

Курсируя в «конских» широтах*

1 марта 2002

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Рост ВВП на 2,8% предполагает умеренный рост рубля

- Недоверие к учетной практике компаний поставило под вопрос обоснованность биржевых котировок. На этом фоне повысилась привлекательность развивающихся рынков.**
 Прежние представления о проблемах с учетом и корпоративным управлением, обуславливавшие значительный (более 50%) дисконт бумаг развивающихся рынков относительно развитых, стали казаться менее обоснованными.
- Мы полагаем, что существует риск 10-15-процентной коррекции индекса РТС. Баталии в преддверии общих собраний акционеров будут способствовать росту малоликвидных акций.**
 В условиях снижения цен на сырьевые товары и возрастания роли сокращения издержек особое значение приобретает анализ рентабельности. В связи с выплатой дивидендов привилегированные акции скорее всего, снова окажутся в центре внимания. Процесс консолидации голосов, вероятно, подтолкнет вверх котировки акций целого ряда компаний. Независимые кандидаты не должны допускать разделения голосов.
- В 2002 г. из-за сокращения инвестиций темп роста ВВП снизится до 2,8% (2001 г. - 5%)**
 50-процентная девальвация обменного курса рубля в 1998 г. положила начало существенному росту российской экономики. Рост инвестиций был основной причиной существенного ускорения темпов роста ВВП в 2000-2001 гг. Однако оснований надеяться, что в ближайшем будущем высокие темпы роста инвестиций сохранятся, нет.
- Рост эффективности не возможен без повышения тарифов, однако в краткосрочной перспективе последнее способствует замедлению экономики**
 В условиях, когда рост цен в значительной степени (на 60%) связан с повышением тарифов, ЦБ не в состоянии удержать реальный курс рубля на заданном уровне. В связи с этим его политика будет, скорее всего, направлена на удержание золотовалютных резервов на нынешнем уровне и более значительное снижение обменного курса рубля. Т.о., уровень реального обменного курса во многом будет определяться решениями правительства в области повышения тарифов.

Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV* \$ млн.	Расчетная цена \$	Потенциал роста %
	АДР	Лок.	MTD	YTD			
		\$	%	%			
Газпром	12,7	0,660	10	28	1,4	0,95	44
Юкос	100,4	6,76	8	30	1,4	8,0	18
Сургутнефтегаз	15,0	0,304	-6	-3	0,9	0,49	61
Ленэнерго	34,6	0,40	-7	12	0,0	0,48	20
Голден Телеком	13,0	н/д	1	11	0,2	17,0	31
Уралмаш-Ижора	4,8	4,95	1	30	0,0	5,70	15

Примечание: * средний объем торгов за день в РТС
 Источники: РТС, Блумберг, оценки Альфа-Банка

Развивающиеся рынки



Источники: РТС, Блумберг

Последние публикации

- ЛУКОЙЛ : Прогноз по чистой прибыли на 2001 г. снижен на 19%**
 Константин Резников, Анна Бутенко Февраль 14, 2002
- Высокая инфляция тормозит рост экономики**
 Наталья Орлова Февраль 8, 2002
- Региональные телекомы: «Телега впереди лошади?»**
 Андрей Богданов, Елена Роговина Февраль 6, 2002
- Региональные АО-энерго: рост долгов перед РАО ЕЭС грозит потерей активов**
 Виталий Зархин, Ольга Филиппова Январь 28, 2002
- Сибнефть: риск меньше – цена выше**
 Константин Резников Январь 24, 2002
- Сбербанк: расчетная цена повышена**
 Наталия Орлова Январь 18, 2002

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

*В зоне «конских» широт - полосе, направленной в сторону экватора и представляющей собой две зоны высокого атмосферного давления (между 25 и 30 градусами к северу от экватора и 25 и 30 градусами к югу от него) - формируются антипассаты. Эти ветры позволяют парусникам достигать «ревущих сороковых». Однако те же ветры могут завести корабль в зону низкого давления, расположенную вдоль экватора. Для последней характерны длительные периоды безветренной погоды, в результате которой парусные суда в течение многих дней, а то и недель оказывались в плену у штиля.

СОДЕРЖАНИЕ:

Комментарии по рынку	3
Тема: Рост ВВП на 2,8% предполагает, что реальный курс будет расти умеренными темпами.....	7
В 2002 г. темп роста ВВП снизится до 2,8%	7
Вклад нефтяной промышленности в рост ВВП сократится	9
Роль реального обменного курса возрастет	11
Динамика и оценка акций	13
Графики.....	16
Календарь событий	18
Экономика и политика	19
Новости компаний и отраслей	21
Нефть и газ.....	21
Энергетика.....	25
Телекомы.....	28
Металлургия.....	30
Машиностроение.....	31
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	32
Банковский сектор.....	34
Рынок облигаций	35
Технический анализ	37
Индекс РТС: неустойчивое равновесие.....	37

Сергей Глазер, CFA
(44 20) 7382-4165

Комментарии по рынку

Обзор февраля: Страсти по бухучету, или новые оправдания для сброса акций

Банкротство Enron усилило недоверие к учетной практике компаний,...

Отголоски прошлогоднего банкротства американского энергетического гиганта Enron продолжали будоражить мировые фондовые рынки. В феврале всеобщая озабоченность сложившейся ситуацией вылилась в недоверие к сложившейся учетной практике. Как выяснилось, некоторые быстрорастущие компании использовали бухгалтерские трюки, позволяющие завышать стоимость активов и занижать размер задолженности, отражаемой в балансовых отчетах.

... поставив под сомнение биржевые котировки. С другой стороны повысилась привлекательность развивающихся рынков,...

Подозрения такого рода коснулись столь различных по размерам и специализации компаний, как конгломерат Тусо, компьютерный гигант IBM и один из лидеров рынка программного обеспечения Computer Associates. Инвесторы неожиданно ощутили дефицит инструментов оценки: все традиционные способы измерения стоимости компаний, основанные на данных финансовых отчетов, в одночасье перестали работать. Котировки на мировых фондовых рынках резко снизились, а перспективы для сделок по слиянию и поглощению ухудшились. На этом фоне вырос интерес к ряду развивающихся рынков.

... поскольку обычно применяемые дисконты могут оказаться завышенными

Прежние представления о проблемах с учетом и корпоративным управлением, обуславливавшие значительный (более 50%) дисконт бумаг развивающихся рынков относительно развитых, стали казаться менее обоснованными. Более позитивное отношение к развивающимся рынкам нашло свое отражение в притоке средств в фонды акций: в первой половине февраля он составлял \$120 млн в неделю. Тем не менее, общая озабоченность продолжала оказывать негативное влияние на рынок акций: во второй половине месяца наиболее крупные фонды сообщили об устойчивом изъятии средств из акций американских компаний в размере \$200-300 млн в неделю и акций зарубежных компаний в размере до \$1 млрд в неделю.

Щедрые скидки привели к росту потребительских расходов, однако возможности для повышения цен ограничены

Инвесторы с воодушевлением реагировали на данные о прибылях компаний, которые в основном соответствовали уже заниженным прогнозам. При этом, однако, они забывали о главной проблеме – существенном расхождении между высокими биржевыми котировками и медленным ростом прибылей компаний. Высокий уровень потребительских расходов фактически свел на нет избыточные товарные запасы, создавая тем самым условия для роста производственных заказов и, в конечном счете, роста прибылей компаний.

Однако у такого оптимистичного сценария может быть один существенный недостаток. До сих пор высокий уровень потребительских затрат был обусловлен низким уровнем процентных ставок и щедрыми льготами и скидками, которыми производители заманивали покупателей. Лишенные возможности повышать цены, производители могут теперь повышать прибыль лишь за счет сокращения издержек (включая оплату труда). Это может вызвать сокращение потребительских расходов, что подтверждается недавним снижением индекса покупательского доверия.

Илл. 1. Динамика ведущих мировых фондовых индексов

Страна	Индекс	Изменение с начала месяца %	Изменение с начала года %	Последнее Закрытие*	Последние 52 недели	
					Максимум	Минимум
Развитые рынки						
США	S&P 500 Индекс	-1,8	-3,4	1 109,4	1 315,9	944,8
Великобритания	FTSE 100 Индекс	0,1	-0,9	5 139,0	6 050,4	4 219,8
Германия	DAX Индекс	-2,9	-3,8	4 897,8	6 342,5	3 539,2
Япония	Nikkei 225 Индекс	5,8	0,3	10 202,6	14 556,1	9 383,0
Развивающиеся						
Польша	Warsaw Stock Exchange WIG 20 Индекс	-5,1	13,6	1 375,5	1 550,2	978,0
Венгрия	Budapest Stock Exchange Индекс	-1,3	12,2	7 995,3	8 162,5	5 599,4
Турция	Turkey Stock Market National 100	-17,5	-20,7	11 092,0	7 160,0	15 000,0
Бразилия	Brazil Bovespa Stock Индекс	10,9	3,9	13 963,6	16 813,1	9 532,8
Россия	РТС Индекс	1,1	13,2	294,3	301,5	158,3

Примечание: * данные на 26 февраля 2002 г.

Источник: Bloomberg

На смену ЛУКОЙЛУ и Сургутнефтегазу пришли новые лидеры – Юкос и Сибнефть

Рост нестабильности на мировых фондовых рынках сказался и на динамике российских акций. В отдельные дни февраля - который традиционно считается месяцем низкой активности – объем торгов на РТС составлял менее \$10 млн, причем формировался он за счет средств российских игроков. Интерес к акциям «второго эшелона», первоначально проявившийся в январе, полностью иссяк. Сохранился спрос только на новые региональные компании связи, находящиеся в процессе объединения.

Между тем, процесс смены лидеров рынка продолжался с прежней силой. Прежде всего, Юкос обошел Газпром и стал ведущей компанией в России по уровню рыночной капитализации. После публикации отчетности Юкоса по GAAP США за 3-й кв. 2001 г., оказавшейся значительно лучше, чем у ЛУКОЙЛА (падение прибыли на 30%), структура торгов в течение дня свидетельствовала о перераспределении средств из ЛУКОЙЛА в Юкос. Наконец, низкие результаты и объявление о снижении дивидендных выплат у Сургутнефтегаза прервали рекордные темпы роста рынка. На этом фоне недавнее повышение котировок акций Юкоса и даже Сибнефти обозначилось более четко.

В ситуации, когда приток новых капиталов на российский рынок еще не начался, смена лидеров создает условия для перераспределения средств в портфелях. С другой стороны, вновь возникшие опасения по поводу уровня ликвидности пока работают на прежних лидерах - ЛУКОЙЛ, РАО ЕЭС и Сургутнефтегаз.

Прогноз на март: подготовка к годовым собраниям акционеров

В марте российские компании обычно начинают публиковать отчеты о результатах деятельности за прошлый год. Одновременно начинаются внутренние баталии, предвещающие годовые собрания акционеров. В связи с этим неизбежно усилится интерес к таким традиционным проблемам, как:

- рентабельность и размер дивидендов;
- консолидация голосов в борьбе за места в совете директоров;
- анализ финансовой отчетности и динамика рентабельности.
- Выплата дивидендов, скорее всего, вызовет очередную волну интереса к привилегированным акциям.

Процесс консолидации голосов, вероятно, подтолкнет вверх котировки акций самых разных компаний – от Газпрома до КамАЗа. Однако в интересах миноритариев независимые кандидаты должны не допускать разделения голосов.

В предверии очередных общих собраний акционеров в центре внимания снова будут размер прибыли, дивидендов, распределение голосов акционеров и корпоративное управление

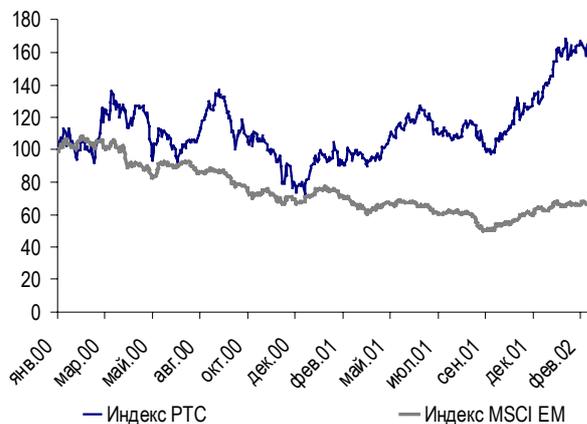
В условиях снижения цен на сырьевые товары возрастает роль сокращения затрат. В связи с этим особое значение приобретает анализ рентабельности.

Цены на нефть могут вновь стать нестабильными, что негативно скажется на ведущих российских нефтяных компаниях

Если говорить о глобальных факторах, то наибольшее влияние на российский рынок может оказать ход переговоров между членами ОПЕК и

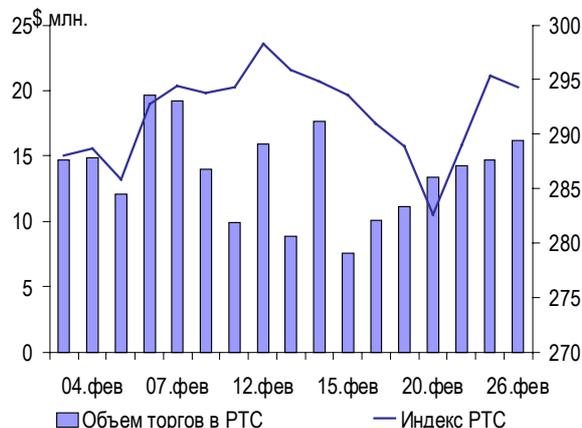
другими нефтедобывающими странами относительно продления ограничений на добычу и экспорт на 2-й кв. 2002 г. Тем не менее, с учетом того, что из-за избыточного предложения цены на нефть и нефтепродукты на внутреннем рынке снизились практически наполовину, следует быть готовым к тому, что Россия вряд ли продлит действие экспортных ограничений (150 тыс баррелей в день).

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 февраль



Примечание: * данные с начала месяца по 26/02/2002 г.
Источник: Российская торговая система

Рекомендации по портфелям: идет смена лидеров

Февральская «тряска» на российском рынке наложила отпечаток на показатели типовых портфелей Альфа-Банка (см. Илл. 4). По уровню доходности наш «потенциальный инвестиционный портфель» (77,3% за весь период существования) по-прежнему опережает ориентированный на ликвидные бумаги портфель «голубых фишек» (69,8%) и ADR (60,1%), а также динамику индекса РТС, включающего более широкий спектр бумаг (76,3%). Несмотря на то, что низкая ликвидность по-прежнему ограничивает возможность крупных инвестиций в акции «второго эшелона», диверсификация и более широкий спектр бумаг помогают инвесторам с меньшими потерями пережить нынешний период смены лидеров (одна «тройка» ЛУКойл-РАО ЕЭС-Сургутнефтегаз сменяется другой - Юкос-ГМК «Норильский никель»-Ростелеком).

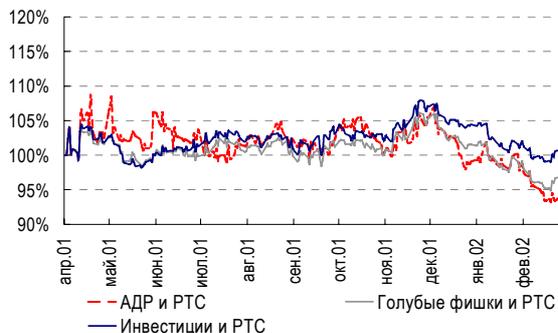
Низкие результаты ЛУКойла за 3-й кв. 2001 г. по US GAAP и снижение показателей рентабельности у Сургутнефтегаза потянули акции этих двух компаний вниз, ограничивая тем самым рост доходности по акциям нефтегазового сектора и нашим типовым портфелям, которые всегда были ориентированы на этих давнишних «любимчиков» рынка. В настоящее время мы пересматриваем свою позицию в отношении долгосрочных перспектив бумаг этих двух компаний, что в итоге может привести к сокращению размера наших вложений в них. Однако и на этот раз возможности для вложений в другие бумаги могут быть ограничены уровнем их ликвидности.

В целом же мы считаем общее сокращение веса нефтегазового сектора в рыночных индексах явлением временным: «нефтянка» наверстает упущенное и вновь станет двигателем рынка. При этом даже сильно пострадавшие в последние дни ЛУКойл и Сургутнефтегаз, вероятно, будут расти быстрее рынка. Начавшийся рост внутренних акций и АДА Газпрома мы рассматриваем в качестве свидетельства прогресса на пути структурных реформ и полагаем, что примеру бумаг Газпрома могут последовать и акции РАО ЕЭС. Переориентация на региональные компании связи по-прежнему обуславливается ростом ликвидности их акций.

