,250	48,7	429	218,7	33,3	5,8	4,8	0,33	-15	СОКРАЩАТЬ	
АвтоВАЗ	32,25	8	81	34,8	4,35	189,3	940	6,0	2,1	2,6	2,0	36	12	СПЕК. ПОКУПКА	
Челябинский трубный	0,110	-5	47	0,128	0,062	7,4	52	2,3	1,3	1,5	0,9	0,17	55	СПЕК. ПОКУПКА	
ГАЗ	35	9	21	43,00	13,85	45,2	185	н/з	24,8	24,7	11,0	17,0	-51	ПРОДАВАТЬ	
Красный Октябрь	7	1	31	7,0	3,5	1,9	62	5,9	6,5	3,3	3,9	8,2	17	ДЕРЖАТЬ	
Сбербанк	131	39	69	131,0	30	811,5	2 574	3,9	3,4	н/д	н/д	187	43	ПОКУПАТЬ	

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

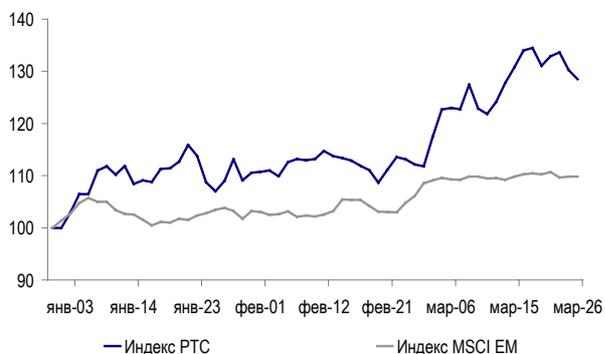
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 14. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 27 марта

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	Дисконт прив. к обыкн. %	Дивиденд на акцию \$	Дивиденд. доходность %	Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
	\$	%	MTD	YTD	Макс.	Мин.							
<b>Нефть и газ</b>													
СургутНГ прив.	0,222	10	11	0,237	0,095	483,5	38	0,0032	1,4	0,33	46	ПОКУПАТЬ	
Татнефть прив.	0,485	17	38	0,485	0,22	88,5	28	0,0328	6,8	0,456	-6	ДЕРЖАТЬ	
<b>Энергетика</b>													
РАО ЕЭС прив.	0,124	-3	6	0,1345	0,038	38,6	21	0,0050	4,0	0,25	102	ПОКУПАТЬ	
<b>Телекоммуникации</b>													
Ростелеком прив.	0,702	11	45	0,73	0,21	66,9	44	0,0300	4,3	0,86	23	НАКАПЛИВАТЬ	

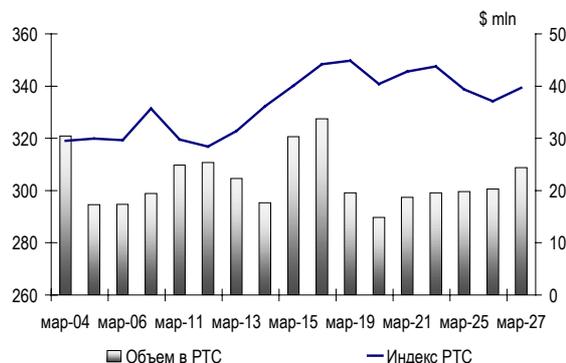
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

## Графики

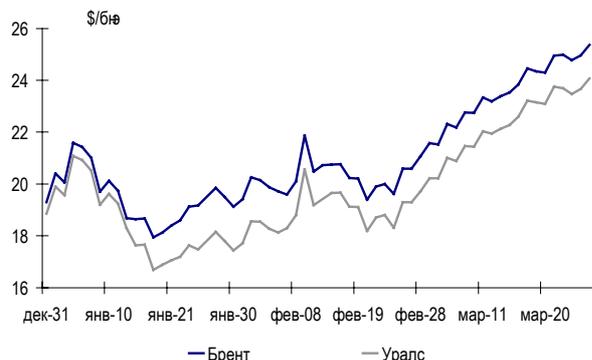
**Илл. 15. Индекс РТС относительно индекса MSCI EM, с начала года**


Источник: Рейтер

- Индекс РТС вырос на 17% в марте на фоне возросшего спроса со стороны нерезидентов

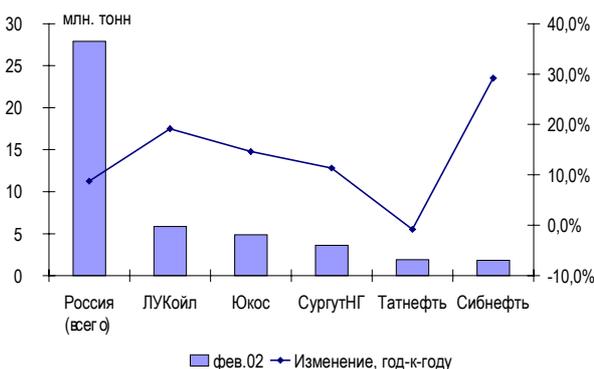
**Илл. 16. Динамика индекса РТС, за месяц**


Источник: РТС

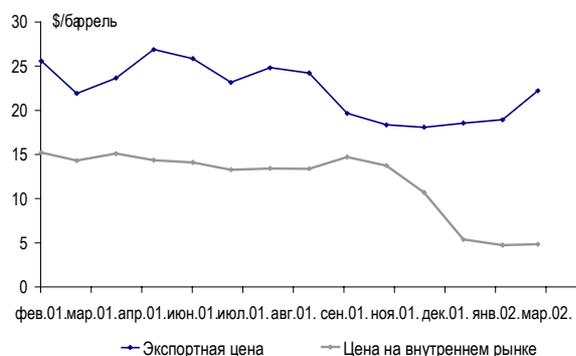
**Илл. 17. Цены на нефть: Брент и Уралс, с начала года**


Источник: Блумберг

- Высокие экспортные цены на нефть компенсировали низкий уровень внутренних цен
- Увеличение добычи нефти ЛУКОЙЛа в феврале текущего года относительно аналогичного периода прошлого года объясняется низким уровнем его добычи в феврале 2001 года

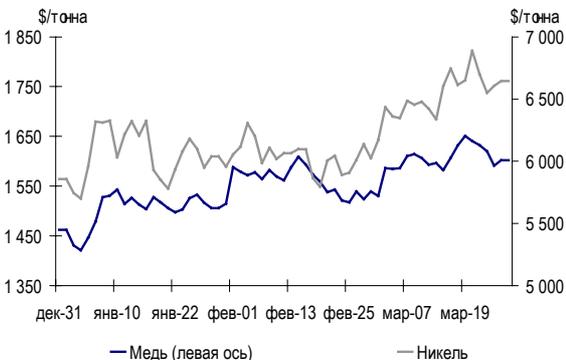
**Илл. 18. Добыча нефти компаниями, февраль 2002 года**


Источник: Министерство энергетики

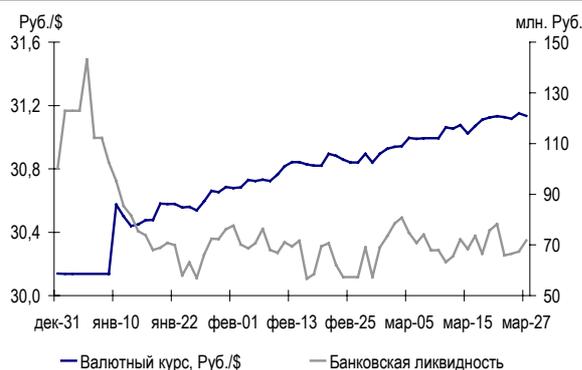
**Илл. 19. Динамика экспортных и внутренних цен на нефть, февраль 2001 г. – февраль 2002 г.**


Источник: Министерство энергетики

- Внутренние цены на нефть стабилизировались на уровне \$4,8/баррель в марте
- Цены на никель и медь выросли в марте с. г. на 10% и 4%, соответственно

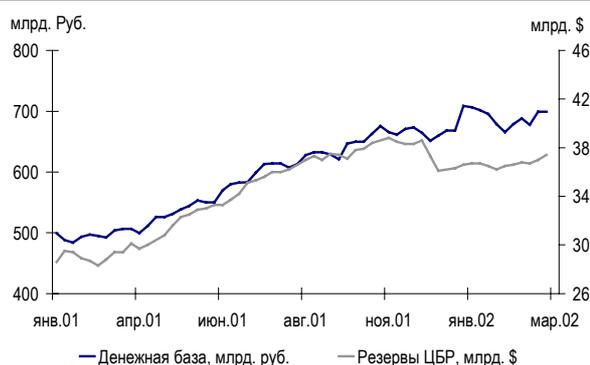
**Илл. 20. Цены на медь и никель, с начала года**


Источник: Блумберг

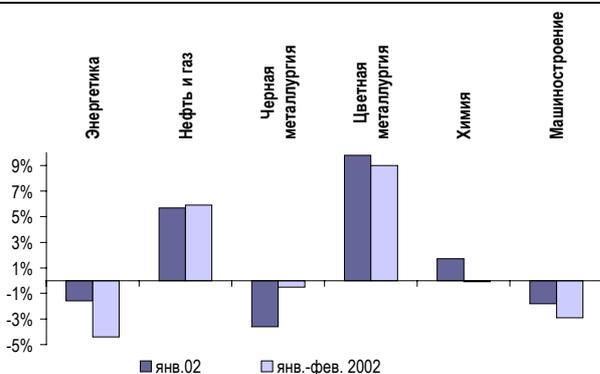
**Илл. 21. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года**


Источник: ЦБР

- С назначением нового главы ЦБР, приоритетной задачей ведомства стало наращивание золотовалютных резервов РФ, и, как следствие, более быстрое обесценение рубля