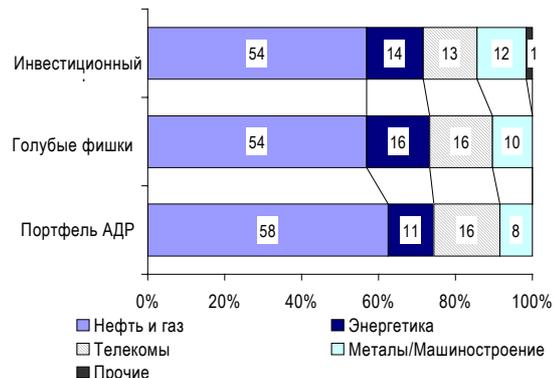
Илл. 4. Состав и изменение весов акций в типовых портфелях Альфа-Банка по состоянию на 27 февраля 2002 г.

Компания	RIC	Акции '000	Вес %	Компания	RIC	Акции '000	Вес %
Портфель АДР				Потенциальный инвестиционный портфель			
Нефть и газ				Oil&Gas			
ЛУКОЙЛ	LKOHуq.L	105	16,27	ЛУКОЙЛ	LKOH.RTS	183	13,03
СургутНГ	SNGSуq.L	295	14,32	СургутНГ	SNGS.RTS	5 390	9,55
Газпром АДА	GAZPq.L	320	13,35	СургутНГ прив.	SNGS_p.RTS	4 000	4,85
ЮКОС	YUKOуq.L	55	15,26	Газпром	GAZP.MO	2 500	9,08
Энергетика				Энергетика			
РАО ЕЭС	EESRq.L	240	11,15	ЮКОС	YUKO.RTS	430	16,49
Телекомы				Телекомы			
ВымпелКом	VIP.N	105	9,70	Татнефть	TATN.RTS	600	1,8
МТС	MBT.N	64	6,32	Сибнефть	SIBN.RTS	140	0,88
Металлы и машиностроение				Энергетика			
ГМК Норильский Никель	NKELуq.L	170	7,85	РАО ЕЭС	EESR.RTS	12 250	10,57
Всего акций				РАО ЕЭС прив.			
93,33				РАО ЕЭС прив.	EESR_p.RTS	4 250	2,95
Денежная позиция				Мосэнерго			
6,67				Мосэнерго	MSNG.RTS	4 000	0,90
Итоговый портфель				Телекомы			
100				ВымпелКом			
				ВымпелКом			
				МТС			
				МТС			
				Голден телеком			
				Голден телеком			
				Металлы и машиностроение			
				12,581			
				ГМК Норильский Никель			
				ГМК Норильский Никель			
				Уралмаш-Ижора			
				Уралмаш-Ижора			
				Другие			
				Сбербанк			
				Сбербанк			
				Сан Интербрю В			
				Сан Интербрю В			
				Всего акций			
				97,91			
				Денежная позиция			
				2,09			
				Итоговый портфель			
				100			
Портфель голубых фишек				Сравнительная динамика			
Нефть и газ				С 10/04/01			
ЛУКОЙЛ	LKOH.RTS	390	14,50	С 09/09/01			
СургутНГ	SNGS.RTS	14 100	13,04	Портфель АДР			
Газпром	GAZP.MO	5 225	9,91	60,14%			
ЮКОС	YUKO.RTS	840	16,83	Портфель голубых фишек			
Энергетика				69,75%			
РАО ЕЭС	EESR.RTS	34 700	15,64	Потенциальный инвестиционный портфель			
Телекомы				77,27%			
ВымпелКом	VIP.N	107	9,53	Индекс РТС			
МТС	MBT.N	64	6,10	76,32%			
Металлы и машиностроение							
ГМК Норильский Никель	GMKN.RTS	170	9,86				
Всего акций							
95,41							
Денежная позиция							
4,51							
Итоговый портфель							
100							

Источник: оценка Альфа-Банка

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


Источники: оценки Альфа-Банка

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


Источники: оценки Альфа-Банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Тема: Рост ВВП на 2,8% предполагает, что реальный курс будет расти умеренными темпами

- В 2002 г. темп роста ВВП снизится до 2,8% (2001 г. - 5%)
- Увеличение нефтедобычи на 2% приведет к росту инвестиций на 6%
- После того, как реальный обменный курс рубля к доллару достиг 80% от уровня 1998 г., инвестиции стали замедляться
- В условиях, когда рост цен в значительной степени (на 60%) связан с повышением тарифов, ЦБ не в состоянии удержать реальный курс рубля на заданном уровне

В 2002 г. темп роста ВВП снизится до 2,8%

В 1999-2001 гг. ВВП увеличивался в среднем на 6,5% в год

50-процентная девальвация обменного курса рубля в 1998 г. положила начало существенному росту российской экономики. В 1999-2001 гг. ВВП России увеличивался в среднем на 6,5%, что несколько выше аналогичного показателя у КНР. Однако в разное время этот рост был обусловлен различными причинами:

- в 1999 г. рост ВВП (на 5,4%) был прежде всего связан с замещением импорта и оживлением в текстильной и пищевой промышленности, а также других отраслях, производящих продукцию конечного потребления;
- в 2000 г. и 2001 г. рост ВВП (соответственно на 9% и 5%) был в значительной степени обусловлен повышением доходов экспортеров и, соответственно, их возможностями по финансированию роста инвестиций (на 28%).

Рост финансировался за счет сокращения оттока капитала с 30% до 25% от стоимости экспорта

Т.о., рост инвестиций был основной причиной существенного ускорения темпов роста ВВП в 2000-2001 гг. Особенный оптимизм вселял тот факт, что источником роста инвестиций было увеличение объема возвращаемой в страну экспортной выручки, что само по себе свидетельствует о росте доверия со стороны российских предпринимателей. В частности, утечка капитала сократилась с 30-35% от стоимости экспорта в 1997-1999 гг. до 25% в 2000-2001 гг.

Илл. 7. Сокращение оттока капитала до 25% от стоимости экспорта в 2001 г.

	1997	1998	1999	2000	2001
Отток капитала, млрд \$	28,5	26,5	22,3	26	26
Отток капитала / экспорт, %	32	35	30	25	25
Отток капитала / сальдо торгового баланса, %	164	156	62	43	52
Отток капитала / резервы ЦБ, %	158	221	172	93	70
Отток капитала / ВВП, %	6,6	9,6	11,9	10,4	8,3

Источники: ЦБ РФ, оценка Альфа-Банка

В 2002 г. рост ВВП замедлится до 2,8% из-за недостаточности спроса в частном секторе и на внешних рынках

Однако в ближайшем будущем высокие темпы роста инвестиций вряд ли сохранятся. Первая проблема заключается в том, что недавний рост ВВП не был подкреплен соответствующим ростом инвестиций. В условиях сокращения прибылей предприятий инвестиции будут быстро сокращаться. Во-вторых, российские предприятия сталкиваются с проблемой существенного сокращения спроса. При этом готовая продукция составляет лишь 30% всего российского экспорта, а объем потребления в частном секторе внутри страны ограничен (см. Илл. 8).



Илл. 8. Потребление в частном секторе составляет лишь 50% ВВП



Илл. 9. Структура ВВП России



Примечание: размер окружностей соответствует среднему темпу роста ВВП в 1999-2000 гг.
 Источники: Минфин, оценка Альфа-Банка
 Источники: Всемирный банк, оценка Альфа-Банка

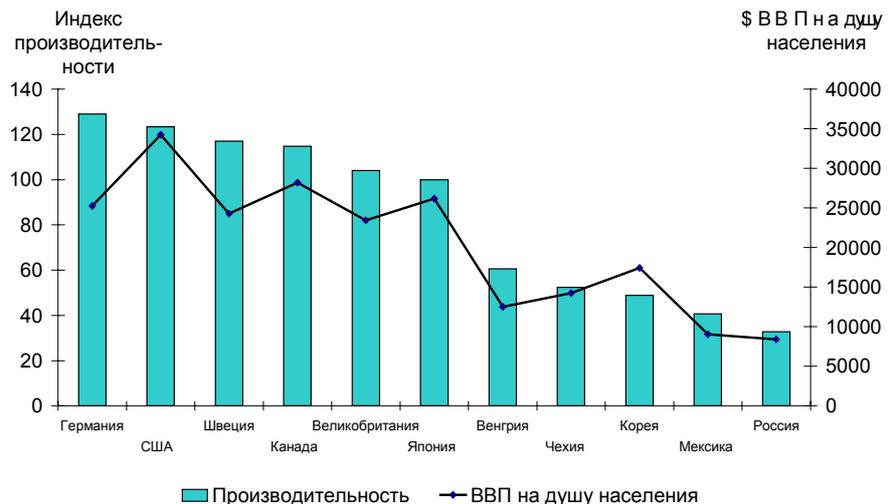
В 2002 г. сальдо торгового баланса сократится на 30%

В 2002 г. замедлению темпов экономического роста будет способствовать ряд негативных тенденций. Из-за низких цен на нефть и продолжающегося увеличения импорта (на 10%) чистый экспорт сократится примерно на 30%. Объем потребления в госсекторе в нынешнем году, вероятно, не изменится (объем платежей по внешнему долгу составляет 26% суммарных доходов бюджета).

Низкая производительность труда ограничивает рост реальных доходов

С другой стороны, темпы роста потребления в частном секторе будут оставаться невысокими из-за значительной инфляции и умеренного роста производительности. Производительность труда в России по-прежнему на 70% ниже, чем в развитых странах. С учетом того, что в 2001 г. реальные доходы росли быстрее производительности (на 5,6%), мы не ожидаем высоких темпов роста последней в 2002 г.

Илл. 10. Производительность труда в России на 70% ниже, чем в развитых странах



Источники: Всемирный банк, Госкомстат, оценка Альфа-Банка

Основным фактором экономического развития в 2002 г. станет рост инвестиций на 6%

Основной проблемой по-прежнему является недостаточно быстрый рост инвестиций. Поскольку инвестиции - одна из важнейших предпосылок использования эффективных технологий, обеспечить устойчивое и долговременное развитие экономики можно только за счет их роста. По



нашим оценкам, основной составляющей роста ВВП на 2,8% в 2002 г. должно стать увеличение инвестиций на 6%. Однако мы полагаем, что если год назад все зависело в основном от наличия финансовых ресурсов, то в 2002 г. объем инвестиций будет целиком и полностью обусловлен уровнем конкурентоспособности российской промышленности. Т.о., решающим показателем в 2002 г. становится темп инфляции.

Илл. 11. Факторы роста ВВП в 2002 г.

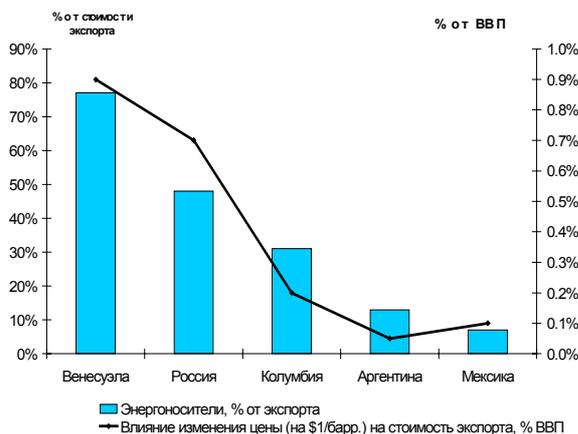
Фактор	Влияние на рост экономики в 2002 г.	Прогноз на 1-е пол-е 2002 г.	Прогноз по итогам года
Инфляция	Ускорение темпов укрепления реального обменного курса рубля может привести к замедлению экономического роста	11%	16%
Отток капитала	Сокращение утечки капитала может обеспечить финансовые ресурсы для инвестиций	\$12 млрд	\$24 млрд
Обменный курс рубля	Обесценение номинального курса на 10% позволит ЦБ сформировать к концу года резервы на уровне \$36-40 млрд	32 руб/\$	33,5 руб/\$
Объем промышленного производства	Поскольку доля промышленной продукции в ВВП по-прежнему составляет 38%, о росте ВВП можно судить по динамике промышленного производства	2,5%	3%

Источник: оценка Альфа-Банка

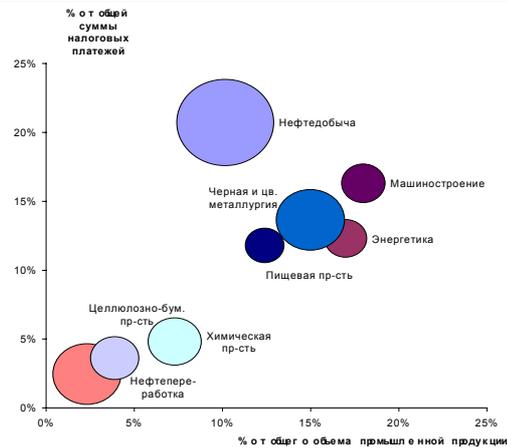
Вклад нефтяной промышленности в рост ВВП сократится

Нефть и газ обеспечивают 50% всех экспортных поступлений и 35% доходов бюджета...

Россия по-прежнему в значительной степени зависит от уровня цен на нефть: нефть и газ обеспечивают 50% всех ее экспортных поступлений. Следует отметить, что изменение цены нефти на \$1/баррель увеличивает или уменьшает объем экспортных поступлений примерно на \$2 млрд, а доходную часть федерального бюджета – на \$1 млрд. Россия зависит от нефтяных цен меньше, чем, например, Венесуэла, но сильнее, чем другие страны, относимые к числу развивающихся рынков.

Илл. 12. Зависимость страны от экспорта сырья

Источники: МВФ, Альфа-Банк

Илл. 13. Нефть и газ обеспечивают 35% доходов бюджета

Примечание: размер окружностей соответствует уровню чистой рентабельности отрасли
Источники: Госкомстат, Минфин, оценка Альфа-Банка

...но сейчас Россия уже не так сильно зависит от постоянно меняющихся цен на нефть

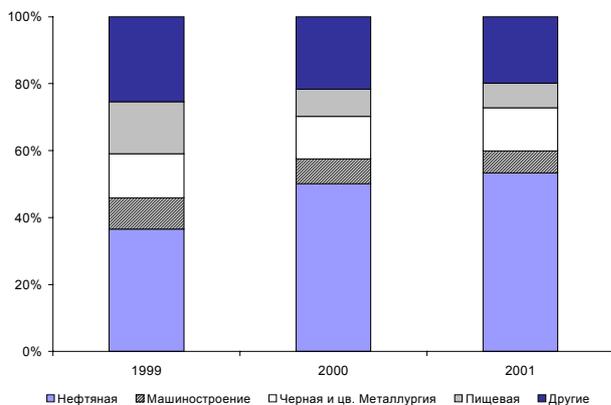
В 1998 г. основной причиной кризиса стало падение цены нефти сорта Brent до \$13/баррель, однако теперь, как нам представляется, российская экономика в меньшей степени зависит от неустойчивых цен на нефть. При этом мы учитываем влияние следующих факторов:

1. В текущем году в федеральный бюджет заложено долговое бремя в размере 38% всех налоговых поступлений (по сравнению с 61% до кризиса).
2. непогашенная часть внутреннего долга составляет лишь 2% ВВП (по сравнению с 18% до кризиса).
3. Долговая проблема 2003 года была решена путем досрочного погашения кредита перед МВФ в размере \$2,7 млрд, а также выкупа ОВВЗ-4 на сумму \$1-2 млрд.
4. Девальвация рубля дала отечественной промышленности заметные преимущества в ценовой конкуренции. В результате ее позиции сейчас намного прочнее, чем в 1997 г.
5. В настоящее время нет риска непредсказуемой девальвации. Отсутствие жесткой привязки рубля к доллару, резервы ЦБ (\$37 млрд) покрывают расходы на импорт за 9 месяцев, объем спекулятивных вложений в экономику РФ по-прежнему минимален.

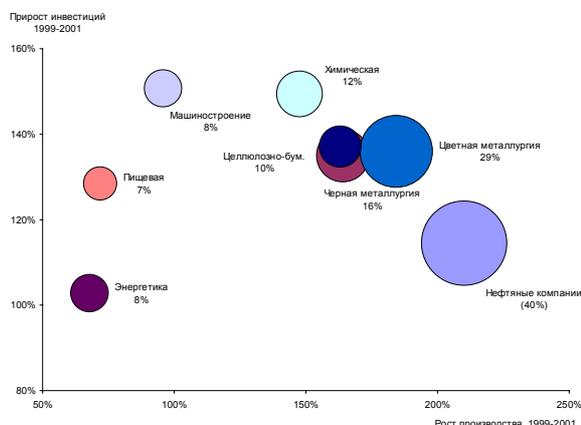
В результате инвестиций в нефтяную промышленность в 2000-2001 гг. добыча нефти увеличивалась ежегодно на 6-7%...

Кроме того, судя по всему, в 2002 г. можно говорить о снижении значимости нефтяной промышленности и с точки зрения ее доли в ВВП. После кризиса 1998 г. в условиях сильного сокращения издержек нефтяные компании увеличили инвестиции в разработку. В 1999 г. объем добычи нефти почти не изменился по сравнению с предыдущим годом, зато в 2000-2001 гг. этот показатель увеличивался ежегодно на 6-7%. Инвестиции в нефтяной промышленности составляют половину суммарных капиталовложений во всех отраслях промышленности и 25% общего объема инвестиций.

Илл. 14. На нефтедобычу приходится половина суммарных инвестиций во все отрасли промышленности



Илл. 15. Высокорентабельные отрасли растут быстрее



Источник: Минэкономразвития

Примечание: размер окружностей соответствует чистой рентабельности отрасли
Источники: Госкомстат, оценка Альфа-Банка

...но в 2002 г. прирост добычи составит лишь 2%, что приведет к замедлению роста инвестиций

Однако уже к концу 2001 г. из-за роста объема нефтедобычи цены на внутреннем рынке нефти снизились на 40-50%. В связи с этим мы полагаем, что в 2002 г. нефтедобывающие компании вряд ли будут в состоянии осуществлять инвестиции в прежнем объеме. Соответственно доля отрасли в приросте ВВП уменьшится. В этой ситуации естественно ожидать замедления роста машиностроения, которое было основным фактором роста ВВП. Смогут ли остальные отрасли экономики обеспечить достаточные ресурсы для финансирования инвестиций, зависит от того, насколько привлекательными будут эти инвестиции (что,

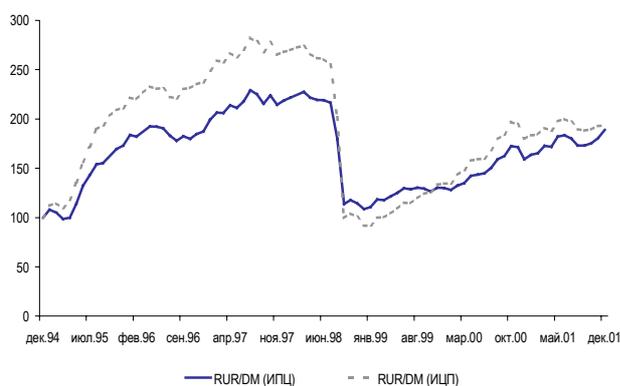
в свою очередь, во многом будет зависеть от динамики реального обменного курса рубля).

Роль реального обменного курса возрастет

Реальный обменный курс на 20% ниже предкризисного уровня

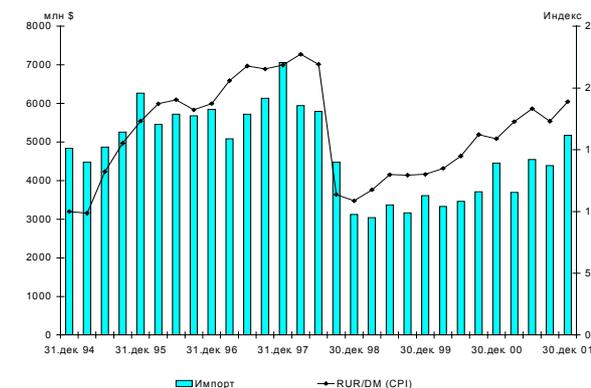
С точки зрения уровня реального обменного курса рубля, конкурентоспособность России в последние годы значительно снизилась. В 1999-2001 гг. реальный курс рубля к доллару увеличился на 30%, к евро – из-за слабости последнего - на целых 70%. За тот же период реальный курс, рассчитанный с учетом индекса цен производителей, вырос еще больше – на 60% и 110%, соответственно. В результате в 2001 г. импорт увеличился лишь на 18% (см. Илл. 17).

Илл. 16. Курс рубля к евро на 15% ниже предкризисного уровня



Источники: Госкомстат, оценки Альфа-Банка

Илл. 17. В условиях повышения реального курса на 10% импорт вырос на 18%



Источники: ЦБ, оценки Альфа-Банка

ЦБ содействовал снижению курса рубля на 10% в год..

Быстрый рост реального обменного курса был связан, во-первых, с высокими ценами на нефть, под влиянием которых в 1999-2001 гг. происходило постепенное снижение номинального обменного курса рубля и, во-вторых, с высокой инфляцией (20-36% в год). ЦБ, стремившийся увеличить золотовалютные резервы для финансирования платежей в счет погашения внешней задолженности, был в предыдущие годы нетто-покупателем иностранной валюты, что способствовало ослаблению номинального обменного курса. Однако способность ЦБ влиять на динамику реального обменного курса уже не была столь очевидной.

...но не смог обуздать инфляцию, вызванную повышением тарифов

Проблема роста реального обменного курса стоит в России острее, чем в других странах, относимых к развивающимся рынкам. Хотя инфляция является чаще всего результатом действия монетарных факторов, в России роль последних как ускорителей инфляции по-прежнему не столь заметна. Это связано, во-первых, со слабостью российского банковского сектора (рост денежной базы не привел к увеличению совокупной денежной массы). Агрегат M2 все еще составляет лишь 17% ВВП. Вторая причина – низкий уровень монетизации российской экономики. Именно этим обстоятельством объясняется то, что рост рублевой ликвидности вследствие замещения бартера и денежных эквивалентов, привел к повышению доли денежных средств в обороте.

Тарифы росли быстрее индекса потребительских цен и даже индекса цен производителей

Вместе с тем, в 2000-2001 гг. в России началось повышение тарифов, вызванное стремлением ускорить структурные реформы и ликвидировать перекрестное субсидирование, а также лоббированием со стороны естественных монополий в пользу повышения тарифов. Тарифы

на электроэнергию и услуги ЖКХ росли значительно быстрее, чем индексы потребительских цен и цен производителей.

Илл. 18. Инфляция по группам товаров и услуг в сравнении с ростом тарифов на газ и электроэнергию и ИЦП, %

	2000	2001
Продовольственные товары	17,9	17,1
Непродовольственные товары	18,5	12,7
Услуги, в т.ч.:	33,7	36,9
ЖКХ	42,6	56,8
Транспорт	34,8	25,3
Связь	30,7	23,3
Индекс потребительских цен	20,2	18,6
Электричество	42,9	30,0
Газ	26,1	18,0
Индекс цен производителей	33,0	11,0

Источник: Госкомстат

Инфляция в значительной степени (на 50-60%) вызвана ожидающимся повышением тарифов

Поскольку инфляции в значительной степени (по оценкам, на 50-60%) вызвана повышением тарифов, ЦБ отказывается нести ответственность за обеспечение заданного показателя инфляции. Его политика будет, скорее всего, направлена на удержание золотовалютных резервов на нынешнем уровне и более значительное снижение обменного курса рубля. Т.о., уровень реального обменного курса во многом будет определяться решениями правительства в области повышения тарифов.

Повышение тарифов способствует росту эффективности, но в краткосрочном плане замедляет темпы экономического роста

Очевидно, однако, что в этом смысле правительство стоит перед дилеммой. Обеспечение условий для роста ВВП требует ограничить рост тарифов, чтобы тем самым предотвратить укрепление реального обменного курса. С другой стороны, продолжение структурных реформ делает необходимым повышать внутренние тарифы с тем, чтобы обеспечить рост эффективности.



Динамика и оценка акций

Илл. 19. Динамика АДР, с начала месяца, на 27 февраля

Компания	Биржа	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена	Изменение		За 52 недели	
						за месяц	с начала года	Максимум	Минимум
					\$	%	\$	\$	\$
Нефть и Газ									
Газпром	Фр	114A, REG S	10 в 1	1,4	12,7	7,1	30,5	13,3	6,1
ЛУКОЙЛ	Фр	1	4 в 1	31,0	50,1	-10,6	2,5	62,0	35,1
Сибнефть	Фр	1	10 в 1	4,0	11,5	40,9	55,9	11,9	2,9
Сургутнефтегаз	Фр	1	50 в 1	19,0	15,0	-8,1	-3,3	18,0	9,7
Сургутнефтегаз прив.	Бер	1	100 в 1	н/д	20,7	1,1	2,0	25,2	9,5
Татнефть	Нью-Йорк	2	20 в 1	25,0	10,1	1,0	-2,1	12,3	7,4
Юкос	Бер	1	15 в 1	20,0	100,4	12,0	н/д	н/д	н/д
Энергетика									
Иркутскэнерго	Фр	1	50 в 1	н/д	3,6	-12,7	-11,5	4,4	2,8
Кузбассэнерго	Фр	1	10 в 1	25,0	2,1	23,4	110,5	2,1	0,8
Ленэнерго	Бер	REG S	80 в 1	6,2	34,6	-1,5	29,7	35,5	13,5
Мосэнерго	Фр	1	100 в 1	20,0	3,9	-12,3	-3,1	4,8	2,8
РАО ЕЭС	Фр	1	100 в 1	22,0	14,9	-6,6	-2,7	17,9	8,0
Ростовэнерго	Бер	1	100 в 1	н/д	1,6	-9,1	-7,3	1,9	0,8
Ростовэнерго прив.	Бер	1	100 в 1	н/д	1,2	-4,8	18,9	1,5	0,7
Самараэнерго	Фр	1	70 в 1	н/д	2,2	-1,5	13,1	2,6	1,2
Телекоммуникации									
Челябинсксвязьинформ	Бер	1	1 в 5	н/д	3,0	-1,5	13,5	5,5	2,6
Голден Телеком		Н/Д	1 в 1	н/д	13,0	1,2	11,5	14,2	6,8
Кубаньэлектросвязь	Фр	1	1 в 2	н/д	3,9	-7,6	6,8	28,2	3,6
МГТС	Бер	1	1 в 10	н/д	7,1	15,4	14,0	7,1	3,7
МТС	Нью-Йорк	3	20 в 1	17,0	33,0	-12,5	-7,5	38,8	22,5
Нижновсвязьинформ	Фр	1	2 в 1	8,5	1,9	-5,8	18,9	2,2	1,2
Ростелеком	Нью-Йорк	2	6 в 1	19,7	7,1	13,6	35,8	7,1	2,8
Ростовэлектросвязь	Бер	1	5 в 1	н/д	2,8	1,7	0,4	4,6	2,5
Самарасвязьинформ	Бер	1	1 в 5	н/д	4,3	-1,5	62,2	8,4	2,2
Тюменьтелеком	Фр	1	1 в 1	н/д	1,5	-22,1	32,3	2,4	0,4
Тюменьтелеком прив.	Фр	1	2 в 1	н/д	1,5	-16,3	37,8	2,0	0,4
Уралсвязьинформ	Фр	1	200 в 1	н/д	2,7	-4,8	53,7	2,9	1,1
ВымпелКом	Нью-Йорк	3	3 в 4	н/д	29,7	-3,7	14,0	30,9	12,8
Прочие сектора									
ГМК Норильский Никель	Фр	1	1 в 1	17,0	19,5	30,4	н/д	н/д	н/д
Уралмаш-Заводы	Бер	144A, REG S	1 в 1	21,0	4,8	-0,6	19,5	5,3	2,2
ГУМ	Фр	1	2 в 1	32,2	3,4	-12,5	2,6	4,1	1,8
ЦУМ	Фр	1	20 в 1	10,8	3,9	-1,9	-2,7	6,6	2,5
Сан Интербрю В	Фр	144A, REG S	1 в 1	32,0	6,9	19,4	41,5	7,5	2,2
Сан Интербрю А	Фр	144A, REG S	1 в 1	15,0	6,2	21,5	54,6	6,6	1,5

Source: Источники: Рейтер, Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 20. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек», с начала месяца, на 27 февраля

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
	\$	MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2001П	2002П	2001П	2002П			
Нефть и Газ														
Газпром	0,660	10	28	0,660	0,314	1,4	17 725	5,0	4,6	5,9	4,6	0,950	44	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	12,45	-12	2	15,55	8,7	2,6	10 590	4,3	4,9	2,8	3,5	15,8	27	НАКАПЛИВАТЬ
Сибнефть	1,15	34	58	1,15	0,31	0,5	5 452	5,5	4,5	3,8	3,0	Пересмотр	н/д	НАКАПЛИВАТЬ
Сургутнефтегаз	0,304	-6	-3	0,352	0,196	0,9	7 864	3,1	3,2	2,3	2,6	0,49	61	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,508	1	-4	0,611	0,375	0,4	1 165	1,6	3,0	1,4	2,2	0,71	40	ДЕРЖАТЬ
Юкос	6,76	8	30	6,8	2,231	1,4	14 366	4,7	4,3	3,1	3,1	8,00	18	ПОКУПАТЬ
Среднее	22,8	11	6	28,0	18,0	0,2	25 283	5,5	5,9	3,2	3,3			
<i>PKN</i>	19,1	-2	9	20,0	12,6	4,5	1 864	н/з	7,1	12,8	6,2			
<i>Petrobras</i>	0,2	1	5	0,2	0,2	9,5	32 689	5,7	7,9	3,2	3,7			
Среднее	5,6	7,0	6,4	4,4										
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,078	-4	-5	0,092	0,061	0,0	369	н/з	н/з	6,2	6,0	0,09	21	ДЕРЖАТЬ
Ленэнерго	0,400	-7	12	0,480	0,150	0,0	339	8,3	5,2	3,7	3,0	0,48	20	НАКАПЛИВАТЬ
Мосэнерго	0,040	-8	-2	0,048	0,028	0,4	1 134	16,4	10,6	3,9	3,4	0,06	50	СПЕК. ПОКУПКА
РАО ЕЭС	0,152	-6	-3	0,179	0,084	3,4	6 366	19,0	11,1	3,4	3,0	Пересмотр	н/д	Пересмотр
<i>EdP</i>	2,6	-6	-9	3,8	2,5	9,3	7 663	15,6	9,5	9,5	9,4			
<i>Endesa</i>	19,5	0	-4	23,1	17,9	103,3	22 210	11,1	10,1	9,8	9,4			
<i>Tepaga</i>	2,8	-4	-2	3,3	1,9	3,0	8 829	18,8	17,8	12,6	11,8			
Среднее	15,2	12,5	10,7	10,2										
Телекоммуникации														
МГТС	7,1	8	18	7,5	4,8	0,1	614	46,6	16,6	4,6	3,8	6,5	-8	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	13,3	6	3	14,0	7,7	11,5	6 214	13,5	10,4	4,3	3,8			
Tele Norte Leste	13,1	7	5	15,3	7,6	17,3	5 529	н/з	28,5	2,9	2,6			
Среднее	13,5	19,5	3,6	3,2										
Ростелеком	1,135	7	24	1,170	0,455	0,9	975	21,6	17,7	3,4	3,3	1,31	15	НАКАПЛИВАТЬ
<i>Indosat</i>	0,97	-7	6	1,16	0,70	2,8	1 018	6,7	5,9	3,4	2,4			
<i>Embratel</i>	4,51	-1	1	9,69	2,82	11,6	1 341	н/д	97,3	2,8	2,6			
Среднее	6,7	51,6	3,1	2,5										
Вымпелком	29,7	-4	14	30,9	12,8	7,2	1 597	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	Запрещено
МТС	33,0	-12	-8	38,8	22,5	7,0	3 289	19,0	17,8	7,7	5,9	34,0	3	ДЕРЖАТЬ
<i>Turkcell</i>	0,006	-11	-29	0,009	0,002	0,0	3 156	н/з	14,1	н/з	н/з			
<i>Mobinil</i>	8,3	13	-3	18,5	6,3	н/д	823	10,2	9,1	5,0	4,1			
Среднее	10,2	11,6	5,0	4,1										
Голден Телеком	13,0	1	11	14,2	6,8	0,2	313	н/з	н/з	н/з	24,9	17	31	ПОКУПАТЬ
<i>Netia</i>	1,3	-39	-33	23,0	0,9	0,6	41	н/з	н/з	45,6	19,5			
Металлургия														
Норильский Никель	19,6	21	15	19,7	15,0	1,0	4 182	5,8	14,7	2,9	5,1	19,7	1	ПОКУПАТЬ
<i>Amplats</i>	40,3	4	3	45,6	22,3	0,3	8 699	14,5	13,9	9,4	8,8			
<i>Eramet</i>	33,7	20	13	40,8	19,0	0,0	832	17,3	11,8	4,6	4,7			
<i>WMC</i>	4,8	-2	-2	5,3	3,3	3,5	8 994	21,3	20,1	10,7	10,7			
Среднее	17,7	15,2	8,2	8,1										
Северсталь	56,4	20	28	56,4	27,7	0,1	1 245	7,2	6,7	3,2	3,2	59,0	5	НАКАПЛИВАТЬ
<i>China Steel</i>	0,5	10	35	0,6	0,3	18,3	4 749	22,9	20,1	8,6	8,2			
<i>POSCO</i>	113,4	17	23	122,0	53,9	0,2	10 610	17,7	13,7	7,1	6,7			
Среднее	20,3	16,9	7,9	7,4										
Продукты														
Балтика	14,0	22	54	14,8	9,0	0,0	1 499	11,5	8,5	8,5	6,4	17,1	22	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	6,9	19	42	7,5	2,2	0,2	695	7,9	4,7	2,2	1,8	8,0	16	СПЕК. ПОКУПКА
<i>Okocim</i>	2,9	-4	16	3,9	2,3	0,1	64	47,7	14,5	9,8	7,5			
<i>Zywiec</i>	63,0	-1	17	66,8	38,2	0,1	714	н/з	н/з	11,2	10,7			
Среднее	47,7	14,5	10,5	9,1										
Торговля														
ГУМ	1,70	0	19	16,90	1,10	0,0	102	7,6	6,0	4,7	4,3	1,72	1	НАКАПЛИВАТЬ
<i>Robinson & Co</i>	2,6	2	5	2,6	2,3	0,1	220	12,3	13,7	9,9	8,9			
<i>Matahari Putra Prima</i>	0,1	22	38	0,1	0,0	0,8	159	6,3	5,4	2,2	1,9			
Среднее	9,3	9,5	6,1	5,4										
Машиностроение														
Уралмаш - Заводы	5,0	1	30	5,2	2,2	0,0	175	9,2	5,8	3,1	2,6	5,7	15	ПОКУПАТЬ
<i>Hyundai Heavy</i>	24,8	15	30	25,5	14,7	0,5	1 886	16,0	6,1	7,8	7,0			
<i>Atlas Copco</i>	22,6	-5	1	25,0	15,5	1,5	4 637	15,6	16,1	6,5	6,7			
Среднее	15,8	11,1	7,2	6,8										