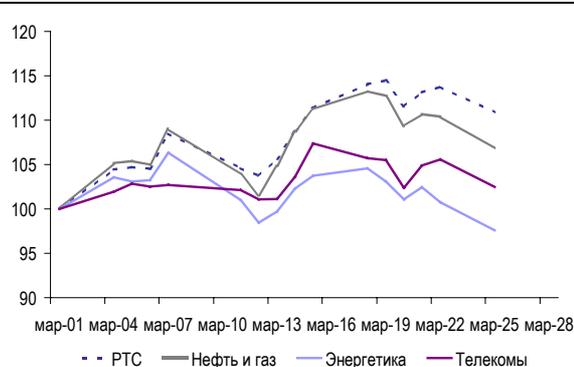
**Илл. 22. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года**


Источник: ЦБР

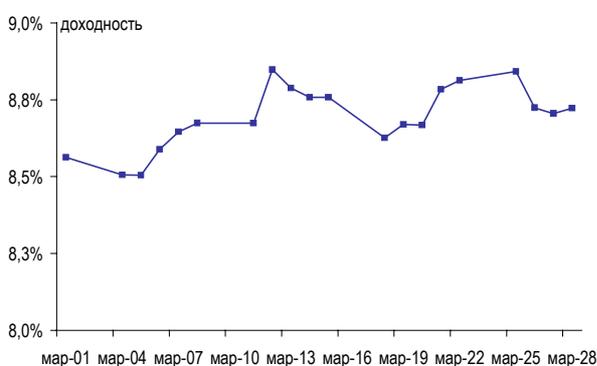
**Илл. 23. Динамика промышленного роста, январь – февраль 2002 г.**


Источник: Минфин

- Разочаровывающие цифры по промышленному росту в январе-феврале 2002 г. сигнализируют о том, что политики более слабого рубля может быть недостаточно для оживления экономики
- Цены нефтегазового сектора росли в марте быстрее среднего по рынку индикатора, — вследствие роста мировых цен на нефть

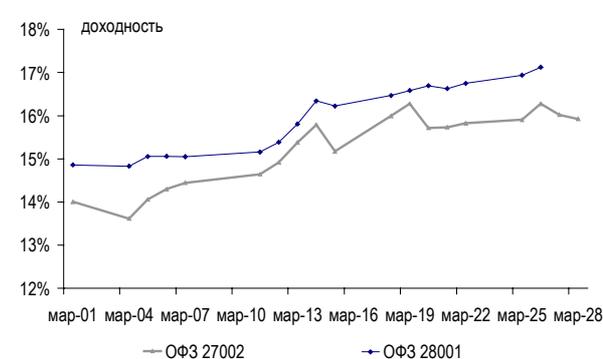
**Илл. 24. Динамика отраслевых индексов относительно индекса РТС, за месяц**


Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 25. Динамика Евро – 07, за месяц**


Источник: Рейтер

- В марте российские еврооблигации консолидировались на текущих уровнях
- Доходности ОФЗ вновь повысились вследствие более быстрого обесценения рубля

**Илл. 26. ОФЗ 27001 – ОФЗ 28001, с начала года**


Источник: Рейтер



## Календарь событий

Илл. 27. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания	Событие
1	Нефть	Рост экспортной пошлины с \$8 до \$9,2
1	Ростовэнерго	Внеочередное собрание акционеров по внесению изменений в Устав
1	Нижегородэнерго	Внеочередное собрание акционеров по внесению изменений в Устав
1	Самаразэнерго	Внеочередное собрание акционеров по внесению изменений в Устав
1	Новосибирскэнерго	Внеочередное собрание акционеров по внесению изменений в Устав
3	РАО ЕЭС	Заседание совета директоров, в том числе по вопросу участия в Системном операторе
4	СУАП	Начало размещения нового выпуска акций
4	Белгородэнерго	Внеочередное собрание акционеров по внесению изменений в Устав
6	НЛМК	Внеочередное собрание акционеров по избранию нового совета директоров
6	Мосэнерго	Внеочередное собрание акционеров по внесению изменений в Устав
9	Мосэнерго	Выплата купона (\$6 млн.) по еврооблигациям
12	Мосэнерго	Дата закрытия реестра для годового собрания акционеров (30 мая)
12	Челябэнерго	Внеочередное собрание акционеров по внесению изменений в Устав
27	ГУМ	Годовое собрание акционеров
<b>В начале апреля</b>	МТС	Объявление финансовых результатов за 2001 год
<b>К концу месяца</b>	ЛУКОЙЛ	Объявление о результатах аукциона по приватизации Hellenic Petroleum
<b>К концу месяца</b>	Юкос	Завершение сделки по приобретению 27% Mazeikiu Nafta
<b>В течение месяца</b>	РАО ЕЭС	Пакет законопроектов должен быть представлен в Госдуму

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова  
(7 095) 795-3677

## Экономика и политика

**За первые два месяца 2002 г. темпы роста промышленного производства оказались лишь на 2,1% выше, чем год назад**

Как мы и ожидали, в первые месяцы 2002 г. ситуация в экономике вырисовалась довольно мрачная. Несмотря на замедление инфляции в феврале-марте (по сравнению с 3,1% в январе), темп роста промышленного производства оказался чрезвычайно низким. В январе-феврале выпуск промышленной продукции увеличился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года лишь на 2,1% (ненамного выше он был и в январе - 2,2%). Эта цифра значительно ниже официального прогноза на 2002 г. (3,2-4,3%), причем замедление роста в промышленности уже начало сказываться на доходах федерального бюджета: в течение одного только февраля 2002 г. они сократились на 10%.

**Центробанк должен заняться управлением реального курса рубля**

Уход Виктора Геращенко с поста председателя Центробанка (15 марта) возвещает об изменениях к лучшему в экономической политике. Мы полагаем, что с приходом в ЦБ Сергея Игнатьева обменный курс рубля начнет снижаться быстрее, и это позволит правительству остановить замедление темпов роста ВВП. Предполагается, что при Игнатьеве политика ЦБ изменится: если раньше главным инструментом этой политики был номинальный обменный курс, то уже в самое ближайшее время основное внимание будет уделено управлению реальным курсом рубля.

**Илл. 28. Макроэкономические показатели**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>За март</b>						
Инфляция	0,9	0,4	3,0	0,9	1,5	1,5
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,8	6,1	24,2	28,4	28,9	31,3
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	18,2	16,0	11,2	17,1	29,0	38,0
<b>Годовые</b>						
Рост ВВП, %	0,8	-4,9	3,2	7,7	1,5	2,8
Рост инвестиций, %				17,7	9,0	
Рост частного потребления, %				9,1	4,0	
Инфляция, %	11,0	84,0	37,0	20,0	20,0	16,0
Курс рубля на конец года, руб./\$	6,0	20,7	27,0	28,1	30,7	35,0
Золотовалютные запасы на конец года, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28,0	31,0	42,0
Сальдо торгового баланса	16,6	16,9	36,0	61,0	48,0	35,0
Экспорт	89,0	74,9	75,8	105,0	96,0	90,0
Импорт	72,0	58,0	39,6	44,0	48,0	55,0