Примечание: н/з – не значимо

Источники: оценки Альфа-Банка, Блумберг

Илл. 21. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 27 февраля

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2001П	2002П	2001П	2002П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	4,75	3	-14	5,5	1,5	7,6	539	4,4	4,9	2,4	2,6	9,6	102	ПОКУПАТЬ
Пурнефтегаз	3,35	-34	-9	5,5	2,7	9,2	323	8,1	9,0	3,9	4,9	2,4	-28	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	2,72	-3	3	4,0	2,6	0,9	199	3,2	3,6	1,5	2,1	4,5	65	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	70	4	155	75	22	0,3	236	2,6	2,9	1,2	1,3	51,2	-27	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,139	3	38	0,155	0,050	27,6	152	2,6	2,8	1,6	1,9	0,20	44	ПОКУПАТЬ
Красноярскэнерго	0,107	0	33	0,150	0,027	3,2	72	18,0	2,8	3,7	1,5	0,13	24	НАКАПЛИВАТЬ
Кубаньэнерго	2,687	-12	35	3,10	0,65	10,9	48	4,8	3,9	1,7	1,8	4,2	56	СПЕК. ПОКУПКА
Кузбассэнерго	0,208	15	77	0,21	0,088	60,1	126	34,5	11,2	3,1	2,5	0,22	3	ДЕРЖАТЬ
Новосибирскэнерго	1,95	0	8	2,27	1,80	0,0	29	н/з	12,6	11,0	3,5	3,05	57	ДЕРЖАТЬ
Пермэнерго	1,77	-10	11	2,15	1,03	17,8	85	4,2	3,0	1,2	1,2	2,87	62	СПЕК. ПОКУПКА
Ростовэнерго	0,017	-8	13	0,020	0,010	16,9	66	7,9	4,3	5,0	4,0	0,02	32	НАКАПЛИВАТЬ
Самарэнерго	0,032	-3	12	0,038	0,019	19,7	123	9,2	6,8	3,1	2,9	0,04	39	НАКАПЛИВАТЬ
Свердловэнерго	0,119	-6	18	0,14	0,05	24,1	75	5,1	1,8	1,1	0,7	0,16	32	ДЕРЖАТЬ
Челябэнерго	0,01	-14	43	0,011	0,003	0,7	49	н/з	6,8	3,0	2,0	0,012	20	НАКАПЛИВАТЬ
Телекоммуникации														
Башинформсвязь	0,077	0	9	0,115	0,037	7,9	74	17,9	18,2	189,6	182,1	0,09	18	НАКАПЛИВАТЬ
Красноярскэлектросвязь	2,85	0	36	2,85	1,70	4,0	34	42,3	34,6	2,6	2,1	4,0	40	НАКАПЛИВАТЬ
Ленсвязь	11	0	29	12	8	1,9	26	14,6	13,4	3,2	2,9	9,98	-9	СОКРАЩАТЬ
Нижегородскийинформ	1,38	6	52	1,45	0,72	67,3	143	15,7	11,3	4,4	3,7	1,64	16	НАКАПЛИВАТЬ
Ростовэлектросвязь	0,75	-3	50	0,89	0,38	4,9	64	17,2	15,7	4,0	3,6	1,05	40	СПЕК. ПОКУПКА
Самарасвязьинформ	27	0	48	32,0	16,4	1,9	62	10,8	9,4	4,6	4,0	35,8	33	СПЕК. ПОКУПКА
Северо-Запад. Телеком	0,475	-3	13	0,57	0,31	25,2	255	26,3	15,3	5,0	4,2	0,49	3	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,021	1	15	0,023	0,015	7,4	67	6,5	4,6	2,4	1,8	0,03	42	ПОКУПАТЬ
Тюменьтелеком	1,85	-8	47	2,15	0,37	243,2	59	22,9	19,5	5,0	4,3	2,0	8	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинформ	0,013	-6	50	0,014	0,007	58,3	115	77,9	19,8	4,8	3,6	0,015	15	ДЕРЖАТЬ
Уралтелеком	7,15	-1	72	8,25	4,10	34,5	85	9,1	8,3	3,1	2,4	7,9	10	НАКАПЛИВАТЬ
Хантымансийскокртелеком	1,87	3	44	2,35	1,00	18,7	38	3,3	3,0	1,7	1,5	2,1	12	СПЕК. ПОКУПКА
Челябинсксвязьинформ	16,75	0	5	17,0	13,9	5,6	96	37,7	605,6	6,7	6,1	17,1	2	ДЕРЖАТЬ
ЦентрТелеком	0,315	-11	31	0,37	0,14	84,3	170	29,1	17,1	5,6	3,4	0,29	-8	СОКРАЩАТЬ
ЮжТелеком	9,65	0	45	10,69	4,5	70,3	120	9,4	3,5	3,8	3,0	12,9	34	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
Аэрофлот	0,358	2	1	0,407	0,250	51,1	398	202,8	30,9	5,6	4,7	0,33	-8	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	28,5	48	60	28,5	3,73	163,9	838	5,3	2,3	2,5	2,2	31,3	10	СПЕК. ПОКУПКА
ГАЗ	31,15	-10	7	43,0	13,8	37,3	160	н/з	22,0	23,7	10,6	12	-61	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	5,15	0	-4	6,0	3,5	1,1	46	4,3	4,8	2,5	2,9	5,00	-3	ДЕРЖАТЬ
Магнитогорский МК	30	0	-14	н/д	н/д	н/д	199	1,0	0,9	0,9	0,9	54	80	ДЕРЖАТЬ
Сбербанк	90,6	8	17	91,3	22,8	233,5	1 774	н/д	н/д	н/д	н/д	108	19	ПОКУПАТЬ
Челябинский трубный з-д	0,108	-10	44	0,128	0,062	6,2	51	2,2	1,3	1,5	0,9	0,15	39	СПЕК. ПОКУПКА
ЦУМ	0,345	0	19	0,60	0,23	2,6	31	8,9	7,7	3,5	3,5	0,56	62	ДЕРЖАТЬ

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

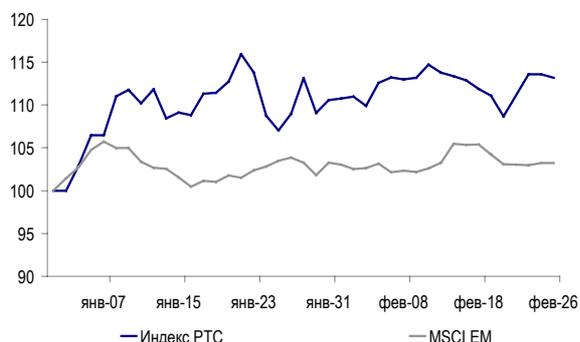
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 22. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 27 февраля

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды \$	Дивидендный доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
СургутНГ прив.	0,203	-2	2	0,223	0,095	524,0	33	0,0032	1,6	0,29	43	ПОКУПАТЬ
Татнефть прив.	0,397	7	13	0,41	0,22	19,1	22	0,0328	8,3	0,43	8	ДЕРЖАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,119	-8	2	0,135	0,037	314,8	22	0,005	4,2	Пересмотр	н/д	Пересмотр
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	0,610	11	26	0,620	0,620	39,8	46	0,03	4,4	0,69	13	НАКАПЛИВАТЬ

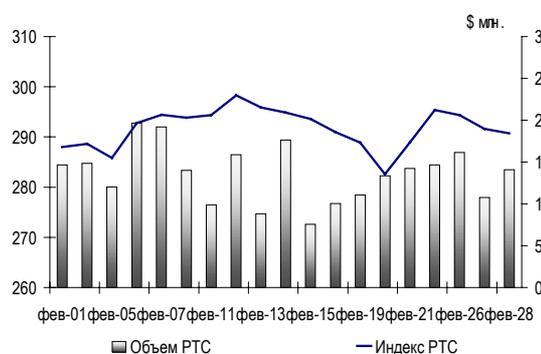
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Графики

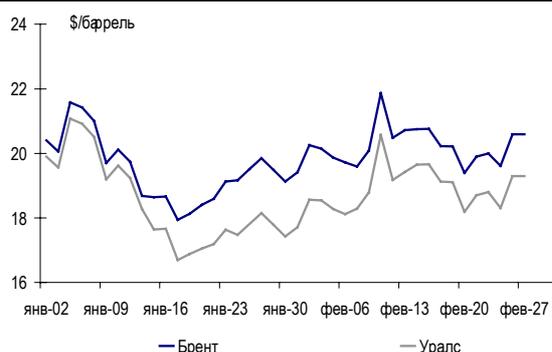
Илл. 23. Индекс РТС относительно индекса MSCI EM, с начала года


Источник: Рейтер

- По итогам февраля индекс РТС прибавил всего 1% при средненежном объеме торгов в \$14 млн.

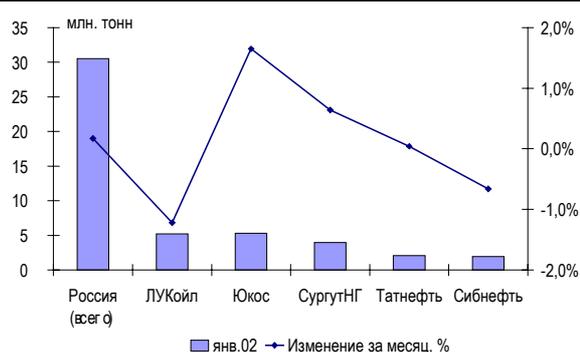
Илл. 24. Динамика индекса РТС, за месяц


Источник: РТС

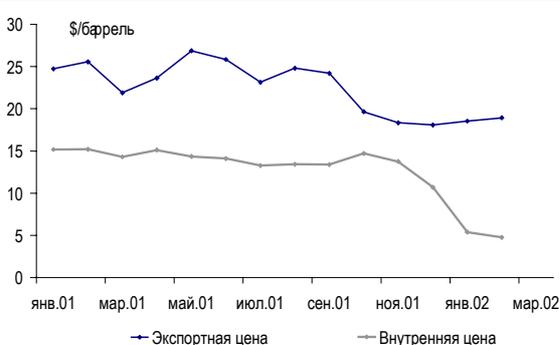
Илл. 25. Цены на нефть: Брент и Уралс, с начала года


Источник: Блумберг

- Цены на нефть в феврале немного отыграли вверх, и правительство рассматривает возможность повышение экспортных пошлин до \$9/баррель в апреле
- Только Юкос и СургутНГ смогли увеличить добычу нефти в январе

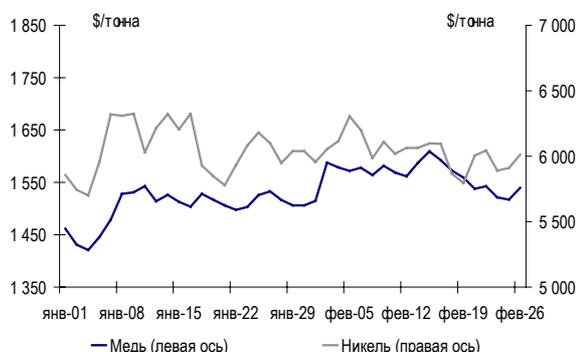
Илл. 26. Добыча нефти компаниями, январь 2002 года


Источник: Министерство энергетики

Илл. 27. Динамика экспортных и внутренних цен на нефть, январь 2001 г. – февраль 2002 г.


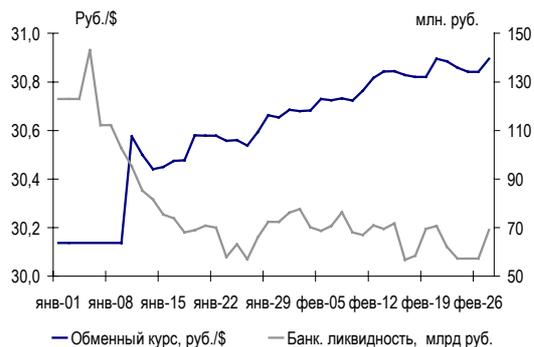
Источник: Министерство энергетики

- Цены на никель стабилизировались в пределах \$5 900 – \$6 100 за тонну в феврале

Илл. 28. Цены на медь и никель, с начала года


Источник: Блумберг

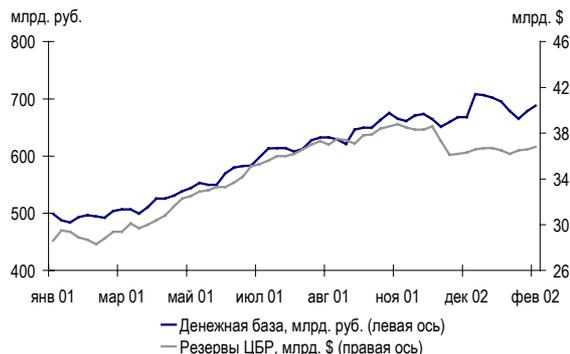
Илл. 29. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года



Источник: ЦБР

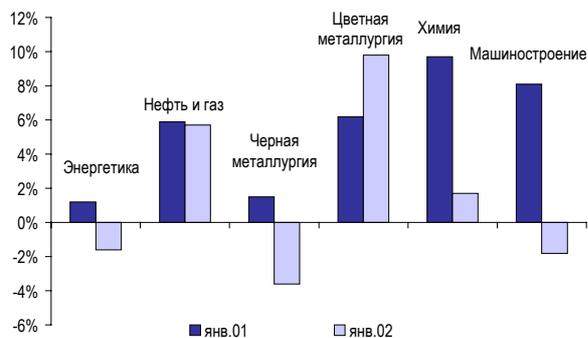
- Обесценение рубля ускорилось в феврале и составило 0,8%
- Резервы ЦБР выросли на \$400 млн. в первой половине февраля, в то время как денежная база увеличилась на \$300 млн.

Илл. 30. Денежная база и резервы ЦБР, за год



Источник: ЦБР

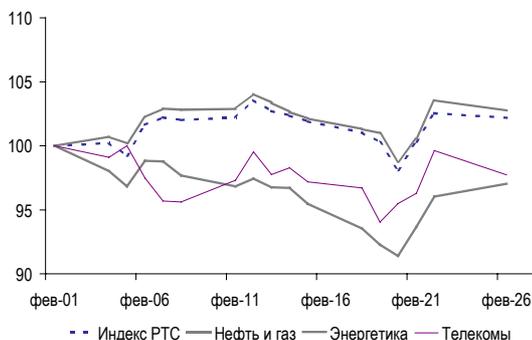
Илл. 31. Динамика промышленного выпуска, Янв'2001 – Янв'2002



Источник: Минфин

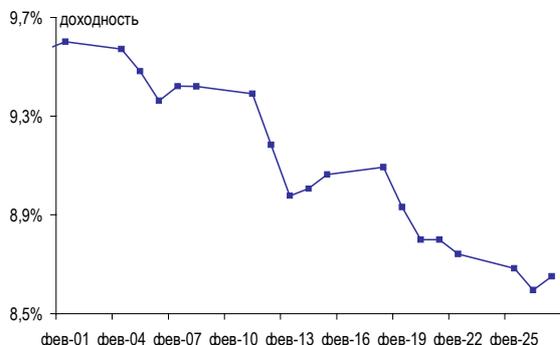
- Падение выпуска на 1,8% в январе в секторе машиностроения сигнализирует о замедлении экономического роста
- Несмотря на поток негативных корпоративных новостей нефтегазовый сектор рос в феврале быстрее рынка

Илл. 32. Динамика отраслевых индексов относительно индекса РТС, за месяц



Источник: оценки Альфа-Банка

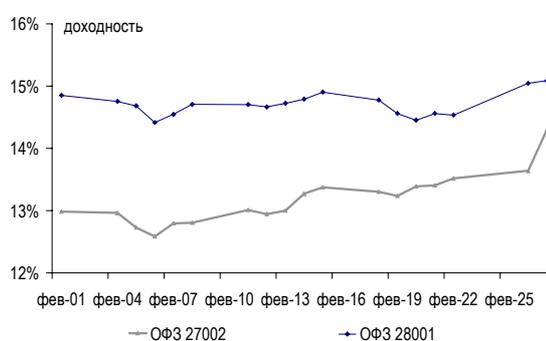
Илл. 33. Динамика Евро – 07, за месяц



Источник: Рейтер

- Российские еврооблигации показали впечатляющий рост в феврале на фоне ослабления проблемы внешнего долга в 2003 году
- Доходности ОФЗ выросли в результате существенного обесценения рубля

Илл. 34. ОФЗ 27001 – ОФЗ 28001, за месяц



Источник: Рейтер

Календарь событий
Илл. 35. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания/Сектор	Событие
Март		
В течение месяца	РАО ЕЭС	Результаты за 9 месяцев 2001 г. по МСБУ
1	РАО ЕЭС	Заседание совета директоров, одобрение "типового проекта" реструктуризации АО-энерго
1	Ленэнерго	Ленэнерго представит в РАО ЕЭС свой проект реструктуризации
2-3	<i>Нефть</i>	Переговоры между ОПЕК и Россией в отношении дальнейших ограничений добычи/экспорта нефти
5	Газпром	Совет директоров обсуждает производственные и финансовые планы на 2002 год
6	Металлургия	Обсуждение антидемпинговых мер правительством США
11	ГУМ	Дата закрытия реестра для очередного собрания акционеров
15	<i>Нефть</i>	Заседание ОПЕК
20	Сан Интербрю	Публикация результатов за 2001 год
После 20 февраля	Колэнерго	Комитет по реформе РАО ЕЭС обсуждает план реструктуризации Колэнерго
23	Пурнефтегаз	Очередное собрание акционеров по вопросу выпуска новых акций (разводнение)
29	ГМК Норильский никель	Внеочередное собрание акционеров по вопросу уменьшения уставного капитала
30	Сургутнефтегаз	Годовое собрание акционеров должно одобрить дивиденды и финансовые результаты
31	<i>Энергетика</i>	Последняя дата для сдачи планов реструктуризации АО-Энерго в РАО ЕЭС
Конец марта	Сургутнефтегаз	Публикация результатов за 1998-2000 гг. по стандартам US GAAP

Источники: отчеты компаний

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Расчетный показатель инфляции за 1-й кв. текущего года повышен с 5% до 7%

В феврале был опубликован целый ряд статистических показателей, вызвавших разочарование на рынке. Во-первых, опубликованные Госкомстатом данные о темпах инфляции в январе (3,1%) оказались хуже, чем ожидалось. Основной причиной роста цен стало резкое повышение тарифов на услуги ЖКХ. С учетом этих данных мы повысили расчетный показатель инфляции за 1-й кв. текущего года с 5% до 7%.

Илл. 36. Темпы инфляции по группам товаров и услуг, %

	Январь 2001 г.	2001 г.	Январь 2002 г.
Продовольственные товары	3,1	17,1	2,8
Непродовольственные товары	1,4	12,7	1,2
Услуги, в т.ч.:	4,6	36,9	7,5
ЖКХ	5,5	56,8	8,8
транспорт	6,2	25,3	5,6
связь	0,9	23,3	18
Итого	2,8	18,6	3,1

Источник: Госкомстат

Низкие темпы роста подтверждают наш прогноз ВВП в 1-м кв. текущего года

Судя по всему, в условиях быстрого укрепления реального курса рубля правительство не в состоянии контролировать инфляцию. На состоявшемся 7 февраля специальном совещании правительство признало, что за последние два года реальный обменный курс рубля вырос на 50%. В результате уже произошло замедление роста промышленного производства: в январе выпуск промышленной продукции увеличился всего лишь на 2,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, что намного ниже официального прогноза на 2002 г. (3,1-4,3%). Мы подтверждаем свои более низкие по сравнению с официальными расчетные показатели роста ВВП (2,8%) и промышленного производства (3%).

Правительство сообщило о сокращении долгового бремени в 2003 г. на \$2,5 млрд

Правительство последовательно проводит курс на сокращение долговой нагрузки в 2003 г. По официальным данным, в настоящее время долговое бремя 2003 г. составляет \$17 млрд (первоначально сумма долговых платежей, приходящихся на 2003 г., достигала \$19,5 млрд). Однако, судя по всему, эти \$17 млрд включают \$2,7 млрд, выплаченных Центробанком в счет досрочного погашения кредитов МВФ. По нашим оценкам, обязательства России по внешнему долгу в 2003 г. составляют \$14,6 млрд. Тем не менее рынок очень позитивно воспринял опубликованные правительством данные.

В марте правительство должно определиться с системой страхования вкладов и инвестированием пенсионных средств

В марте ожидаются новости, связанные с изменениями в законодательстве. Во-первых, кабинет должен разработать систему гарантирования депозитов (в апреле ее надо будет представить в Думу). Один раз правительство уже не уложилось в сроки, отведенные для выполнения этой задачи (декабрь 2001 г.). Если компромисс по данному вопросу вновь не будет достигнут, это будет означать, что в 2002-2003 гг. в банковском секторе вряд ли что-либо изменится. Во-вторых, в марте правительство должно определиться с управлением средствами накопительной пенсии. В апреле должно состояться второе чтение по законопроекту об инвестировании пенсионных средств.

Илл. 37. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П
За март						
Инфляция	1,4	0,7	2,8	0,6	1,9	
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,7	6,1	24,2	28,5	28,8	
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	16,5	16,9	10,8	15,5	28,3	
Годовые						
Рост ВВП, %	0,8	-4,9	3,2	7,6	5,0	2,8
Рост инвестиций, %				17,7	8,7	6,0
Рост частного потребления, %				9,1	5,9	4,0
Инфляция, %	11,0	84,0	37,0	20,0	19,0	16,0
Курс рубля на конец года, руб./\$	6,0	20,7	27,0	28,1	30,1	33,5
Золотовалютные запасы на конец года, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28,0	36,6	37,0
Сальдо торгового баланса	16,6	16,9	36,0	61,0	49,4	35,0
Экспорт	89,0	74,9	75,8	105,0	102,7	90,0
Импорт	72,0	58,0	39,6	44,0	53,3	55,0

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

Илл. 38. Основные события

Дата	Событие
1 февраля	Резервы ЦБР упали на \$300 млн. на фоне купонных выплат по еврооблигациям; при цене нефти Brent ниже \$20 за баррель ЦБР будет сложно нарастить резервы.
6 февраля	Законопроект о гарантировании вкладов физических лиц будет внесен на рассмотрение правительства в марте.
7 февраля	Кабинет правительства пересмотрел прогнозы по росту ВВП в 2002 г до 3,1-4,3% с 3,5-4,3%. В качестве наихудшего сценария для 2002 г были приняты рост ВВП на 3,1% (в предыдущем варианте 3,5%) и промпроизводства на 2,8% (против 3% в предыдущем варианте). В то время как прогнозы по росту производства после пересмотра выглядят более реалистичными, прогноз по инфляции остается трудно выполнимым, особенно с учетом всплеска инфляции в январе (на 3,1%). Высокая инфляция в 2002 г может стать серьезным препятствием для роста ВВП в 2002 г.
14 февраля	Правительство прогнозирует рост инфляции в первом квартале на уровне 6% и рост ВВП с февраля; наш прогноз роста ВВП на уровне 2,8% предполагает укрепление реального курса рубля на 2%.
15 февраля	Инфляция в РФ с 1 по 11 февраля составила 0,7%; заседание правительства по вопросу экспорта нефти может стать определяющим для поддержания прогноза инфляции в 16% на 2002 г. По причине 16%-ного повышения тарифов на грузовые железнодорожные перевозки, а также 20%-ного роста тарифов на газ с 15 февраля, темпы роста цен во второй половине месяца ускорятся. По нашим оценкам, в целом за февраль инфляция может составить 1,6-1,9%, а по итогам 1 квартала – 7%.
18 февраля	Минфин подтверждает досрочный выкуп долговых обязательств с погашением в 2003 г. на сумму \$19 млрд.; мы оцениваем долговые выплаты в 2003 г. в размере \$14,6 млрд. По словам источника в правительстве, Минфин готовит предложения к проекту бюджета на 2003 г., дающие возможность проведения операций по досрочному выкупу долговых обязательств. С этой целью в бюджете будет предусмотрена отдельная статья (экономия по обслуживанию госдолга), средства которой будут направляться на досрочный выкуп.
19 февраля	Промышленный рост в январе 2002 г. составил 2,2% к январю 2001 г., что ниже официального прогноза в 3,1%.
22 февраля	Правительство одобрило основные положения концепции по управлению госдолгом. В частности, было одобрено создание Федерального агентства по управлению госдолгом.
26 февраля	Агентство Standard&Poor's повысило прогноз рейтингов РФ до «положительного» со «стабильного» и присвоило России рейтинг «ruAA+» по национальной шкале. Повышение прогноза, скорее всего, связано с заявлениями правительства о снижении долгового бремени 2003 г. до управляемого уровня. Дополнительным фактором стало намерение России до конца года полностью урегулировать весь объем выверенной коммерческой задолженности (\$6,5 млрд.), а также урегулирование задолженности перед странами-членами Парижского Клуба.
27 февраля	Профицит федерального бюджета в январе составил 49 млрд. руб.; мы ожидаем по итогам года профицит в 1% ВВП против официального прогноза в 1,6%.
28 февраля	МПС и ГТК настаивают на более низких плановых показателях по сбору доходов, правительство будет ждать окончания 1 квартала 2002 года. На наш взгляд, снижение налоговых поступлений и выручки ГТК в январе частично объясняется сезонными факторами, и решение Кудрина не вносить коррективы до апреля вполне оправдано. Мы по-прежнему считаем, что исполнение бюджета улучшится в ближайшие месяцы, и общий профицит составит 1% по итогам 2002 года.

Источник: оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей

Константин Резников
(7 095) 795-3612

Анна Бутенко
(7 095) 795-3745

По итогам 9 мес. 2001 г. Юкос получил на 14,3% больше чистой прибыли, чем ЛУКОЙл

Нефть и газ

Судя по результатам деятельности ЛУКОЙла и Юкоса за 3-й кв. 2001 г., опубликованным в феврале, разрыв между этими двумя компаниями еще больше увеличился. Юкос, по-прежнему занимающий второе (после ЛУКОЙла) место в России по объему добычи, по итогам 9 мес. 2001 г. получил на 14,3% больше чистой прибыли, чем ЛУКОЙл. ЛУКОЙл же пока не смог решить проблему низкой эффективности производства. В то время как Юкос смог улучшить финансовые показатели, сократив в 3-м кв. 2001 г. операционные расходы на 3,3% (по сравнению с их средним уровнем в 1-м полугодии 2001 г.), у ЛУКОЙла операционные расходы, наоборот, выросли по сравнению с предыдущим кварталом (на 14,1%). В результате финансовые показатели ЛУКОЙла еще больше ухудшились: норма операционной прибыли снизилась до 22,6% (у Юкоса она выросла до 56,3%). В отчетном периоде показатель чистой прибыли в расчете на 1 баррель нефти у ЛУКОЙла составил лишь \$3,61, а у Юкоса - \$6,43.

Илл. 39. Сравнение показателей ЛУКОЙла и Юкоса

	ЛУКОЙл		Юкос		Юкос в % к ЛУКОЙлу	
	3-й кв. 2001 г.	9 мес. 2001 г.	3-й кв. 2001 г.	9 мес. 2001 г.	3-й кв. 2001 г.	9 мес. 2001 г.
Норма EBITDA	29,1	34,2	61,6	59,4	111,5	73,6
Норма прибыли от основной деятельности	22,6	28,7	56,3	54,7	149,5	90,8
Норма чистой прибыли	16,7	20,7	75,0	51,0	348,6	146,4
Норма чистой прибыли (с учетом отсроченных налоговых платежей)	15,9	20,5	34,1	36,9	114,9	79,8
Чистая выручка в расчете на баррель, \$/баррель	21,56	21,99	18,89	19,25	-12,4	-12,4
EBITDA в расчете на баррель, \$/баррель	6,28	7,53	11,64	11,44	85,3	52,0
Чистая прибыль (с учетом отсроченных налоговых платежей) в расчете на баррель, \$/баррель	3,61	4,55	6,43	7,10	78,4	56,1
Чистый долг (в денежном выражении), млн \$		1 373		-3 783,6		

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

В 2004-2005 гг. у ЛУКОЙла добыча начнет расти быстрее

Следует отметить, что у ЛУКОЙла и Юкоса разные стратегии развития. В настоящее время Юкос быстро наращивает добычу: в 2001 г. она выросла на 17,2%, планом на 2002 г. предусмотрен рост еще на 20,5% (хотя в будущем компания вряд ли сможет сохранить столь высокие темпы роста добычи). Что касается ЛУКОЙла, то поскольку сейчас он инвестирует средства в разработку новых нефтяных месторождений, темпы роста добычи у него довольно низкие. Тем не менее, ожидается, что в 2004-2005 гг. добыча у компании начнет расти быстрее.

Расчетная цена акций Юкоса повышена на 13% (до \$8)

С учетом более высоких, чем ожидалось, показателей за 3 й кв. 2001 г. и более низких стоимостных коэффициентов Юкоса по сравнению с аналогичными компаниями, в частности ЛУКОЙлом, мы повышаем расчетную цену акций Юкоса на 12,7% (до \$8) и подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Объявленные Сургутнефтегазом дивиденды в размере \$0,0011 и \$0,0032 на 35% и 63% ниже, чем ожидалось

Еще одной важной новостью, пришедшей из компаний, стали объявленные Сургутнефтегазом предложения по размеру дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям за 2001 г. – соответственно \$0,0011 и \$0,0032. В рублевом выражении это на 19,5% и 44,4% ниже показателей 2000 г. По нашим оценкам, в 2001 г. неконсолидированная прибыль компании после налогообложения составила \$2,1 млрд, т.е. лишь на 8,5% ниже аналогичного показателя предыдущего года. Однако Сургутнефтегаз всегда существенно уменьшает прибыль на величину отчислений в специальные фонды и лишь затем использует оставшуюся нераспределенную прибыль в качестве базы для начисления

дивидендов. Т.о., размер общей суммы дивидендов, подлежащих выплате, определяется исключительно руководством компании. Такая практика значительно снижает привлекательность акций компании.

Газпром

Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	17 107,6	17 938,2	17 068,9	17 262,2
ЕБИТДА, 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	5,0	4,6	5,5	5,2
EV/ЕБИТДА	5,9	4,6	5,1	4,9
Капитализация, млн. \$	17 724,5			
EV, млн. \$	29 624,5			
Добыча, млрд. куб. см	3,2			
Запасы, млрд. куб. м	184,1			
Количество акций, млн.	23 673,5			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 41. 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 тым. 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. 42. Основные события

Дата	Событие
4 февраля	Совет директоров Газпрома назначил дату общего собрания акционеров на 28 июля с датой закрытия регистрации 13 мая. Совет директоров также одобрил список из 23 кандидатов в новый совет (11 мест), в котором 11 кандидатур было предложено государством, 7 компанией, один – стратегическим инвестором и 4 – миноритарными акционерами. 9 из 11 нынешних директоров номинированы в новый совет.