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

**Илл. 29. Основные события**

Дата	Событие
6 марта	<b>Инфляция в РФ в феврале составила 1,2%, что лучше ожиданий в 1,6%.</b> По нашим оценкам, темпы роста цен в марте-апреле будут более высокими по сравнению с февралем. Этому будет способствовать, в частности, повышение тарифов на электроэнергию с 1 марта с. г. на 20%.
11 марта	<b>Дума и Правительство не преодолели разногласия при обсуждении поправок к закону «О Центральном банке РФ».</b> В рамках обсуждения поправок к закону «О ЦБ» депутаты предложили вариант, по которому Банк России остается акционером ВТБ до 1 января 2005 г. Кроме того, профильные комитеты Госдумы внесли поправки, в соответствии с которыми ЦБ будет более детально отчитываться о проводимой денежно-кредитной политике.
12 марта	<b>Профицит федерального бюджета в январе-феврале составил 33,3 млрд. руб. или 2,3% ВВП.</b> По итогам исполнения бюджета за 2 месяца 2002 г можно сделать вывод о том, что за февраль бюджет был исполнен с дефицитом в размере 2,1% ВВП. Помимо крупных внешних выплат (\$1,7 млрд), сохраняется напряженная ситуация с налоговыми сборами. С учетом снижения объемов выплат по внешнему долгу до \$1,3 млрд. в марте, мы ожидаем, что бюджет в текущем месяце будет профицитным.
15 марта	<b>Председатель ЦБ Виктор Геращенко подал в отставку.</b> Одной из возможных причин снятия с поста Геращенко являются непреодолимые разногласия по поводу поправок к ФЗ «О ЦБ», в частности, в области полномочий НБС, ограничивающих независимость Банка России. Возможный преемник Геращенко, - первый замминистра финансов РФ Сергей Игнатьев, - заявил о намерении придерживаться текущей курсовой политики ЦБ.
15 марта	<b>ОПЕК решает удерживать добычу нефти на уровне 21,7 млн. баррелей в день во втором квартале с тем, чтобы держать цены на нефть на уровне \$22-28/баррель.</b> На регулярной встрече 14 марта ОПЕК решила продлить ограничения по производству нефти первого квартала и на второй квартал. Квота для стран членов ОПЕК остается на уровне 21,7 млн. баррелей в день, что является минимумом за последние 10 лет. ОПЕК намерен поддерживать цены в ценовом коридоре \$22-28/баррель, и пока цены не превысят потолка \$28/баррель, необходимости в увеличении добычи нет. На настоящий момент нефть марки Brent вернулась к уровню \$23,84/баррель с \$16,62 в середине ноября.
18 марта	<b>Промышленное производство за январь-февраль 2002 года возросло на 2,1%; падение производства в машиностроении на 2,9% подтверждает наши опасения в отношении роста ВВП.</b> По нашим прогнозам, более высокие темпы номинального обесценения рубля не смогут стать решающим фактором экономического роста в условиях продолжающегося спада производства в машиностроительной отрасли. Хотя мы приветствуем политику более быстрого номинального обесценения рубля, мы сохраняем наш прогноз по росту промпроизводства по итогам года в 3%, ВВП - в 2,8%.
19 марта	<b>Ставка рефинансирования может быть снижена в текущем году.</b> Последний раз ставка рефинансирования была пересмотрена до 25% с 28% в ноябре 2000 г. Очередное снижение ставки имеет целью стимулировать кредитование реального сектора, а также высокие темпы экономического роста в 2003 г (более 3%). Снижение ставки рефинансирования не окажет существенного влияния на уровень доходностей на рынке внутренних заимствований (на данный момент 15-17%).
20 марта	<b>Россия решила поддержать ОПЕК и расширить квоты на экспорт (150 тыс. баррелей в день) и на второй квартал 2002 года.</b> Это означает, что российские нефтяные компании смогут экспортировать 32.8 млн. тонн нефти в течение следующих трех месяцев в страны, не входящими в СНГ. В конце прошлого года Россия согласилась поддержать ОПЕК и сократить добычу нефти до 150 тыс. баррелей в день на протяжении первого квартала 2002 года. Тем не менее, премьер-министр добавил, что если в течение квартала будет наблюдаться стабилизация на растущем тренде, правительство и главы нефтяных компаний встретятся для возможного пересмотра позиции. Это означает, что если цены стабилизируются на уровне \$25/баррель, Россия может принять решение об отмене экспортных квот до конца второго квартала 2002 г.
21 марта	<b>Правительство объявило о новых планах реформирования налоговой системы.</b> Правительство предлагает снизить федеральную составляющую налога на прибыль с 7,5% до 6% с 01.01.2003 г, что означает снижение ставки налога на прибыль до 22,5% с 24%. В качестве компенсации сокращения поступлений от налога на прибыль предполагается (1) индексация ставок акцизов в среднем на 15%, (2) увеличение ставки налога на землю на 80%, а также (3) отказ от снижения ставки НДС как минимум до 2004 г. Кроме того, правительство РФ предлагает ввести с 1 января 2003 г. новый транспортный налог на частных лиц, поступления от которого частично компенсируют отмену налога на пользователей автодорог (взимается как 1% от выручки, выплаты производятся из прибыли). В случае если фискальная ситуация останется напряженной (задание по налоговым сборам в феврале было выполнено на 98,6%) правительство может обратиться к административным мерам, в том числе к дифференцированному подходу к налогоплательщикам. Не исключается также недофинансирование расходной части бюджета.
23 марта	<b>Объем инвестиций в основной капитал вырос в феврале 2002 года по сравнению с февралем 2001 года на 0,1%.</b> С начала текущего года происходит замедление темпов роста инвестиций в основной капитал: в январе аналогичный показатель составил 0,5%. Рост в феврале по отношению к предыдущему месяцу на 12,8% не является показательным по причине резкого снижения объемов инвестиций в январе (более 60% к декабрю 2001 г). По нашей оценке, рост промышленного производства в I квартале составит 2-2,5%.

Источник: оценка Альфа-Банка

## Новости компаний и отраслей

**Константин Резников**

(7 095) 795-3612

**Анна Бутенко**

(7 095) 795-3745

**С начала месяца цена нефти сорта Брент выросла на 16,6% (до \$24,57/баррель)**

**Если ОПЕК не увеличит добычу нефти в 3-м кв. кв. 2002 г., цена сорта Брент может превысить отметку \$30/баррель**

**Интерес к покупке акций нефтегазовых компаний возрастет в середине мая**

### Нефть и газ

Как мы и ожидали, Россия продлила действие ограничений на экспорт нефти до конца 2-ого кв. 2002 г. (150 тыс. баррелей в сутки). В результате совместных усилий членов ОПЕК и других нефтедобывающих стран в марте цена нефти значительно выросла: по сорту Брент на 16,6% с начала месяца (до \$24.57/баррель), по майским и июньским фьючерсам – превысила \$25/баррель. За период с начала года средняя цена сорта Брент составила \$21,2/баррель.

Следующее заседание ОПЕК запланировано на 26 июня с. г. Генеральный секретарь Али Родригес полагает, что картель на следующем заседании, а возможно даже до конца года, скорее всего, не будет увеличивать квоты на добычу. Однако в связи ожидающимся подъемом экономики, который уже в середине этого года может привести к росту спроса на топливо, многие эксперты предупреждают о возможных негативных последствиях сохранения текущих уровней добычи в 3-м кв. 2002 г. Руководители Департамента энергетической информации (EIA) США заявили, что если в 3-м кв. 2002 г. ОПЕК не увеличит квоты на 0,5-1 млн. баррелей в сутки, цена сорта Брент превысит отметку в \$30/баррель.

Одно из событий, которого участники рынка ожидали с особым нетерпением - выход отчета Сургутнефтегаза за 1998-2000 гг. по US GAAP, приуроченного к очередному общему собранию акционеров 30 марта (реестр закрыт 12 февраля) – было снова отложено. В результате котировки акций компании пошли вниз. Новая дата выхода отчета пока не называется. Другие крупные нефте- и газодобывающих компании - ЛУКойл, Татнефть, ТНК и Газпром - уже объявили даты проведения очередных общих собраний акционеров (они состоятся в период с 20 по 28 июня). Т.о., примерно в середине мая, с приближением даты закрытия реестра акционеров, интерес к бумагам этих компаний, а вместе с ним и их цены вырастут. Очередные общие собрания акционеров Юкоса и Сибнефти (их даты еще не объявлены) также, по-видимому, состоятся в конце июня.

### Илл 30. Сроки проведения очередных общих собраний акционеров и расчетные данные о выплате дивидендов в 2002 г.

	Сроки проведения собрания	Предполагаемая дата закрытия реестра	Дивиденд по	Дивиденд по	Дивидендный	Дивидендный доход	Совокупный
			обыкновенным акциям	привилегированным акциям	доход по обыкновенным акциям	по привилегированным акциям	дивиденд в % от консолидированной чистой прибыли
			\$	\$	%	%	%
ЛУКойл	27 июня	13 мая	0,38	-	2,8	-	13,0
Юкос	конец июня	середина мая	0,18	-	2,3	-	13,0
Сургутнефтегаз	30 марта	12 февраля	0,001	0,003	0,3	1,5	2,2
Татнефть	28 июня	середина мая	0,02	0,03	2,5	7,0	5,9
Сибнефть**	конец июня	середина мая	0,21	-	12,8	-	100,4
ТНК	28 июня	середина мая	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Газпром	20 июня	начало мая	0,017	-	2,5	-	10,3
Транснефть	конец июня	середина мая	4,54	30,29	Н/Д	9,6	8,9

Примечание: \* размер выплат рекомендуемый Советом директоров; \*\* выплата произведена в виде промежуточных дивидендов; Н/Д – нет данных

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

## Газпром

### Илл. 31. 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	5,3	4,9	5,9	5,5
EV/EBITDA	6,2	4,7	5,3	5,1
Капитализация, млн. \$	18 871,1			
EV, млн. \$	30 771,1			
Добыча, млрд. куб. см	3,2			
Запасы, млрд. куб. м	184,1			
Количество акций, млн.	23 673,5			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 32. 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. 33. Основные события

Дата	Событие
12 марта	<b>Налоговая полиция обвиняет Газпром в значительных уклонениях от уплаты налогов в 1999-1П2001 года.</b> Среди обвинений налоговой полиции фигурирует использование трансфертных цен при экспорте газа и уклонение от уплаты акцизов на газ, используемый компанией для собственного потребления. Доказать использование трансфертных цен сложно, особенно принимая во внимание условия долгосрочных контрактов Газпрома. Второе обвинение в уклонении от уплаты акцизов выглядит более серьезным. Такие обвинения со стороны налоговой полиции опасны для компании, особенно принимая во внимание дефицитный бюджет Газпрома на 2002 год.
13 марта	<b>Результаты Газпрома за 9М2001 г. по МСБУ: рост выручки приостановлен, норма прибыли до налогообложения выросла до 37%, норма чистой прибыли снизилась до 7,3%.</b> Результаты Газпрома по МСБУ за 9М2001 г. подтверждают тенденцию первого полугодия прошлого года, однако, в результате снижения европейских цен в 3Кв.2001 г. рост выручки за 9М2001г. составил всего 2,5% по сравнению с 9М2000 г. Чистая прибыль Газпрома за 9М2001 г. на 15,7% ниже по сравнению с аналогичным периодом 2000 г., а норма чистой прибыли снизилась до 7,3%.
19 марта	<b>ЛУКОЙЛ намерен вложить \$64 млн. в газоперерабатывающий завод, норма доходности оценена в 22%.</b> Компания ЛУКОЙЛ планирует развивать свой газовый бизнес в целях использования газа, добываемого в Западной Сибири. ЛУКОЙЛ купил Локосовский ГПЗ у компании Сибур-Тюмень в январе 2002 года. В 2001 году данный завод переработал 1 млрд. куб. метров газа. ЛУКОЙЛ ожидает повысить газоперерабатывающие мощности завода до 1,5 млрд. куб. метров. Чтобы достигнуть данных мощностей, компания планирует вложить \$64 млн. до 2004 года в модернизацию завода и создание необходимой инфраструктуры. Мы оцениваем норму прибыльности данного проекта в 22%, что в значительной степени превышает 2002 оц. WACC ЛУКОЙЛа в 11,4%.