Источник: оценка Альфа Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 704,9	11 104,7	11 760,6	12 172,8
ЕБИТДА, млн. \$	4 224,7	3 386,7	3 854,6	3 955,1
Чистая прибыль, млн. \$	2 464,5	2 148,4	2 600,7	2 731,6
P/E	4,3	4,9	4,1	3,9
EV/ЕБИТДА	2,8	3,5	3,1	3,0
Капитализация, млн. \$	10 589,5			
EV, млн. \$	11 764,5			
Добыча, млн. бнэ	571,6			
Запасы, млн. бнэ	14 868,0			
Количество акций, млн.	850,6			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 44. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Значительные доказанные запасы (14.9 млрд. баррелей)
- Доминирующая позиция на российском (22%) и балканском нефтяных рынках

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. 45. Основные события

Дата	Событие
11 февраля	Чистая прибыль ЛУКОЙЛа за 9 месяцев 2001 года упала на 21% из-за низких цен и высоких затрат; это на 7% ниже наших ожиданий. ЛУКОЙЛ выпустил результаты за 9 месяцев 2001г. в соответствии со стандартами US GAAP. Несмотря на снижение цен и медленный рост производства, выручка выросла на 8,9% до \$10,6 млрд. по сравнению с результатами за аналогичный период 2000 года, главным образом из-за увеличения доли экспорта.
18 февраля	ЛУКОЙЛ получил синдицированный кредит в размере \$300 млн. на 4,5 года по ставке 6,25% годовых. ЛУКОЙЛ получил кредиты от ING Bank N.V. и Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG в размере \$300 млн. на 4,5 года по ставке 6,25%. Кредит гарантирован экспортной выручкой компании. Выплата кредита начнется через год после его получения, ежемесячно. Компания использует внешнее финансирование для запланированных в этом году капитальных инвестиций на сумму \$2,3 млрд. Кредит увеличит долг компании до \$3,56 млрд., и коэффициент долга к собственному капиталу составит 0,29.

Источник: оценка Альфа Банка

Сибнефть

Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 234,2	3 829,1	4 348,1	4 107,4
ЕБИТДА, млн. \$	1 576,4	2 000,6	2 385,0	2 207,1
Чистая прибыль, млн. \$	989,1	1 212,7	1 513,4	1 257,3
P/E	5,5	4,5	3,6	4,3
EV/ЕБИТДА	3,8	3,0	2,5	2,7
Капитализация, млн. \$	5 452,5			
EV, млн. \$	6 010,0			
Добыча, млн. бнэ	150,9			
Запасы, млн. бнэ	4 644,0			
Количество акций, млн.	4 741,3			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 47. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Высокий профессиональный уровень руководства компании Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 12% НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Повышение объема добычи на 20% вследствие увеличения капложений 33% ОНАКО
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (88%)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 48. Основные события

Дата	Событие
7 февраля	Сибнефть и компания Halliburton International подписали соглашение о предоставлении сервисных услуг. Это означает, что Сибнефть может снова пересмотреть свои планы добычи на текущий год в сторону повышения. Планируемый рост добычи на этот год предусматривал 26,3% рост до 26,1 млн тонн, что итак превышает средний темп роста добычи среди российских нефтяных компаний.

Источник: оценка Альфа Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 49. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	5 930,2	5 303,6	5 880,3	6 531,4
ЕБИТДА, млн. \$	3 367,3	3 065,2	3 434,9	3 837,6
Чистая прибыль, млн. \$	2 503,0	2 285,5	2 699,4	2 987,0
P/E	4,3	4,8	4,0	3,6
EV/ЕБИТДА	2,3	2,6	2,3	2,0
Капитализация, млн. \$	7 864,2*			
EV, млн. \$	7 864,2*			
Добыча, млн. бнэ	321,4			
Запасы, млн. бнэ	8 983,0			
Количество акций, млн.	43 428,0			

* Исключая 15 млрд. обыкновенных акций стратегического запаса

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 50. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05) Более 75% выручки в валюте
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкая доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды (4-5%) НПЗ компании – один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Освоение новых запасов нефти в Тиман-Печоре и Восточной Сибири Модернизация НПЗ Кинеша к 2008 г. (\$800 млн.)
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Компания контролируется руководством (71%) Разводнение в результате возможного обмена привилегированных акций на обыкновенные

Источники: оценки Альфа-банка

Татнефть

Илл. 51. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 359,1	3 317,7	3 465,3	3 544,6
ЕБИТДА, млн. \$	1 336,1	852,8	1 239,7	1 242,7
Чистая прибыль, млн. \$	722,0	394,1	676,7	697,8
P/E	1,5	2,8	1,6	1,6
EV/ЕБИТДА	1,4	2,2	1,5	1,5
Капитализация, млн. \$	1 165,3			
EV, млн. \$	1 912,9			
Добыча, млн. бнэ	179,6			
Запасы, млн. бнэ	5 944,0			
Количество акций, млн.	2 326,2			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 52. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Одна из наиболее прозрачных российских нефтяных компаний Интенсивное внедрение новых технологий
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Зависимость от правительства Татарстана (31.1%) Неразвитые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Строительство современного НПЗ к 2008 г. (\$820 млн.) Реструктуризация краткосрочного долга (\$356 млн.) в течение 2 лет
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Конвертация 10% акций с ограниченными правами продажи Истощение ресурсной базы (на 70%) может привести к снижению объемов добычи

Источники: оценки Альфа-банка

Юкос
Илл. 53. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	9 296,0	9 169,6	9 737,1	10 029,4
ЕБИТДА, млн. \$	4 701,3	4 659,0	5 090,1	5 290,6
Чистая прибыль, млн. \$	3 058,0	3 355,3	3 526,2	3 666,2
P/E	4,9	4,5	4,3	4,1
EV/ЕБИТДА	3,1	3,1	2,8	2,7
Капитализация, млн. \$	14 366,0*			
EV, млн. \$	14 366,0*			
Добыча, млн. бнэ	423,9			
Запасы, млн. бнэ	12 216,0			
Количество акций, млн.	2 237,0			

* Исключая 5% акций стратегического запаса

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 54. 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. 55. Основные события

Дата	Событие
4 февраля	ЮКОС приобрел блокирующий пакет в Саханефтегазе для разработки 6,7 млрд. барр. запасов. Совет директоров компании Саханефтегаз одобрил выпуск 10.8 млн. акций (81% акций в обращении) которые будут использованы в обмене на акции дочерних компаний. ЮКОСУ принадлежит 28.5% в дочерних компаниях Саханефтегаза и в результате обмена компания получит блокирующий пакет акций компании.
4 февраля	ЮКОС рассматривает возможность приобретения НПЗ и розничных сетей в Европе. Компания рассматривала инвестиции \$2 млрд. из своих ресурсов и других \$2 млрд. за счет внешнего финансирования для покупки нефтеперерабатывающих активов в Европе, включая Германию. Эти активы повысят выручку ЮКОСА, и, что более важно, ЮКОС станет крупным производителем нефти на европейском рынке.
5 февраля	Греческое правительство установило 8 марта последней датой для принятия заявок на покупку 23% процентов нефтеперерабатывающей компании Hellenic Petroleum. Среди претендентов фигурируют ЛУКойл (в консорциуме с греческой Latsis Group), ЮКОС и австрийская OMV. Основываясь на текущих рыночных котировках, пакет оценивается в \$350 млн.
12 февраля	ЮКОС отозвал свою заявку с аукциона по продаже Hellenic Petroleum и намерен сконцентрироваться на приобретениях нефтеперерабатывающих активов в Центральной Европе. Среди других участников аукциона по продаже 23% акций нефтеперерабатывающей греческой компании Hellenic Petroleum - ЛУКойл и австрийская компания OMV. Победитель аукциона будет объявлен в апреле.
12 февраля	ЮКОС учредил совместное предприятие с компанией MOL для развития месторождения в Западной Сибири, что добавит 10-28 тыс. баррелей в день к производству компании. Развитие месторождения принесет ЮКОСУ дополнительно 0,5-1,4 млн. тонн нефти ежегодно, что согласуется с планами компании активно развивать производство и достичь роста на 20,5% в текущем году.
21 февраля	Чистая выручка компании ЮКОС за три квартала 2001 года составила \$2,07 млрд., что на 4% выше ожиданий; чистая прибыль меньше ожидаемой на 6% из-за высоких налоговых выплат. Юкос опубликовал результаты за третий квартал в соответствии GAAP, которые превосходят наш прогноз по операционной и доналоговой прибыли, однако ниже прогнозируемой нами чистой прибыли. Чистая выручка ЮКОСА в размере \$2,07 млрд. (благодаря росту производства на 8,3%) превосходит наши ожидания на 4,1% и превышает среднеквартальный показатель за первое полугодие 2001 года на 5,1%. После того, как компания смогла уменьшить операционные затраты на 3,3% по сравнению с первым полугодием 2001 года, ЕБИТДА превзошла наши ожидания на 23,1% (рост на 11,2% по сравнению со среднеквартальными данными за первое полугодие 2002 года) и доналоговая прибыль, соответственно, на 15,3% (на 22,7% выше средней за первое полугодие 2001 г.). Несмотря на очевидные улучшения операционных данных, чистая прибыль компании была ухудшена увеличением налогов на 106,2% по сравнению со средним показателем в первом полугодии 2001 года.
21 февраля	ЮКОС разместил около 1% акционерного капитала в Лондоне в форме ГДР (15 обыкновенных акций на одну ГДР) по ценам близким к рыночным. Оценка рынком продаж была позитивной и после непродолжительных колебаний акции выросли на 3% за день. Количество акций, находящихся в обращении, увеличилось до 18%.

Источник: оценка Альфа Банка

Виталий Зархин
(7 095) 795-3676

Ольга Филиппова
(7 095) 795-3735

В Думу передан ряд законопроектов по регулированию отрасли

Правительству предстоит утвердить структуру генерирующих компаний

РАО будет искать компромисс с миноритарными акционерами относительно использования «типовых проектов»

Энергетика

Мы ожидаем, что проект нового закона об энергетике, регулирующий тарифы на электроэнергию и тепло, а также целый ряд других законопроектов, связанных с реформированием электроэнергетики (в т.ч., поправки в Гражданский кодекс) будут представлены в Госдуму в марте в «пакете законопроектов по реформированию электроэнергетики».

Новые законопроекты предусматривают упразднение региональных энергетических комиссий и передачу их полномочий федеральному правительству или создаваемому последним федеральному органу. Кроме того, законопроекты допускают реализацию на свободном рынке 5-15% оптовых поставок электроэнергии к 2004 г., а также перевод всей генерации на принцип конкуренции к 3-му кв. 2005 г.

Кроме того, ожидается, что в марте правительство примет постановление о структуре генерирующих компаний. Если правительство поддержит нынешние предложения РАО ЕЭС, то миноритарные акционеры могут получить блокпакет только в одной генерирующей компании. К тому же в случае утверждения холдингового принципа построения генерирующих станций (который предлагает РАО), к 4-ому кв. 2003 г. акционеры федеральных ГРЭС могут лишиться оперативного контроля за своими станциями. Мы, однако, полагаем, что окончательный вариант структуры генерирующих компаний, который предложит правительство, будет существенно отличаться от плана РАО.

Поскольку предложения региональных энергокомпаний по реструктуризации не удовлетворяют РАО и альтернативного плана нет, холдинг будет использовать « типовые проекты » реструктуризации региональных энергокомпаний. Подобные проекты предусматривают деление последних как минимум на генерирующую, сетевую (высоковольтные ЛЭП), дистрибуторскую (низковольтные сети), снабженческую и вспомогательную компании.

Результаты обсуждения типовых проектов на заседании Совета директоров РАО 1 марта станут в ближайшей перспективе фактором роста акций РАО ЕЭС. Поскольку ряд миноритарных акционеров категорически возражает против подобных проектов, во избежании конфликта РАО придется искать компромисса с ними.

РАО ЕЭС

Илл. 56. 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	19,0	11,1	5,4	4,2
EV/ЕБИТДА	3,4	3,0	2,2	1,9
Капитализация, млн. \$	6 366			
EV, млн. \$	7 685			
Производство, ТВтч	622			
Мощность, ГВт	156			
Количество акций, млн.	42 117			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 57. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Выгоды от роста внутреннего рынка
- Риски, связанные с реформированием сектора, 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. 58. Основные события

Дата	Событие
6 февраля	РАО ЕЭС меняет советы директоров региональных компаний. РАО ЕЭС планирует сменить представителей Советов директоров региональных энергокомпаний на рядовых сотрудников или даже на представителей, не имеющих отношения к компании с целью «предотвращения конфликтов интересов в процессе реструктуризации». Мы полагаем, что главной причиной смены стала грядущая передача имущества от региональных энергокомпаний Федеральной Сетевой Компании и ОГК.
11 февраля	Объединенная политика сибирских угольных поставщиков будет стоить РАО ЕЭС порядка \$15-20 млн. Красноярская угольная компания и МДМ группа уже объявили об объединенной политике в отношении поставок угля региональным энергетическим предприятиям. Мы считаем, что эта новость негативна для РАО ЕЭС, так как давление со стороны поставщиков угля значительно усилится. Поставщики уже объявили о 30% повышении цен на уголь, что увеличит издержки РАО ЕЭС более чем на \$60 млн. в 2002 г. Однако, рост цен на уголь будет частично компенсирован повышением тарифов, которое будет одобрено региональными энергетическими комиссиями через 3-4 месяца после роста цен на уголь. В этой связи мы ожидаем, что реальные потери РАО ЕЭС от роста цен на уголь составят \$15-20 млн. в 2002 г., или порядка 3% ожидаемой нами в этом году чистой прибыли РАО.
12 февраля	РАО ЕЭС планирует поглотить муниципальных перепродавцов за долги в общем размере \$800 млн. Это заявление подтверждает наш точку зрения о том, что региональные энергокомпании, чтобы выжить после ухода крупных промышленных потребителей, будут заинтересованы в поглощении перепродавцов.
13 февраля	Интерес Роснефти к реструктуризации энергетики не будет критичным для РАО ЕЭС в целом, но может стать определяющим для генерирующих активов Амурэнерго, Дальэнерго и Сахалинэнерго. Мы считаем, что участие Роснефти в поставках угля не будет существенным для РАО ЕЭС в целом, в то время как доля угля в топливном балансе холдинга составляет 30%, в связи с чем Роснефть будет контролировать менее 5% поставок топлива РАО. Однако для некоторых региональных энергокомпаний, как Сахалинэнерго, Амурэнерго и Дальэнерго, появление Роснефти может быть решающим, в то время как доля угля в топливном балансе этих компаний доходит до 100%.
14 февраля	Доля субсидируемых покупателей в задолженности перед РАО ЕЭС выросла до 80% за 2001 г. с 75% в 2000 г. Мы считаем позитивным тот факт, что РАО ЕЭС более активно собирает долги с субсидируемых потребителей. Однако, несмотря на снижение общей дебиторской задолженности РАО ЕЭС, ЖКХ и перепродавцы стоят в стороне. Их доли в общей задолженности перед РАО ЕЭС выросли с 34 и 24 до 38% и 25%, соответственно.
19 февраля	Комитет по реформированию РАО ЕЭС будет обсуждать тендер для привлечения стратегических инвесторов по финансированию строительства Северо-Западной ТЭЦ. РАО ЕЭС намерено провести несколько тендеров для стратегических инвесторов в этом году, включая проект сооружения блока в 450 МВт на Северо-Западной ТЭЦ (первый блок в 450 МВт был запущен год назад). Мы считаем, что для этого проекта будут необходимы специальные условия, включая долгосрочные контракты на поставку газа, а также долгосрочные контракты на поставку электроэнергии и тепла по более высоким тарифам.

Источник: оценка Альфа Банка

Мосэнерго

Илл. 59. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 424,6	1 523,6	1 473,7	1 582,9
ЕБИТДА, млн. \$	407,4	460,1	517,3	562,6
Чистая прибыль, млн. \$	69,3	106,7	139,1	187,2
P/E	16,4	10,6	8,1	6,1
EV/ЕБИТДА	3,9	3,4	3,0	2,8
Капитализация, млн. \$	1 133,5			
EV, млн. \$	1 568,5			
Производство, ТВтч	68,9			
Мощность, ГВт	14,9			
Количество акций, млн.	28 267,7			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 60. 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. 61. Основные события

Дата	Событие
18 февраля	Совет директоров Мосэнерго назначил дату общего собрания акционеров на 30 мая, дата закрытия реестра - 12 апреля. Список кандидатов в Совет директоров включает 10 кандидатов, номинированных РАО ЕЭС (50,87%), 3 кандидатов от Московского правительства (2,95%), 2 представителей компании и 2 представителей миноритарных акционеров. Собрание должно одобрить 13 кандидатов в совет директоров из выдвинутых 17.

Источник: оценка Альфа Банка

Ленэнерго

Илл. 62. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	538,7	628,1	524,4	592,9
ЕБИТДА, млн. \$	87,7	107,6	141,1	172,1
Чистая прибыль, млн. \$	36,7	58,8	88,8	113,3
P/E	8,3	5,2	3,5	2,7
EV/ЕБИТДА	3,7	3,0	2,3	1,9
Капитализация, млн. \$	339,2			
EV, млн. \$	322,2			
Производство, ТВтч	7,9			
Мощность, ГВт	5,3			
Количество акций, млн.	897,3			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 63. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Компания имеет возможность поглотить соседние энергосистемы (мощностью до 1,4 ГВт и объемом поставок до 8 ТВт·ч)
- Рейтинг корпоративного управления S&P

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 64. Основные события

Дата	Событие
12 февраля	Предложения Колэнерго по слиянию с Карелэнерго противоречат планам Ленэнерго по реструктуризации. Мы одобряем еще одну инициативу по консолидации, к которой, на наш взгляд, в конце концов, придет большинство энергокомпаний в результате реформы. Однако предложения Колэнерго по слиянию своих генерирующих активов с генерирующими активами Карелэнерго (гидро мощности которой составляют 640 МВт) противоречат планам Ленэнерго, которая также заинтересована в генерирующих активах Карелэнерго. Таким образом, данная новость, на наш взгляд, негативна для Ленэнерго.
19 февраля	Ленэнерго объявило о проведении общее собрание акционеров 23 мая; инвесторы предложили 6 кандидатов в совет директоров из 11 человек. Ленэнерго объявило, что проведет собрание акционеров 23 мая, дата закрытия реестра – 3 апреля. Основные акционеры, включая PAO EЭС (49%), E.ON (9%), Fortum (4,5%) и портфельные инвесторы выдвинули 17 кандидатов в совет директоров из 11 человек.

Источник: оценка Альфа Банка

Иркутскэнерго

Илл. 65. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	333,9	350,6	355,5	418,0
ЕБИТДА, млн. \$	66,9	69,8	86,8	124,6
Чистая прибыль, млн. \$	-30,7	-40,6	-9,4	19,5
P/E	-12,0	-9,1	-39,4	18,9
EV/ЕБИТДА	6,2	6,0	4,8	3,3
Капитализация, млн. \$	369,4			
EV, млн. \$	417,3			
Производство, ТВтч	53,8			
Мощность, ГВт	12,9			
Количество акций, млн.	4 766,8			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 66. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Андрей Богданов
(7 095) 795-3613

Елена Роговина
(7 095) 795-3742

Операторы мобильной связи опубликуют отчеты за 4-й кв. 2001 г. и весь 2001 г.

В 4-м кв. 2001 г. доля МТС в численности новых абонентов в г.Москве сократилась до 29%

В марте общая численность абонентов МТС достигнет 3 млн

При нынешнем уровне рыночных котировок бумаги МТС становятся более привлекательными

Телекомы

Операторы мобильной связи готовятся опубликовать отчеты о результатах деятельности за 4-й кв. 2001 г., а также за весь 2001 г. 4-й кв. был довольно трудным: на рынке мобильной связи в Москве и регионах происходило перераспределение долей. На московском и Санкт-Петербургском рынках стандарта GSM появились «новички» - второй оператор в Санкт-Петербурге и третий в Москве. В то же время результативность действий «новичков» была разной. МТС добилась большого успеха в Санкт-Петербурге, где сумела приобрести более 200 тыс абонентов. На этом фоне 37-38 тыс абонентов, которых, по нашим оценкам, Мегафон сумел привлечь в Москве к концу января, смотрятся намного менее выигрышно.

С другой стороны, доля МТС в численности новых абонентов в 4-м кв. 2001 г. резко сократилась (по нашим оценкам, до 29%). Продолжал ухудшаться этот показатель и в январе. В результате сокращения доли на рынке и доли в численности новых абонентов у компании ухудшились показатели как средней выручки в расчете на одного абонента, так и рентабельности. Результаты нашей оценки финансовых результатов МТС за 3-й кв. 2001 г. приведены ниже в Илл. 67.

Илл. 67. Расчетные финансовые показатели МТС

	4-й кв. 2001 г.	3-й кв. 2001 г.	Изменение, %
Выручка	271,0	262,6	3,2
ЕВITDA	143,3	138,5	3,5
Чистая прибыль	61,8	78,4	(21,2)
Норма ЕВITDA	53	53	0
Средняя выручка на абонента, \$/мес	35	39	(10,3)
Число абонентов	2 673 000	2 346 000	13,9

Источник: оценка Альфа-Банка

Тем не менее, мы не склонны придавать слишком большое значение утере компанией части ее доли на московском рынке, поскольку, по нашим оценкам, в настоящее время более 80% новых абонентов можно отнести к категории пользователей с низкими расходами на мобильную связь. В регионах же число абонентов у МТС продолжает быстро расти. По нашим оценкам, в 2003 г. их число сравняется с численностью московских абонентов компании. Кроме того, мы ожидаем, что в марте текущего года общее число абонентов у МТС достигнет 3 млн. С приобретением Кубани GSM абонентская база МТС увеличится сразу более чем на 400 тыс абонентов.

В начале года вследствие потери компанией части доли на московском рынке цена ее акций резко снизилась. С другой стороны, при нынешнем уровне биржевых котировок бумаги компании выглядят более привлекательно. В перспективе, после увеличения числа абонентов в регионах, основными задачами компании будут: 1) снижение затрат на увеличение абонентской базы в расчете на одного нового пользователя (по данным за 3-й кв. 2001 г., они составляли \$49); 2) сохранение на прежнем уровне издержек, связанных с обслуживанием уже имеющихся абонентов. Показатель совокупной выручки в расчете на одного абонента в течение всего срока обслуживания снижается (по оценкам, в настоящее время он составляет порядка \$1700).

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 68. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	139,3	310,9	348,9	390,3
ЕБИТДА, млн. \$	23,9	87	104,7	121
Чистая прибыль, млн. \$	-6,5	20,4	20,7	21,9
P/E	-48,5	15,4	15,2	14,3
EV/ЕБИТДА	12,7	3,5	2,9	2,5
Капитализация, млн. \$	313			
EV, млн. \$	304			
Кол-во акций, млн.	24,1			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 69. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Очень низкая ликвидность
- Отсутствие привлекательных активов на мобильном рынке

Возможности

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

Угрозы

- Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источники: оценки Альфа-банка

МТС

Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	877,9	1 146,7	1 305,0	1 488,6
ЕБИТДА, млн. \$	424,0	552,5	611,7	691,2
Чистая прибыль, млн. \$	172,8	184,7	164,1	164,4
P/E	19,0	17,8	20,0	20,0
EV/ЕБИТДА	7,7	5,9	5,3	4,7
Капитализация, млн. \$	3 289,0			
EV, млн. \$	3 251,6			
Число абонентов, '000	3 082,1			
Кол-во акций, млн.	99,7			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 71. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Чрезвычайно прочное финансовое положение
- Высокая доходность на инвестированный капитал

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Уменьшение доли рынка новых абонентов в Москве
- Потерять преимущество по оплате интерконнекта ниже рыночных тарифов с 2H2002-1H2003

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 72. Основные события

Дата	Событие
18 февраля	Акционеры Кубань GSM одобрили продажу 26,5% компании МТС посредством нового выпуска акций. МТС купит 3 600 новых акций по цене \$14 000 за акцию. Одновременно МТС договорилась с Южным Телекомом о покупке принадлежащих компании 24% акций Кубань GSM примерно за \$34-36 млн. В результате, МТС будет контролировать 44,1% компании Кубань GSM, суммарно потратив на них \$85,4 млн.

Источник: оценка Альфа Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	263,4	301,2	310,8	311,0
ЕБИТДА, млн. \$	125,2	149,3	154,1	154,6
Чистая прибыль, млн. \$	14,6	40,9	48,4	52,0
P/E	38,9	13,9	11,7	10,9
EV/ЕБИТДА	4,6	3,8	3,7	3,7
Капитализация, млн. \$	613,9			
EV, млн. \$	570,0			
Используется линий, '000	139,1			
Кол-во акций, млн.	95,8			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 74. 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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 75. Основные события

Дата	Событие
1 февраля	МГТС опубликовала финансовые результаты в соответствии с GAAP за 1998-2000 г. Рост выручки на 67% в основном был связан с консолидацией финансовой отчетности с МТУ-Информ, в которой МГТС принадлежит 51%. Компания МТУ-Информ получила \$92 млн. выручки в 2000 г. Выручка МГТС без МТУ-Информ составила \$223 млн. Публикация финансовых результатов в соответствии с US GAAP является позитивным фактором для компании, которая всегда была недостаточно прозрачной
11 февраля	МГТС введет поминутную тарификацию после заключения соглашения с интернет-провайдерами, что может стать причиной новой задержки ввода поминутной оплаты. Согласно Министерству по антимонопольной комиссии, поминутная тарификация может быть введена в Москве после соглашения о сотрудничестве с интернет-провайдерами.
15 февраля	Московские власти намерены дублировать сеть МГТС в случае введения поминутной тарификации. Московское правительство заявило, что может создать телефонную сеть, которая будет идентична МГТС, для обслуживания малообеспеченных слоев населения, начиная со второго полугодия 2002 года. Мы полагаем, что это утверждение чрезвычайно нереалистично, принимая во внимание огромные фонды, необходимые для реализации подобного плана, и отсутствие какого-либо смысла делать это.

Источник: оценка Альфа Банка

Ростелеком

Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	838,7	887,4	911,4	955,6
ЕВITDA, млн. \$	308,4	323,7	348,8	373,7
Чистая прибыль, млн. \$	51,1	62,2	88,9	110,0
P/E	16,2	13,3	9,3	7,5
EV/EVITDA	3,4	3,3	3,0	2,8
Капитализация, млн. \$	975,3			
EV, млн. \$	1 061,2			
Кол-во акций, млн.	971,6			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 77. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Бизнес не диверсифицирован
- Значительный объем долга

Возможности

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

Угрозы

- Консолидация региональных компаний связи
- Значительная девальвация рубля

Источники: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-3736

Цены на рынке стали остаются низкими из-за слабого спроса и избытка мощностей

Реструктуризация Норильского Никеля завершится предположительно во 2-м кв. 2002 г.

Металлургия

Уровень цен на мировом рынке стали остается довольно низким: явных признаков оживления спроса или закрытия избыточных мощностей нет. Средние экспортные цены на российскую холоднокатаную сталь (\$222,5) были на 6% ниже среднего уровня 2001 г. (\$236) и на 26% ниже среднего уровня особенно удачного для российских производителей стали 2000 г. (\$300). Конъюнктура рынка стали и соответственно итоги деятельности предприятий российской сталеплавильной промышленности будут в значительной степени зависеть от того, каким будет решение президента США (в начале марта он должен определиться с введением новых ограничений на импорт стали).

В феврале Норильский Никель опубликовал результаты финансовой деятельности за 2000 г. (по МСФО), которые в целом совпали с нашими прогнозами. Компания сделала это с большим опозданием, однако в нынешнем году намерена начать регулярную публикацию квартальных отчетов за 2002 г. Кроме того, в 3-м кв. 2002 г. будут опубликованы результаты за 2001 г. (по МСФО), а в 2003 г. – прошедший аудиторскую проверку финансовый отчет за 2002 г. (также по МСФО). Своевременное предоставление финансовой отчетности будет свидетельствовать об улучшении корпоративного управления. Мы полагаем, что во 2-ом кв. текущего года компания завершит реструктуризацию, что вкпе с объявлением дивидендной политики и корпоративной стратегии позволит снизить риски, связанные с корпоративным управлением.

Норильский Никель

Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 046,0	3 474,9	3 921,1	4 231,0
EBITDA, млн. \$	1 459,8	837,0	1 318,8	1 594,7
Чистая прибыль, млн. \$	721,8	284,9	709,3	843,0
P/E	5,8	14,7	5,9	5,0
EV/EBITDA	2,9	5,1	3,2	2,7
Капитализация, млн. \$	4 181,9			
EV, млн. \$	4 265,3			
Кол-во акций, млн.	213,9			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 79. 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. 80. Основные события

Дата	Событие
1 февраля	Норильский Никель опубликовал давно ожидаемые рынком финансовые результаты за 2000 г. в соответствии с IAS. В 2000 г. компания увеличила выручку на 87% до \$5.4 млрд. Рост выручки главным образом связан с благоприятным уровнем цен на металлы в 2000 г. Так, цены на никель, медь, платину и палладий были соответственно на 43, 15, 45, 90% выше уровня 1999 г. Так, в результате роста продаж МПГ (с \$1 млрд. в 1999 до \$2.5 млрд. в 2000), доля МПГ в структуре выручки составила 46% по сравнению с 33% в 1999. Превышение выручки прогнозируемого нами уровня в основном может быть отнесено на более сильный, чем ожидалось рост прочей выручки (в основном продаж товаров населению Норильска) и более высокими ценами на никель.

Источник: оценка Альфа Банка

Северсталь

Илл. 81. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 751,4	1 871,3	2 248,1	1 958,6
EBITDA, млн. \$	391,5	394,0	771,8	324,3
Чистая прибыль, млн. \$	172,6	185,2	468,6	131,2
P/E	7,2	6,7	2,7	9,5
EV/EBITDA	3,2	3,2	1,6	3,8
Капитализация, млн. \$	1245,0			
EV, млн. \$	1245,0			
Производство, млн. тонн	8,0			
Кол-во акций, млн.	22,1			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 82. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-3736

В 2001 г. выручка у группы Уралмаш-Ижора выросла на 38%, в 2002 г. она увеличится предположительно на 17%

Машиностроение

В феврале группа Уралмаш-Ижора объявила предварительные финансовые результаты (по РСБУ) за 2001 г., которые в части роста выручки оказались несколько ниже наших прогнозов. Тем не менее, компания имеет солидный портфель заказов на сумму свыше \$750 млн, и мы полагаем, что в 2002 г. она сможет выполнить задание по выручке (\$380-390 млн). Уралмаш-Ижора намерена продолжать приобретение компаний, которое позволит получить дополнительные конкурентные преимущества в производстве нефтегазового оборудования. В связи с

этим мы полагаем, что сообщения о новых приобретениях будут в среднесрочной перспективе (ближайшие несколько месяцев) способствовать росту акций компании. В конце апреля будет опубликован официальный отчет о результатах финансовой деятельности за 2001 г. (по РСБУ), а в июле - за 2001 г. по US GAAP.

Уралмаш-Ижора

Илл. 83. 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	9,2	5,8	5,6	4,3
EV/ЕБИТДА	3,1	2,6	2,6	2,2
Капитализация, млн. \$	175,0			
EV, млн. \$	175,0			
Кол-во акций, млн.	38,1			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 84. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 85. Основные события

Дата	Событие
26 февраля	Группа Уралмаш-Ижора увеличила чистую прибыль в '01 на 67% до \$19 млн.; выручка на 7% ниже наших ожиданий. По предварительным результатам группы в соответствии с российскими стандартами бухгалтерской отчетности, компания увеличила выручку на 38%. Рост выручки связан главным образом с ростом продаж нефтегазового оборудования (выручка выросла с \$20 млн. в 2000 до \$67 млн. в 2001 из-за сильного спроса со стороны российских компаний) и оборудования для АЭС (увеличение продаж с \$22 млн. в 2000 до \$73 млн. в 2001 благодаря выполнению заказов по поставкам оборудования для китайских и иранских АЭС). В 2001 Уралмаш-Ижора смогла улучшить рентабельность, и операционная маржа выросла до 11% в 2001 по сравнению с 7% в 2000 г. Показатели рентабельности компании близки к ожидаемым нами, и мы ожидаем дальнейшее увеличение операционной маржи до 13% в 2003 г.