Источник: оценка Альфа-Банка

## ЛУКОЙЛ

### Илл. 34. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 706,3	11 397,9	11 001,8	11 504,9
EBITDA, млн. \$	4 225,9	3 394,0	3 149,1	3 229,4
Чистая прибыль, млн. \$	2 465,4	1 843,0	1 704,8	1 807,2
P/E	4,8	6,5	7,0	6,6
EV/EBITDA	2,8	3,5	3,8	3,7
Капитализация, млн. \$	11 924,9			
EV, млн. \$	11 925,0			
Добыча, млн. бнэ	571,6			
Запасы, млн. бнэ	14 868,0			
Количество акций, млн.	850,6			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 35. 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. 36. Основные события**

Дата	Событие
12 марта	<b>ЛУКОЙЛ продал Bitech Petroleum проекты на Сахалине и в Марокко за \$0,21/баррель резервов.</b> Мы расцениваем данный шаг позитивно. Избавляясь от малозффективных небольших проектов, компания может сосредоточить усилия на развитии более крупных перспективных месторождениях, таких, как 46,8% Bitech в Египте. Более того, мы считаем, что ЛУКОЙЛ получил хорошую цену, особенно принимая во внимание сомнительные перспективы проекта.

Источник: оценка Альфа-Банка

## Сибнефть

**Илл. 37. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 234,2	3 804,5	3 938,6	3 720,7
ЕБИТДА, млн. \$	1 576,4	1 845,1	2 031,7	1 825,0
Чистая прибыль, млн. \$	989,1	1 066,7	1 206,0	1 050,9
P/E	7,6	7,1	6,3	7,2
EV/ЕБИТДА	5,1	4,4	4,0	4,4
Капитализация, млн. \$	7 538,7			
EV, млн. \$	8 096,1			
Добыча, млн. бнэ	150,9			
Запасы, млн. бнэ	4 644,0			
Количество акций, млн.	4 741,3			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 38. Краткий обзор компании**

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

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 39. Основные события**

Дата	Событие
4 марта	<b>Сибнефть выпускает дополнительные еврооблигации на сумму \$125 млн., что снизит WACC компании на 0,06 процентных пункта до 13,02%.</b> Сибнефть выпускает еврооблигации на сумму \$125 млн. в дополнение к уже выпущенным на сумму \$250 млн., что, по информации компании, связано с высоким спросом на данные бумаги со стороны инвесторов. Согласно нашим оценкам, текущий суммарный долг Сибнефти составляет \$900 млн., с дополнительным выпуском еврооблигаций эта цифра вырастет до \$1,03 млрд., что в свою очередь увеличивает коэффициент отношения долга к собственному капиталу до 0,3.
12 марта	<b>Производство Сибнефти выросло на 5% в феврале; экспорт вырос до 25,7% добычи.</b> В соответствии с операционными результатами, компания в феврале увеличила добычу нефти на 5% до 475 тыс. баррелей в день. Хотя доля нефти в производстве упала с 47,1% в январе до 39,4% в феврале, этот уровень все еще превышает средние экспортные квоты в 35,2% и 32,5% в 2001 и 2000 гг., соответственно.
13 марта	<b>Сибнефть увеличит капитальные затраты в 2002 году на 39% до \$686 млн. с тем, чтобы достигнуть роста в 30,2% за год.</b> К 2005 году Сибнефть планирует добыть 40 млн. тонн. Это самый большой ожидаемый рост среди российских нефтяных компаний. Мы полагаем, что компания имеет возможность достигнуть столь быстрого роста производства.

Источник: оценка Альфа-Банка

## Сургутнефтегаз

**Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	5 528,1	5 565,1	5 457,4	5 946,5
ЕБИТДА, млн. \$	2 793,1	2 718,6	2 664,7	2 937,9
Чистая прибыль, млн. \$	2 092,2	1 861,5	1 794,6	1 981,9
P/E	6,1	6,9	7,2	6,5
EV/ЕБИТДА	3,3	3,4	3,4	3,1
Капитализация, млн. \$	9 160,8			
EV, млн. \$	9 160,8			
Добыча, млн. бнэ	321,4			
Запасы, млн. бнэ	8 983,0			
Количество акций, млн.	43 428,0			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 41. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0,05)</li> <li>Более 75% выручки в валюте</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Низкая доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды (4-5%)</li> <li>НПЗ компании – один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%)</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Освоение новых запасов нефти в Тиман-Печоре и Восточной Сибири</li> <li>Модернизация НПЗ Кинеша к 2008 г. (\$800 млн.)</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Компания контролируется руководством (71%)</li> <li>Разводнение в результате возможного обмена привилегированных акций на обыкновенные</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 42. Основные события**

Дата	Событие
6 марта	<b>Сургутнефтегаз ожидает увеличения экспорта нефти в Беларусь на 53%.</b> Мы оцениваем, что продажи компании Сургутнефтегаз на российском рынке представляют только 15% общей выручки в 2002 году. В результате, ожидаемая нами чистая прибыль Сургутнефтегаза в 2002 году снизится на 17,2%, что меньше 26,4% - среднего показателя для российских нефтяных компаний.
14 марта	<b>Снижение чистой прибыли Сургутнефтегаза на 11% в 2001 г. ниже ожидаемого снижения по отрасли.</b> Неконсолидированная выручка Сургутнефтегаза в соответствии с российскими стандартами бухгалтерской отчетности снизилась на 9,4% до \$5,05 млрд. в 2001. Благодаря увеличению добычи нефти на 7,7% в 2001 снижение выручки оказалось ниже падения цен в прошлом году. Выручка компании все же на 6,1% ниже, чем мы ожидали. Несмотря на то, что фактические цифры оказались несколько ниже наших ожиданий, неконсолидированные результаты представляют только 85-90% консолидированных данных. Так как Сургутнефтегаз по-прежнему дешевле конкурентов, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ привилегированные и обыкновенные акции компании.

Источник: оценка Альфа-Банка

## Татнефть

**Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 359,1	3 396,4	3 255,1	3 409,1
ЕБИТДА, млн. \$	1 336,1	940,5	1 123,2	1 197,9
Чистая прибыль, млн. \$	722,0	450,6	575,6	649,9
P/E	2,0	3,3	2,6	2,3
EV/ЕБИТДА	1,2	1,6	1,4	1,3
Капитализация, млн. \$	1 548,7			
EV, млн. \$	1 548,7			
Добыча, млн. бнэ	179,6			
Запасы, млн. бнэ	5 944,0			
Количество акций, млн.	2 326,2			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 44. 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. 45. Основные события**

Дата	Событие
11 марта	<b>Татнефть рассматривает возможность выпуска АДР и евробондов для финансирования сооружения НПЗ, стоимостью \$280 млн.</b> Так как Татнефть должна выплатить \$300 млн. по евробондам в октябре 2002 года, а также \$112 млн. краткосрочной задолженности, мы ожидаем, что менеджмент одобрит программу внешнего финансирования в этом году или в начале 2003 года. Основываясь на коэффициенте 2002E EV/ЕБИТДА на уровне 2,6, Татнефть все еще на 31,6% дешевле российских конкурентов.
20 марта	<b>Татнефть получит пятилетний кредит на сумму \$200 млн. от CSFB на постройку собственного НПЗ.</b> Татнефть будет использовать данный кредит для финансирования строительства собственного НПЗ. Согласно бизнес-плану компании в текущем году планируются вложения в строительство в размере \$261 млн. (8,3 млрд. руб.). Стоимость всего проекта по созданию Нижнекамского НПЗ оценивается более чем в \$1 млрд. Запуск базового комплекса завода запланирован на середину-вторую половину текущего года, в то время как полное завершение проекта ожидается к 2005 году.

Источник: оценка Альфа-Банка

## Юкос

**Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	9 296,0	9 401,4	9 085,0	9 343,7
ЕБИТДА, млн. \$	4 701,3	4 642,1	4 458,1	4 623,7
Чистая прибыль, млн. \$	3 058,0	3 078,0	2 947,6	3 082,8
P/E	5,9	5,8	6,1	5,8
EV/ЕБИТДА	3,6	3,7	3,8	3,7
Капитализация, млн. \$	17 043,6			
EV, млн. \$	17 043,6			
Добыча, млн. бнэ	423,9			
Запасы, млн. бнэ	12 216,0			
Количество акций, млн.	2 237,0			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 47. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Сильные финансовые показатели
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

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

**Угрозы**

- Компания находится под полным контролем ее руководства

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 48. Основные события**

Дата	Событие
11 марта	<b>Строительство собственного терминала позволит Юкосу увеличить экспорт в Юго-Восточную Азию на 250%.</b> Юкос и Волжский Порт объявили о планах по началу строительства самого крупного нефтяного терминала на Дальнем Востоке России. Сооружение терминала с планируемой мощностью 140 тыс. баррелей в день ожидается начать в этом году. Стоимость проекта оценивается в \$80 млн., и будет профинансирована на условиях 50:50 Юкосом и Северстальтрансом (владелец 60% Восточного порта).
22 марта	<b>Правительство одобряет покупку Юкосом 88% акций в Арктической газовой компании за \$0,15/бнз.</b> Антимонопольное Министерство одобрило план Юкоса по покупке контрольного пакета в Арктической газовой компании у Benton Oil and Gas. Сделка была объявлена 28 февраля, когда Юкос сообщил о том, что подписал серию соглашений, по которым он купит 68% в Арктической газовой компании у Benton oil, и дополнительные 20% акций в Арктической газовой компании у миноритарных акционеров. Общая цена сделок составляет приблизительно \$190 млн., включая выплату некоторых обязательств Арктической газовой компании. Ожидается, что сделка будет завершена в течение трех недель.

Источник: оценка Альфа-Банка

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

**РАО ЕЭС надо искать компромисс с миноритарными инвесторами**

**Российские энергокомпании представят в РАО ЕЭС свои программы реструктуризации**

**В течение месяца в Думу будет представлен ряд законопроектов, регулирующих развитие энергетического сектора**

## Энергетика

В рамках реструктуризации российских энергетических компаний руководство РАО ЕЭС предлагает выделить функции транспортировки (ЛЭП высокого напряжения) и распределения электроэнергии (средне- и низковольтные сети) в две компании (вместо одной) с пропорциональным распределением акций среди акционеров.

Все российские энергокомпании обязаны к 31 марта представить в РАО ЕЭС свои программы реструктуризации. Хотя все программы должны отвечать требованию РАО ЕЭС о разделении АО-энерго на отдельные «бизнесы», содержательная сторона проектов может существенным образом различаться. В большинстве случаев планы консолидации каждого АО-энерго будут иметь большое значение при оценке активов.

Согласно заявлению первого заместителя главы РАО ЕЭС Леонида Меламеда, новый закон об энергетике, регулирующий тарифы на электричество и тепло, а также ряд других законопроектов, посвященных реформе энергетической отрасли (включая поправки в Гражданский Кодекс) будут в течение месяца представлены в Государственную думу в «пакете законов о реформе энергетического сектора». Как мы уже отмечали, новое законодательство отменяет региональные энергетические комиссии и передает их полномочия либо самому федеральному правительству, либо уполномоченному правительством федеральному органу. Кроме того, согласно новым законам, в России на период до 2004 г. допускается конкуренция на оптовом энергетическом рынке (в объеме 5-15% электроэнергии), а к 3-му кв. 2005 г. будет полностью разрешена конкуренция в генерирующем бизнесе.

## РАО ЕЭС

**Илл. 49. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	13 142,6	13 847,7	14 504,4	16 286,1
ЕБИТДА, млн. \$	2 285,4	2 537,6	3 495,8	4 115,9
Чистая прибыль, млн. \$	328,5	563,6	1 164,3	1 471,5
P/E	19,7	11,5	5,6	4,4
EV/ЕБИТДА	3,5	3,1	2,3	1,9
Капитализация, млн. \$	6 614			
EV, млн. \$	7 928			
Производство, ТВтч	622			
Мощность, ГВт	156			
Количество акций, млн.	42 117			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 50. 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. 51. Основные события**

Дата	Событие
1 марта	<b>Совет директоров РАО ЕЭС отложил до 6 марта голосование по «типовым» проектам реструктуризации энергетических компаний.</b> Последняя версия «типового проекта» предусматривает реорганизацию АО-энерго в форме выделения или разделения (в том числе генерирующей и сетевой компаний) с предоставлением акционерам права выбора как зеркального, так и иного типа распределения акций. При этом управление данными организациями передается управляющим компаниям на срок не более 1 года. Такая реорганизация может привести к росту энергокомпаний с 70 до 200-300.
1 марта	<b>Государство предложило 14 представителей на 15 мест в новый совет директоров РАО ЕЭС.</b> На наш взгляд, новый совет директоров будет более лояльным менеджменту РАО ЕЭС, что облегчит последнему возможность осуществлять свою стратегию реформирования отрасли.
5 марта	<b>РАО ЕЭС намерено сократить персонал на 17% в 2002 году,</b> что приведет к дополнительному снижению издержек на 4%. Также РАО разработало схему продажи непрофильных видов деятельности. По нашим оценкам, непрофильные активы составляют порядка 10% от всех основных средств холдинга. Мы позитивно оцениваем намерение РАО продать непрофильные активы, если это процесс будет понятным и прозрачным для акционеров.
6 марта	<b>Совет директоров РАО ЕЭС одобрил разделение АО-Энерго как «типовую схему реструктуризации».</b> В ходе разделения миноритарные акционеры могут получить пропорциональное число акций в генерирующей, распределительной и других компаниях, созданных на базе активов АО-Энерго. Это более прозрачный процесс по сравнению с предлагаемым ранее «холдинговым подходом». В то же время, в этом случае, одна треть профильных активов АО-Энерго окажется подверженной риску, так как может быть использована в схеме обмена активов на долги (по российскому законодательству требования кредиторов являются первоочередными).
10 марта	<b>РАО ЕЭС и германская энергетическая компания E.ON AG подписали протокол о намерениях относительно сотрудничества в модернизации российского энергетического сектора.</b> Ранее представители РАО ЕЭС заявляли, что в третьем квартале 2002 года будет проведено несколько тендеров для стратегических инвесторов, в частности, на сооружение второго блока (450 Мвт) для Северо-Западной ТЭЦ.
11 марта	<b>Совместный проект РАО ЕЭС и E.ON по возможному строительству генерирующих мощностей до 1000 МВт требует, как минимум, \$420 млн. и дополнительных условий.</b> Ожидается, что технико-экономическое обоснование проекта будет разработано до 30 ноября 2002 года, а в начале 2003 года партнеры примут окончательное решение о строительстве электростанции. В заявлении не указывается ни предположительная стоимость проекта, ни возможное денежное участие со стороны E.ON. По оценкам РАО ЕЭС, стоимость строительства ПГУ на действующих электростанциях варьируется в пределах \$420-480/кВт; соответственно, совместный проект требует, как минимум, финансирования в размере \$420 млн.
13 марта	<b>Комитет по реформе РАО ЕЭС одобрил проект консолидации генерирующих мощностей 4 энергетических компаний (Тулэнерго, Брянскэнерго, Орелэнерго и Калугаэнерго) в межрегиональную компанию</b> (Приокскую территориальную генерирующую компанию) мощностью 1 672 МВт. На наш взгляд, консолидация – конечная цель реструктуризации для большинства региональных энергетических компаний. Мы одобряем первые инициативы по консолидации и полагаем, что крупные энергетические компании станут более привлекательными как для стратегических, так и для портфельных инвесторов.
14 марта	<b>РАО ЕЭС показало операционную прибыль за 9М01 в \$111 млн. благодаря уменьшению резерва по сомнительной дебиторской задолженности.</b> По нашим оценкам, за 9М01 тарифы на электроэнергию и тепло выросли соответственно на 38% и 36% (не принимая во внимание инфляцию) до \$16,3/МВтч и \$5,7/Гкал. В то же время, поставки электроэнергии выросли только на 0,6%, а поставки тепла немного снизились (-0,2%). Неаудированная отчетность за 9М01 по МСБУ показала операционную прибыль в \$111 млн. против операционного убытка в \$199 млн. за 9М00. Позитивный эффект на операционную прибыль оказало уменьшение резерва по сомнительной дебиторской задолженности на \$279 млн. Мы считаем, что реструктуризация по-прежнему является ключевым катализатором для оценки компании.
22 марта	<b>РАО ЕЭС предлагает создать две сетевые компании на базе активов АО-энерго.</b> РАО ЕЭС предложило выделить и распределительную, и магистральную, компании в рамках реорганизации региональных энергетических компаний с пропорциональным распределением акций среди акционеров. Предполагается, что РАО ЕЭС затем передаст свои доли в магистральных компаниях, созданных на базе активов АО-энерго, в ФСК, а свои доли в распределительных компаниях - в новый холдинг. После разделения РАО в 2004 г., правительству будет принадлежать 52% акций в ФСК и холдинге, а миноритарным акционерам - 48% в обеих компаниях.

Источник: оценка Альфа-Банка

## Мосэнерго

**Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 424,6	1 523,6	1 473,7	1 582,9
EBITDA, млн. \$	407,4	460,1	517,3	562,6
Чистая прибыль, млн. \$	69,3	106,7	139,1	187,2
P/E	16,8	10,9	8,4	6,2
EV/EBITDA	3,9	3,5	3,1	2,8
Капитализация, млн. \$	1 164,6			
EV, млн. \$	1 599,6			
Производство, ТВтч	68,9			
Мощность, ГВт	14,9			
Количество акций, млн.	28 267,7			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 53. 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 \$155 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. 54. Основные события**

Дата	Событие
4 марта	<b>Мосэнерго отключило АЗЛК Москвич от энергоснабжения, долги которого перед энергетиками составляют около \$20 млн.</b> Накопленный долг АЗЛК перед энергокомпанией составляет порядка \$20 млн., или 4% от дебиторской задолженности Мосэнерго. Мосэнерго объясняет свое решение неконструктивной позицией руководства автомобильного завода в отношении реструктуризации долгов последнего перед энергетиками.
20 марта	<b>Реформа Мосэнерго включает разделение активов, но отличается от плана реструктуризации PAO; мы сохраняем рекомендацию спекулятивная покупка.</b> Программа соответствует требованиям PAO ЕЭС о выделении 1) крупных электростанций для включения их в оптовые генерирующие компании, 2) объединенных тепло- и электростанций, 3) высоковольтных ЛЭП, 4) теплосетей, 5) компаний-поставщиков и 6) услуг. При условии, что это решение поддержат 75% голосов на внеочередном собрании акционеров в течение 12 месяцев, акционеры получат pro-rata количество акций в каждой из этих новых компаний.
20 марта	<b>Погашение \$110 млн выпуска Еврооблигаций повысит привлекательность акций Мосэнерго по показателю 2002EV/EBITDA.</b> Компания сократит долговые выплаты в октябре 2002 года до \$110 млн. (ранее \$150 млн.) посредством выкупа евробондов на сумму \$40 млн. Пока Мосэнерго не располагает свободными денежными средствами для выплаты долга, но соответствующие фонды будут собраны к сентябрю.

Источник: оценка Альфа-Банка

## Ленэнерго

**Илл. 55. 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	10,0	6,3	4,1	3,2
EV/EBITDA	4,4	3,6	2,7	2,2
Капитализация, млн. \$	404,8			
EV, млн. \$	383,5			
Производство, ТВтч	7,9			
Мощность, ГВт	5,3			
Количество акций, млн.	897,3			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 56. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Значительная (14%) доля акций принадлежит иностранным стратегическим инвесторам</li> <li>Наличие новой, энергичной и инициативной команды профессиональных менеджеров</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>34% поставок электроэнергии и 73% поставок тепла идут субсидируемым потребителям</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Компания имеет возможность поглотить соседние энергосистемы (мощностью до 1,4 ГВт и объемом поставок до 8 ТВт.ч)</li> <li>Рейтинг корпоративного управления S&amp;P</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Возможна потеря компанией крупных потребителей (до 37% выручки), Киришской ГРЭС (39% мощностей) и высоковольтных линий</li> <li>Риск потери активов</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 57. Основные события**

Дата	Событие
12 марта	<b>Чистая прибыль Ленэнерго составила \$34 млн. в 2001 году, что предполагает дивидендный доход в 9% по привилегированным акциям.</b> Ленэнерго вчера представило несколько финансовых показателей за 2001 год по РСБУ. Так выручка компании выросла на 59% с \$363 млн. в 2000 г. до \$579 млн. в 2001 г. (что на 7% выше нашего прогноза). Чистая прибыль компании выросла до \$34 млн. (1,0 млрд. руб.) по сравнению с \$2 млн. в 2000 году (что ниже нашего прогноза в \$37 млн. на 6%). Чистая прибыльность составила 6%, что выше ожидаемого среднего уровня по отрасли в 4%. Мы ожидаем, что Ленэнерго объявит свои первые после 1996 года дивидендные выплаты в размере не менее 10% чистой прибыли по привилегированным акциям. Это означает 9% дивидендный доход по привилегированным акциям при текущей цене в \$0,29.

Источник: оценка Альфа-Банка

## Иркутскэнерго

**Илл. 58. 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	н/з	н/з	н/з	18,3
EV/EBITDA	6,1	5,8	4,7	3,3
Капитализация, млн. \$	357,5			
EV, млн. \$	405,4			
Производство, ТВтч	53,8			
Мощность, ГВт	12,9			
Количество акций, млн.	4 766,8			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 59. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Наличие неиспользуемых мощностей, низкая себестоимость; 70% мощностей (свыше 9ГВт) составляют ГЭС.</li> <li>Экспортно-ориентированные потребители (2/3 суммарной выручки компании)</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Давление со стороны крупных потребителей, являющихся крупными акционерами компании, препятствует повышению тарифов на электроэнергию</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>В краткосрочной перспективе возможно резкое увеличение поставок электроэнергии на оптовый рынок</li> <li>В условиях либерализации рынка может стать конкурентоспособной компанией</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Снижение тарифов на электроэнергию в интересах алюминиевых компаний</li> <li>Компании, возможно, придется выплатить PAO ЕЭС \$50 млн (абонентская плата за передачу электроэнергии)</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-банка

**Андрей Богданов**  
(7 095) 795-3613

**Елена Роговина**  
(7 095) 795-3742

**МТС выступит  
отчеты за 4-й кв. 2001  
г. и за 2001 год,...**

**...которые могут  
приятно удивить**

**В последнее время  
МТС стала более  
привлекательной**

## Телекомы

В апреле каких-либо значимых для отрасли событий не предвидится, если не считать выход финансовых отчетов МТС за 4-й кв. 2001 г. и за 2001 г. Мы полагали, что эти отчеты будут опубликованы в марте, и поэтому дали свой прогноз результатов в предыдущем ежемесячном обзоре.

Подтверждая сделанный нами прогноз финансовых результатов МТС, мы хотели бы отметить, что опубликованный недавно отчет Вымпелкома свидетельствует о продолжающемся бурном росте рынка мобильной связи в Москве. В связи с этим можно предположить, что результаты деятельности МТС за 4-й кв. 2001 г. могут (как это нередко бывает) приятно удивить, если, например, показатель выручки на одного абонента снизится меньше, чем на ожидаемые нами 10%.

Как бы то ни было, в последнее время по стоимостным коэффициентам МТС стала более привлекательной акцией, нежели ранее. Мы считаем, в связи с утерей значительной доли московского рынка мобильной связи, было значительное давление на котировки акций МТС: с начала года они выросли лишь на 0,6%, а акции Вымпелкома - на 16%. Мы подтверждаем нашу прежнюю рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ по акциям МТС при расчетной цене \$40.

## Операторы альтернативной связи Голден Телеком

### Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	140,0	308,6	351,1	399,0
EBITDA, млн. \$	23,9	98,7	115,8	139,6
Чистая прибыль, млн. \$	(39,0)	36,4	39,3	45,5
P/E	(9,5)	10,2	9,4	8,2
EV/EBITDA	14,6	3,5	3,0	2,5
Капитализация, млн. \$	371,6			
EV, млн. \$	347,4			
Кол-во акций, млн.	24,1			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 61. 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 Совинтелла 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. 62. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	905,8	1 140,2	1 303,7	1 488,6
EBITDA, млн. \$	441,9	553,9	614,8	691,2
Чистая прибыль, млн. \$	206,4	178,5	158,8	164,4
P/E	18,0	20,8	23,4	22,6
EV/EBITDA	8,4	6,7	6,0	5,4
Капитализация, млн. \$	3 720,5			
EV, млн. \$	3 700,3			
Число абонентов, '000	3 507,4			
Кол-во акций, млн.	99,7			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 63. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Чрезвычайно прочное финансовое положение
- Высокая доходность на инвестированный капитал

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 64. Основные события**

Дата	Событие
14 марта	Компания МТС начала дополнительно размещение еврооблигаций на сумму \$50 млн. Этот транш осуществляется в рамках первого транша на сумму \$250 млн., и параметры выпуска будут теми же. Средства от размещения пойдут на региональную экспансию, включая приобретения действующих операторов.

Источник: оценка Альфа-Банка

## Операторы традиционной связи МГТС

**Илл. 65. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	271,4	301,1	330,8	337,9
EBITDA, млн. \$	112,5	129,5	148,0	148,0
Чистая прибыль, млн. \$	12,6	50,5	55,1	56,3
P/E	53,3	13,3	10,1	9,9
EV/EBITDA	6,0	5,2	4,6	4,6
Капитализация, млн. \$	611,5			
EV, млн. \$	677,9			
Используется линий, '000	166,5			
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

## Ростелеком

**Илл. 67. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	838,7	887,4	911,4	955,6
EBITDA, млн. \$	325,2	341,5	348,8	373,7
Чистая прибыль, млн. \$	61,0	161,4	88,9	110,0
P/E	19,9	7,5	13,7	11,0
EV/EBITDA	3,5	3,4	3,3	3,1
Капитализация, млн. \$	1 081,4			
EV, млн. \$	1 145,0			
Кол-во акций, млн.	971,6			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 68. 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

Источники: оценки Альфа-банка

**Максим Матвеев, CFA**

(7 095) 795-3736

### Мировые рынки стали — под прессом ограничительных мер

**В 2002 г. Северсталь поставит на экспорт менее 38% произведенной продукции**

## Металлургия

В марте мировые рынки стали накрыла волна новых торговых ограничений, введенных рядом стран, в т.ч. США и членами Евросоюза. В начале марта США ввели импортные пошлины в размере 8-30% на многие виды стальной продукции, ввозимой из России, Украины, Бразилии, Японии и некоторых других ведущих стран-производителей. Как и ожидалось, этот шаг спровоцировал членов Евросоюза и некоторые другие страны на ответные меры в виде ограничений на импорт: в конце марта ЕС принял решение ввести пошлину в размере от 14,9 до 26% на импорт тех же 15 видов стальной продукции, которые попали под повышение пошлин в США.

В случае если подобные защитные меры предпримут и другие крупные страны-импортеры, например Китай, российским металлургическим компаниям придется существенно сократить экспорт. Если в 2000 г. Северсталь экспортировала 49% своей продукции, то в 2001 г. эта цифра

сократилась до 38%. По нашей оценке, в 2002 г. она снизится еще больше, т.к. на страны ЕС и США приходится 46% экспортных поставок компании. Доля продукции с высокой добавленной стоимостью в экспорте Северстали выше, чем, например, у НЛМК или ММК (см. Илл 69). Поскольку под действие новых пошлин подпадают главным образом холодно- и горячекатаная сталь, а слябы по-прежнему могут ввозиться беспошлинно, Северсталь в итоге проиграет больше, чем другие крупные российские металлургические компании.

**Внеочередное собрание акционеров ГМК «Норильский никель» примет решение об уменьшении размера уставного капитала компании**

Норильский Никель завершает реструктуризацию, направленную на устранение перекрестного владения акциями между ГМК и холдингом «Норильский никель». На внеочередном собрании акционеров, состоявшемся в декабре 2001 г., в устав были внесены поправки, допускающие уменьшение размера уставного капитала ГМК путем выкупа или погашения акций. 29 марта состоится еще одно внеочередное собрание акционеров, которое должно утвердить уменьшение уставного капитала на 38,7 млн. акций. Устранение перекрестного владения акциями, а также объявление давно назревших решений в области дивидендной политики и корпоративной стратегии, сократят инвестиционный риск, связанный с корпоративным управлением.

**Илл 69. Экспорт российской стали в США в 2001 г.**

	Северсталь		НЛМК		ММК		«Большая тройка», всего	
	тыс т	\$ млн	тыс т	\$ млн	тыс тонн	\$ млн	тыс т	\$ млн
Электросталь			5,8	4,4			5,8	4,4
Холоднокатаная сталь	253,0	50,9	85,0	16,6			338,0	67,5
Горячекатаная сталь	67,0	14,6	0,4	0,0			67,4	14,6
Длинномерный прокат	59,0	9,9					59,0	9,9
Полуфабрикаты, слябы	100,0	11,7	890,7	91,7	40,0	4,4	1 030,7	107,7
Чугун			60,0	4,1			60,0	4,1
Экспорт в США, всего	479	87	1 042	117	40	4	1 561	208
Реализация продукции, всего	8 167	1 788	7 900	1 276	9 010	1 612	25 077	4 676
Экспорт в США в % от реализации продукции	5,9	4,9	13,2	9,2	0,4	0,3	6,2	4,5

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

## Норильский Никель

**Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 226,8	3 795,9	4 181,6	4 345,5
ЕБИТДА, млн. \$	1 397,1	1 002,2	1 492,0	1 646,2
Чистая прибыль, млн. \$	559,1	366,7	852,1	1 048,6
P/E	8,2	12,5	5,4	4,4
EV/ЕБИТДА	3,4	4,8	3,2	2,9
Капитализация, млн. \$	4 577,6			
EV, млн. \$	4 776,0			
Кол-во акций, млн.	213,9			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 71. 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 \$3,5 млрд. программы модернизации
- Подготовка ТЭО месторождения Nakety (Новая Каледония) - \$24 млн.

**Угрозы**

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

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 72. Основные события**

Дата	Событие
11 марта	ГМК Норильский Никель ожидает получить \$200 млн. от продажи 9% пакета в НЛМК. ГМК Норильский Никель объявил о том, что компания продала 9% в НЛМК. Скорее всего, эта сделка является частью большей транзакции, которая включает продажу 34%, контролируемых Интерросом, менеджменту НЛМК. В результате НЛМК консолидирует более 95% компании, что эффективно завершит затянувшийся конфликт между Интерросом и НЛМК. Мы ожидаем, что сделка будет осуществлена таким образом, чтобы позволить ГМК Норильский Никель отразить продажу 9% с прибылью, и соответственно, показать, как минимум, плюс \$200 млн.

Источник: оценка Альфа-Банка

## Северсталь

### Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 751,4	1 871,3	2 248,1	1 958,6
ЕБИТДА, млн. \$	391,5	394,0	771,8	324,3
Чистая прибыль, млн. \$	172,6	185,2	468,6	131,2
P/E	8,8	8,2	3,3	11,6
EV/ЕБИТДА	3,9	3,9	2,0	4,7
Капитализация, млн. \$	1523,1			
EV, млн. \$	1523,1			
Производство, млн. тонн	8,0			
Кол-во акций, млн.	22,1			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 74. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма ЕБИТДА (МСБУ) в 2001 г. - 22%
- Профессиональная команда руководства

#### Слабые стороны

- Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении – около 6%
- Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали

#### Возможности

- Проект "Альянс-1420" по производству труб большого диаметра
- \$160 млн. СП с Usinor по производству оцинкованной стали

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 75. Основные события

Дата	Событие
5 марта	<b>Увеличение импортных тарифов США приведет к потере \$75 млн выручки Северстали.</b> США установили новые тарифы в диапазоне от 8 до 30% на большую часть импорта стали из ряда стран, включая Россию, Украину, Бразилию, Японию и других крупных производителей стали. Новые тарифы практически полностью закроют российским производителям холодного и горячего проката доступ на американский рынок.
18 марта	<b>Северсталь реструктуризирует бизнес посредством выплаты дивиденда в размере \$4 на акцию.</b> Менеджмент Северстали объявил о намерении группы ввести инновационную схему реструктуризации для разделения различных видов бизнеса. По плану три компании будут отделены из группы: Северсталь (металлургия), Северсталь-авто (автомобильная отрасль), Северсталь-ресурсы (добыча). Ключевой бизнес будет сохранен под тем же именем – Северсталь, и будет включать стальной прокатный стан. Процесс реструктуризации пройдет в две основные стадии. На первом этапе контрольные пакеты в перечисленных компаниях будут зарегистрированы на Северсталь. На втором этапе Северсталь выплатит дивиденды в виде акций компаний Северсталь-авто и Северсталь-ресурсы. Мы увеличиваем расчетную цену компании до \$72, и сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции компании.

Источник: оценка Альфа-Банка

**Максим Матвеев, CFA**

(7 095) 795-3736

## Машиностроение

## Уралмаш-Ижора

### Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	330,0	394,6	404,7	445,3
ЕБИТДА, млн. \$	57,0	68,2	66,6	79,6
Чистая прибыль, млн. \$	19,0	30,0	31,4	40,3
P/E	10,0	6,3	6,0	4,7
EV/ЕБИТДА	3,3	2,8	2,8	2,4
Капитализация, млн. \$	189,1			
EV, млн. \$	189,1			
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

Максим Матвеев, CFA  
(7 095) 795-3736

## Пищевая промышленность и розничная торговля

**Финансовые показатели Балтики за 2001 г. по US GAAP соответствуют нашим прогнозам,...**

**...а Сан Интербрю – не оправдало надежд инвесторов**

**Гута-банк стал акционером Красного Октября**

Балтика и Сан Интербрю опубликовали отчеты за 2001 г. по US GAAP. Показатели Балтики соответствуют нашим прогнозам, и поэтому мы меняем рекомендацию по ее акциям с ДЕРЖАТЬ на НАКАПЛИВАТЬ.

В марте возобновились переговоры между Балтикой и правительством Беларуси по пивзаводу «Криница». В данный момент стороны далеки от соглашения: предложение, сделанное правительством Беларуси, Балтика сочла малоперспективным и в апреле предложит свой вариант решения. Как бы то ни было, уходить из Беларуси компания не собирается (ее доля на местном рынке пива составляет около 10%).

В целях поддержания капитальных затрат на уровне \$150 млн на очередном общем собрании акционеров было решено выплачивать дивиденды частями. Первый платеж (3,85 руб. на акцию) будет сделан в апреле, второй (2,85 руб.) – в августе. Как известно, в 2001 г. компания выплатила промежуточный дивиденд в размере 2 руб. на акцию.

Что же касается результатов финансовых показателей Сан Интербрю, то они не оправдали надежд инвесторов (особенно контрастно они выглядят на фоне высоких показателей за 9 месяцев 2001 г.). В 4-м кв. 2001 г. производство пива на российских заводах компании сократилось. На следующий день после публикации отчета цена обыкновенной акции упала на 21% (с \$7,05 до \$5,83). Представители компании заверили нас, что выручка стабилизировалась, и по итогам 1-ого полугодия финансовые показатели улучшатся. Мы полагаем, что замедление темпов роста будет кратковременным, и ожидаем публикации отчета за 1-е полугодие 2001 г.

В результате приобретения иностранными портфельными инвесторами акций компании «Красный Октябрь», Гута-банк стал держателем блокирующего пакета (28%). На внеочередном собрании акционеров, назначенном на 11 мая (созывается по инициативе Гута-банка), новый инвестор предложит сократить численность Совета директоров с 18 до 11 человек и выдвинет 9 своих кандидатов. Возможность возникновения конфликта между Гута-банком и менеджментом компании повышает риск портфельных инвестиций в акции Красного октября и может стать причиной резких колебаний их котировок.

## ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

### Балтика

**Илл. 78. 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	10,91	9,84	8,16	7,45
EV/EBITDA	6,97	5,73	4,88	4,48
Капитализация, млн. \$	1408,2			
EV, млн. \$	1417,1			
Производство, млн. гл	14,0			
Кол-во акций, млн.	120,6			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 79. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ведущий российский производитель пива, обладающей национальной маркой</li> <li>• Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров</li> <li>• Одно из наиболее прибыльных пивоваренных предприятий развивающихся рынков</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отсутствие полностью интегрированной дистрибьюторской сети</li> <li>• Низкая ликвидность и незначительный объем акций в свободном обращении</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Рост потребления пива в России</li> <li>• Стремление и способность увеличить долю рынка</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Покупка пивзавода Криница может привести к снижению прибыли компании в краткосрочной перспективе</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-банка

## Сан Интербрю

### Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	351,45	426,92	499,64	569,80
EBITDA, млн. \$	85,34	118,89	152,79	172,84
Чистая прибыль, млн. \$	20,10	40,09	63,16	77,99
P/E	30,92	15,50	9,84	7,97
EV/EBITDA	8,15	5,85	4,55	4,02
Капитализация, млн. \$	621,6			
EV, млн. \$	695,6			
Производство, млн. гл	13,0			
Кол-во акций, млн.	108,9			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 81. 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. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	86,59	94,74	102,65	110,88
EBITDA, млн. \$	19,94	21,91	23,63	25,42
Чистая прибыль, млн. \$	13,50	17,09	17,19	18,46
P/E	7,11	5,62	5,59	5,20
EV/EBITDA	4,38	3,98	3,69	3,43
Капитализация, млн. \$	96,0			
EV, млн. \$	87,2			
Кол-во акций, млн.	60,0			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 83. 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

**Назначение Игнатьева позволяет надеяться на успех банковской реформы**

**Новая расчетная цена обыкновенной акции акций Сбербанка \$187**

## Банковский сектор

Утверждение нового главы Центробанка рассматривается как важный фактор развития банковской отрасли. Назначение Сергея Игнатьева может привести к ускорению темпов банковской реформы. В частности, разработка системы страхования вкладов, которая должна обсуждаться на заседании правительства в конце марта, не встретит возражений со стороны ЦБ.

Рынок отреагировал на назначение Игнатьева ростом акций Сбербанка. Вслед за этим поползли слухи о возможных изменениях в руководстве Сбербанка, не отличающимся благосклонным отношением к инвесторам. Помимо этого, рост акций Сбербанка связан с недавней публикацией его финансовых показателей. В частности, на конец 2001 г. капитал составил \$3,2 млрд, что выше нашего прогноза на 40%. Высокие темпы роста капитала банка уменьшают риск дополнительной эмиссии, которая сдерживала рост его акций. Кроме того, прибыль до налогообложения по российским стандартам учета составила \$595 млн. Исходя из скорректированных стоимостных коэффициентов, наша расчетная цена обыкновенной акции Сбербанка повышена до \$187. Рекомендация - ПОКУПАТЬ.

**Сбербанк**
**Илл. 84. 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	3,9	3,4	3,1	2,9
Капитализация, млн. \$	2 574,0			
Кол-во об. акций, млн.	19,0			

Примечание: \* – EV, включая внебалансовый долг по операционному и финансовому лизингу

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 85. 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) 795-3743

**Оксана Клыпина**

(7 095) 795-3743

***В марте происходила консолидация цен валютных облигаций на достигнутых уровнях***

***Интерес инвесторов к долговым инструментам развивающихся рынков оставался высоким***

**Рынок облигаций**

Российский рынок долговых обязательств не претерпел существенных изменений в прошлом месяце: происходила консолидация цен на достигнутых уровнях после значительного роста в феврале. По итогам месяца снижение цен суверенных еврооблигаций составило не более 1%, при этом объем торгов значительно превысил уровень февраля. Более глубокое снижение котировок ОВВЗ (3-6%) объясняется традиционно низкой ликвидностью этого сегмента рынка.

В марте сохранялось благоприятное отношение инвесторов к развивающимся рынкам. Это подтвердилось, в частности, сокращением спреда российских облигаций к Казначейским обязательствам США, рассчитанного на основе EMBI+, до уровня ниже 600 бп (рекордно низкий показатель с августа 1998 г). Интерес инвесторов к облигациям развивающихся стран проявился также при размещении новых суверенных и корпоративных еврооблигаций: доходность при размещении большинства выпусков была сравнима с рыночной. Высокий спрос на российские долговые бумаги - в настоящее время доля вложений в российские активы многих инвестиционных фондов высока - объясняется следующими факторами. С одной стороны, происходил устойчивый рост цен на нефть из-за усиления напряженности на Ближнем Востоке, а также в результате принятия ОПЕК решения о продлении действия квот на экспорт нефти на второй квартал 2002 г. Рост цены марки Brent (spot) составил 17% по итогам месяца (до \$25/баррель). С другой же, оживление экономики США позволило ФРС принять решение о «нейтральной» направленности денежно-кредитной политики на заседании Комитета по открытому рынку 19 марта. Преодоление рецессии в США, результатом которого станет больший спрос на топливо и расширение инвестиционных возможностей, поддержало рынок российских облигаций. Более того, после опубликования благоприятных комментариев представителей ФРС о состоянии американской экономики, некоторые инвесторы пришли к выводу о том, что процентные ставки могут быть повышены уже в мае, а не во второй половине 2002 г. Таким образом, макроэкономические показатели США в течение следующих нескольких недель будут показательными с точки зрения вероятности принятия решения о повышении ставок на следующей встрече Комитета по открытому рынку в США.

***В апреле определять динамику российского долгового рынка будут внутренние новости***

По нашей оценке, в апреле российский рынок долговых обязательств будет устойчив к резкому падению котировок, однако его зависимость от внутренних факторов возрастет. Во-первых, отставка Виктора Геращенко будет способствовать разрешению разногласий ЦБР и правительства по поводу реформирования банковского законодательства. Намеченное на апрель обсуждение поправок к Закону о ЦБР будет важным с точки зрения дальнейшей согласованной политики в этой области. Во-вторых, ухудшение фискальных показателей, а также замедление темпов роста промышленного производства будут оказывать давление на цены долговых бумаг в среднесрочной перспективе. Как следствие, мы рекомендуем инвесторам ДЕРЖАТЬ российские облигации, так как потенциальный рост котировок в настоящее время ограничен 2-4%.

***Отток средств на долговой рынок Аргентины маловероятен***

В то же время, вероятность значительного оттока средств на долговой рынок Аргентины в ближайшее время значительно снизилась. По заявлению правительства Аргентины, условия реструктуризации долга перед внутренними и внешними инвесторами будут сравнимы. Ранее внутренним кредиторам была предложена конвертация задолженности в песо. Поскольку конвертация задолженности по заниженному курсу (1,4 песо/\$) может привести к ощутимым потерям, то опасения



неблагоприятных условий реструктуризации станут серьезным препятствием для оттока спекулятивных средств с российского рынка. По нашим прогнозам, прогресс в переговорах с иностранными держателями облигаций будет ключевым условием для возобновления кредитования МВФ. Таким образом, несмотря на положительные комментарии представителей Фонда об усилиях правительства Аргентины, направленных на преодоление кризиса, предоставление стране экономической помощи в ближайшие месяцы маловероятно.

Илл. 86. Динамика валютных облигаций на 27 марта

	Срок погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация Кол-во лет
<b>ОВВЗ</b>						
ОВВЗ-4	14/05/03	95,75	-0,39	7,0	3,13	1,03
ОВВЗ-5	14/05/08	68,00	-3,37	10,3	4,41	4,87
ОВВЗ-6	14/05/06	77,75	-1,58	9,8	3,86	3,45
ОВВЗ-7	14/05/11	58,50	-5,65	10,2	5,13	6,72
ОВВЗ-8	14/11/07	71,25	-3,72	10,4	4,21	4,79
<b>Еврооблигации</b>						
Евро-03	10/6/03	107,56	-0,17	5,2	10,92	1,10
Евро-05	24/7/05	103,75	-0,36	7,4	8,43	2,82
Евро-07	26/6/07	105,33	-0,52	8,7	9,49	3,97
Евро-10	3/31/10	95,30	-0,47	9,4	8,66	0,09
Евро-18	24/7/18	106,25	-0,47	10,2	10,35	7,63
Евро-28	24/6/28	117,50	-0,95	10,7	10,85	8,32
Евро-30	31/3/30	66,00	-0,38	11,0	7,58	0,11
<b>Муниципальные</b>						
Москва-04, €	25/10/04	103,68	-0,71	8,6	9,89	2,13
Москва-06, €	28/4/06	105,00	-1,76	9,4	10,43	2,94
Санкт-Петербург	18/6/02	100,50	-0,83	7,1	9,45	0,22
Нижний Новгород	10/3/02	88,50	3,21	16,8	4,94	0,07
Ямало-Ненецкий АО	15/12/02	88,00	0,00	14,8	10,80	0,15
<b>Корпоративные облигации</b>						
Татнефть	29/10/02	99,75	-0,44	9,4	9,02	0,54
Мосэнерго	9/10/02	99,50	0,00	9,3	8,42	0,49
ММК, €	18/2/05	94,95	-4,38	12,2	10,53	2,34
Газинвест Финанс, €	22/12/03	99,71	-0,46	9,9	9,78	1,50
Роснефть	20/11/06	105,62	-1,18	11,2	12,07	3,34
Сибнефть	13/2/07	101,50	-1,35	11,1	11,33	3,62
МТС	21/12/04	102,03	-0,11	10,1	10,73	2,26

Источники: Рейтер, оценки Альфа Банка

Илл. 87. Основные события

Дата	Событие
4 марта	<b>Сибнефть увеличила объем еврооблигаций на \$125 млн до \$375 млн.</b> Доходность к погашению на аукционе составила 10,96%, что практически совпадает с рыночной доходностью (10,91%). Высокий спрос свидетельствует об интересе инвесторов к развивающимся рынкам. Впоследствии выпуск еврооблигаций доведен до \$400 млн.
13 марта	<b>ОПЕК решил продлить действие квот на добычу нефти на II кв. 2002 г. независимо от решения России.</b> Это привело к значительному росту цен на нефть, что, в свою очередь, поддержало российский рынок долговых обязательств.
14 марта	<b>МТС провела дополнительное размещение еврооблигаций объемом \$50 млн.</b> Общий объем еврооблигаций составил \$300 млн. Дополнительный выпуск облигаций был размещен по рыночным котировкам, спрос превысил предложение.
14 марта	<b>Совет директоров Газпрома утвердил документацию, необходимую для выпуска еврооблигаций объемом \$500 млн, его размещение состоится не ранее чем через два месяца.</b> Учитывая высокую кредитоспособность компании (В+ по рейтингу S&P), заемщик может рассчитывать на доходность при погашении в размере 10-10,8%, что означает, что премия к Euro-07 может составить 130-210 пунктов процента.
15 марта	<b>Отставка Председателя ЦБР Виктора Геращенко не сказалась на российском рынке долговых обязательств.</b> Несмотря на возникшую неопределенность в отношении денежной политики, с новым главой ЦБР правительство может преодолеть разногласия с ЦБР по банковской реформе и другим вопросам.
19 марта	<b>Заседание Комитета по открытому рынку не принесло неожиданностей.</b> ФРС приняла «нейтральную» направленность денежно-кредитной политики, процентные ставки остались на прежнем уровне.
20 марта	<b>Россия объявила о своем намерении продлить действие решения о сокращении экспорта нефти на II кв. 2002 г.</b> Однако, в настоящее время нефтяной рынок больше зависит от темпов оздоровления мировой экономики и от ситуации на Ближнем Востоке.
21 марта	<b>Правительство Аргентины представило свои первые комментарии по поводу реструктуризации внешнего долга.</b> Инвесторы были обеспокоены заявлением Министра финансов Аргентины о том, что условия реструктуризации долга будут одинаковыми как для внутренних, так и для внешних инвесторов (ранее внутренним инвесторам было предложено обменять валютные облигации на долговые обязательства, номинированные в песо). В результате отток средств на долговой рынок Аргентины будет незначительным даже в том случае, если переговоры с МВФ пройдут успешно. Это позволит сохранить цены российских облигаций на высоком уровне.

Источник: оценка Альфа-Банка

**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
	Анна Бутенко
Энергетика	Виталий Зархин
Энергетика, Транспорт	Ольга Филиппова
Телекоммуникации/Интернет	Андрей Богданов
	Елена Роговина
Металлургия, автомобилестроение, машиностроение	Максим Матвеев, CFA
Розничная торговля, Пищевая промышленность	
Государственные ценные бумаги	Валентина Крылова
	Екатерина Леонова
	Оксана Клыпина
Группа по работе с российскими клиентами	Ангелика Генкель
Переводчик	Ринат Гайнуллин
Телефон	(7 095) 795-3676, (7 095) 795-3677
Факс	(7 095) 745-7897
E-mail	research@alfa-bank.com

## Торговые операции и продажи

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

## Alfa-Securities (Лондон)

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

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

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

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