Источник: оценка Альфа Банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-3736

Пищевая промышленность и розничная торговля

В результате приобретения Hartwall стратегическим инвестором Балтики становится компания Scottish & NewCastle

Доля Балтики на рынке пива увеличилась с 20,1% в 2000 г. до 22,5% в 2001 г.

Занимающая первое место в Великобритании и второе в Европе пивоваренная компания Scottish & NewCastle приобрела финскую Hartwall, владеющую 50% акций Baltic Beverages Holding (BBH). Последней принадлежит 58% акций компании Балтика. Сделка не должна повлиять на перспективы развития Балтики, т.к. Scottish & NewCastle сильный стратегический инвестор и в финансовом отношении BBH только выиграет от смены собственника.

Доля Балтики на рынке пива увеличилась с 20,1% в 2000 г. до 22,5% в 2001 г. Эта цифра практически полностью совпала с нашим прогнозом – 22,4%. В отчете о результатах финансовой деятельности за 2001 г. по РСБУ компания показала высокие финансовые показатели. Объем продаж составил 14 млн гл (рост на 32%). При этом контроль над издержками позволил компании сохранить высокую рентабельность. Отличные финансовые показатели Балтики дают нам основание подтвердить рекомендацию ДЕРЖАТЬ по ее акциям.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Балтика

Илл. 86. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	516,75	654,30	756,90	859,22
EBITDA, млн. \$	216,29	285,47	331,66	355,60
Чистая прибыль, млн. \$	130,72	177,20	208,64	219,99
P/E	11,47	8,46	7,19	6,82
EV/EBITDA	8,51	6,45	5,55	5,18
Капитализация, млн. \$	1499,2			
EV, млн. \$	1840,6			
Производство, млн. гл				
Кол-во акций, млн.	120,6			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 87. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Покупка пивзавода Криница может привести к снижению прибыли компании в краткосрочной перспективе

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 88. Основные события

Дата	Событие
31 января	Балтика планирует инвестировать \$150 млн. в 2002 г. (на 50% больше уровня прошлого года), что, по нашим оценкам, составит \$52,6/гкл. В терминах инвестиций на гкл. запланированные вложения находятся на одном уровне с основным конкурентом компании Sun Interbrew.
19 февраля	Чистая прибыль компании выросла на 68% за год до \$137 млн. , что привело к росту чистой рентабельности до 25,5%. Этот рост в основном может быть отнесен на значительный рост продаж пива, которые в 2001 выросли почти на 50% — до 14 млн. гкл., при том, что средние цены продаж остались стабильными. В 2001 Балтика также улучшила рентабельность, и операционная маржа составила 34% по сравнению с 32% в 2000. Предварительные результаты компании соответствуют нашим ожиданиям, в то время как увеличивающаяся рентабельность превосходит наш прогноз.

Источник: оценка Альфа Банка

Сан Интербрю

Илл. 89. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	373,54	441,75	515,73	585,90
EBITDA, млн. \$	85,45	108,94	137,64	153,40
Чистая прибыль, млн. \$	24,33	41,18	61,72	75,30
P/E	7,88	4,66	3,11	2,55
EV/EBITDA	2,24	1,76	1,39	1,25
Капитализация, млн. \$	694,6			
EV, млн. \$	191,8			
Производство, млн. гл	12,8			
Кол-во акций, млн.	108,9			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 90. 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. 91. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	86,59	94,74	102,65	110,88
ЕБИТДА, млн. \$	19,94	21,91	23,63	25,42
Чистая прибыль, млн. \$	13,50	17,09	17,19	18,46
P/E	7,56	5,97	5,93	5,52
EV/ЕБИТДА	4,68	4,26	3,95	3,67
Капитализация, млн. \$	102,0			
EV, млн. \$	93,2			
Кол-во акций, млн.	60,0			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 92. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Наиболее известное российское предприятие розничной торговли
- Удачное местоположение

Слабые стороны

- Зависимость от доходов потребителей, которые в данное время достаточно низки
- Отсутствие внешних источников финансирования

Возможности

- Рост доходов российских потребителей
- Интернет проект обеспечит дополнительный приток выручки

Угрозы

- Ужесточение конкуренции, особенно в центре Москвы

Источники: оценки Альфа-банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Банковский сектор

Сбербанк

Илл. 93. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	24 353	28 308	31 660	35 110
Чистая прибыль, млн. \$	637	723	809	845
P/E	2,7	2,4	2,1	2,0
Капитализация, млн. \$	1 774			
Кол-во акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 94. 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

**Решение проблемы
долговых выплат 2003
года привело к росту
российского рынка в
феврале...**

**...и стало основанием
для изменения
агентством S&P
прогноза по рейтингу
России на
«положительный»**

**В марте российские
долговые бумаги
будут устойчивыми к
влиянию негативных
факторов**

Рынок облигаций

Оптимистичный настрой участников российского рынка долговых обязательств в феврале был обусловлен главным образом внутренними факторами. Вкупе с общим благоприятным отношением к развивающимся рынкам это вызвало рост цен российских долговых бумаг. В результате российские суверенные еврооблигации выросли на 3-5%, а в секторе ОВВЗ рост составил до 10%. Одной из основных причин положительной ценовой динамики стало официальное правительственное сообщение о сокращении общего объема выплат по долговым обязательствам в 2003 г. до \$16-17 млрд. Принимая во внимание досрочное погашение ЦБР задолженности перед МВФ в прошлом году, можно сделать вывод, что пик выплат по долговым обязательствам, приходящийся на 2003 г., удалось сгладить, сократив его до уровня 2001-2002 гг. Несмотря на сдержанную оценку размера предстоящих выплат, заявления правительства подкрепили слухи о том, что на вторичном рынке проводится выкуп обязательств со сроками погашения в 2003 г. В частности, все больше экономистов сходится во мнении, что в настоящее время правительство контролирует не менее половины ОВВЗ-4 и до трети еврооблигаций, погашаемых в 2003 г. Т.о., ОВВЗ, которые всегда считались более рискованными, чем еврооблигации, были оценены инвесторами как практически равные по степени надежности. Результатом этого стало снижение спреда ОВВЗ к еврооблигациям более чем на 100 б.п. до 80-100 б.п. к концу месяца.

Дополнительным благоприятным фактором стали усилия правительства, направленные на совершенствование порядка долгосрочного регулирования госдолга. В частности, имеется в виду утверждение основных направлений стратегии управления госдолгом, включающей регулирование соотношения задолженности и ВВП, и плана создания специального агентства по централизованному управлению долгом. Кроме того, правительство объявило о своем намерении внести поправки в законодательство, предусматривающие накопление бюджетных средств для досрочного выкупа долговых обязательств. В случае реализации этих планов крупные долговые выплаты, приходящиеся на ближайшие несколько лет, могут быть сглажены и равномерно распределены в течение всего периода. В целом указанные выше факторы стали основанием для изменения агентством S&P прогноза по рейтингу России со «стабильного» на «положительный».

С учетом сказанного выше мы полагаем, что в марте рынок российских долговых бумаг будет устойчивым к снижению цен благодаря благоприятным внутренним факторам. Мы ожидаем, что в ближайшие несколько месяцев (предположительно, в апреле-мае) агентство S&P повысит рейтинг России. Несмотря на то, что такое повышение не станет неожиданным для многих участников рынка, это поддержит цены российских долговых бумаг на текущих высоких уровнях. Таким образом, даже в случае появления информации об условиях реструктуризации аргентинского долга или отказа России поддержать ОПЕК продлением текущих квот на экспорт нефти на 2-й кв, снижение по итогам месяца цен российских облигаций маловероятно.

Илл. 95. Динамика валютных облигаций, за месяц, на 27 февраля

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению	Текущая доходность	М Дюрация
			%	%	%	кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 4	14.05.03	96,00	1,45	6,5	3,13	1,11
Минфин 5	14.05.08	70,13	9,57	9,6	4,28	5,00
Минфин 6	14.05.06	78,88	6,23	9,3	3,80	3,55
Минфин 7	14.05.11	61,25	18,36	9,5	4,90	6,89
Минфин 8	14.11.07	73,38	8,70	9,6	4,09	4,90
Еврооблигации						
Евро-03	10.06.03	107,63	0,12	5,5	10,92	1,18
Евро-05	24.07.05	104,00	2,21	7,4	8,41	2,90
Евро-07	26.06.07	105,63	3,81	8,7	9,47	4,05
Евро-10	31.03.10	95,13	4,68	9,3	8,67	0,09
Евро-18	24.07.18	106,25	4,81	10,2	10,35	7,70
Евро-28	24.06.28	118,13	4,30	10,7	10,79	8,43
Евро-30	31.03.30	65,63	7,14	11,0	7,62	0,11
Муниципальные облигации						
Москва-04, €	25.10.04	104,09	1,06	8,4	9,85	2,21
Москва-06, €	28.04.06	106,45	1,91	9,0	10,29	3,04
Ст-Петерб.	18.06.02	101,34	-0,15	5,0	9,37	0,30
Ниж. Новгород	10.03.02	85,75	0,88	18,2	5,10	0,05
Ямало-Ненец. АО	15.12.02	88,00	0,00	18,5	10,80	0,19
Корпоративные облигации						
Татнефть	29.10.02	100,19	0,19	8,7	8,98	0,62
Мосэнерго	09.10.02	99,50	0,37	9,2	8,42	0,57
ММК, €	18.02.05	99,30	-0,45	10,3	10,07	2,46
Газпромбанк, €	22.12.03	100,04	-1,44	9,7	9,75	1,58
Роснефть	20.11.06	105,19	4,01	11,3	12,12	3,42
Сибнефть	13.02.07	102,29	2,29	10,9	11,24	3,71
МТС	21.12.04	101,95	1,06	10,1	10,74	2,34

Источники: отчеты компании, оценки Альфа Банка

Илл. 96. Основные события

Дата	Событие
8 февраля	Мексиканская нефтяная компания Pemex успешно разместила 7-ми и 20-летние еврооблигации на \$1,5 млрд. Высокий спрос на размещаемый выпуск подтвердил благоприятное отношение инвесторов к долговым обязательствам развивающихся рынков.
8 февраля	Министр финансов РФ Алексей Кудрин сообщил, что финансовый резерв на 1 января 2002 г составил \$2,6 млрд Эта новость стала дополнительным доказательством продуманного подхода правительства к решению проблемы крупных выплат в 2003 г, что снизило напряженность на рынке.
12 февраля	Администрация Санкт-Петербурга объявила о намерении разместить еврооблигации на \$150 млн после погашения предыдущего выпуска в июне 2002 г. Санкт-Петербург является одним из самых надежных российских заемщиков. По этой причине возможная премия при размещении не превысит 100 б п.
12 февраля	Состоялась встреча правительства Аргентины и представителей США и МВФ. Несмотря на отсутствие конкретных результатов, улучшение отношений между МВФ и Аргентины стало положительной новостью для инвесторов.
19 февраля	ЦБР провел валютный аукцион на \$50 млн для владельцев С-счетов. Премия к средневзвешенному курсу на аукционе составила 5,4%, в то время как спрос достиг \$95,2 млн.
19 февраля	Заявления представителей российского правительства о снижении объема выплат по долгу в 2003 г подтвердили предположения инвесторов о проведении досрочного выкупа долговых обязательств на вторичном рынке. Эта новость стала причиной впечатляющего роста цен российских валютных облигаций.
21 февраля	Правительство РФ одобрило основные положения концепции по управлению госдолгом. В соответствии с этим документом функции по управлению госдолгом будут переданы специальному агентству. Несмотря на то, что перечень соответствующих функций пока не утвержден, централизация регулирования госдолга является важным шагом в проведении структурных реформ.
22 февраля	S&P повысило прогноз суверенного рейтинга России до положительного. Мы ожидаем, что повышение рейтинга РФ (до ВВ-) произойдет в апреле-мае и будет приурочено к выпуску первого транша еврооблигаций в рамках реформирования коммерческой задолженности.

Источник: оценка Альфа Банка

Владимир Кравчук
(7 095) 795-3742

Технический анализ

Индекс РТС: неустойчивое равновесие

Илл. 97. Индекс РТС – Основные технические индикаторы, 28 февраля 2002 г.

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапаз. недели (11-15 февраля)		
		Краткосрочный	Долгосрочный							
РТС	Держать	280-300	Боковой	Бычий	С4 367,70	61,8%-ая корр. Фибо.	П1 274,86	13-недельная СС	Откр.	291,99
	Продавать	279	(нейтральный)	Замедляется	С3 304,70	50,0%-ая корр. Фибо.	П2 255,89	Максимум 27.03.00	Макс.	295,97
	Цель	245-255			С2 301,45	Основной	П3 237,57	50,0%-ая корр. Фибо.	Мин.	280,12
					С1 300,00	Психологический	П4 222,49	Основной	Закр.	295,35

Источник: оценка Альфа Банка

- Как мы и предполагали, в феврале 2002 г. индекс РТС не «пробил» вверх свой основной уровень сопротивления 302.
- Мы все еще видим риск коррекции на РТС от текущего уровня консолидации 290-300 до области сильной поддержки 245-255.

Илл. 98. Индекс РТС – Основные недельные технические индикаторы по состоянию на 28 февраля 2002 г.



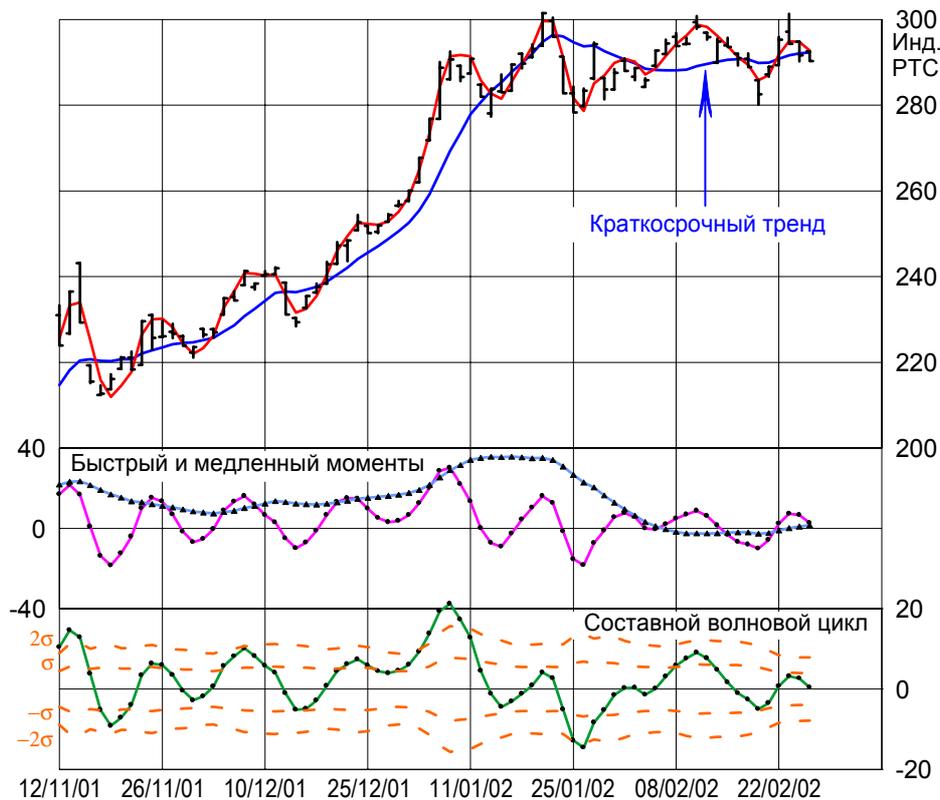
Источник: CQG, оценка Альфа Банка

Краткосрочный тренд и циклы

Краткосрочный тренд на рынке РТС нейтральный

Медленная линия тренда в верхней части Илл. 99 указывает на то, что краткосрочный тренд на рынке РТС в настоящее время является нейтральным (боковым). В частности, линия быстрого момента в средней части Илл. 99 падает и приближается к нулевому уровню. В то же время, медленный момент исчезающе малый по значению. Оба быстрый и медленный моменты указывают на состояние неустойчивого равновесия рынка.

Илл. 99. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 28 февраля 2002 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Краткосрочный составной волновой цикл в нижней части Илл. 99 несколько дней назад миновал свою вершину в нейтральной области вблизи σ , и в настоящее время падает, приближаясь к нулю. Здесь σ – стандартное отклонение (т.е. волатильность) краткосрочного составного волнового цикла. Мы прогнозируем потенциал падения индекса РТС за счет краткосрочной составной волны до 10 пунктов, так как краткосрочный волновой цикл и линия краткосрочного тренда в настоящее время движутся вниз в тандеме.

Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд на РТС пока остается восходящим

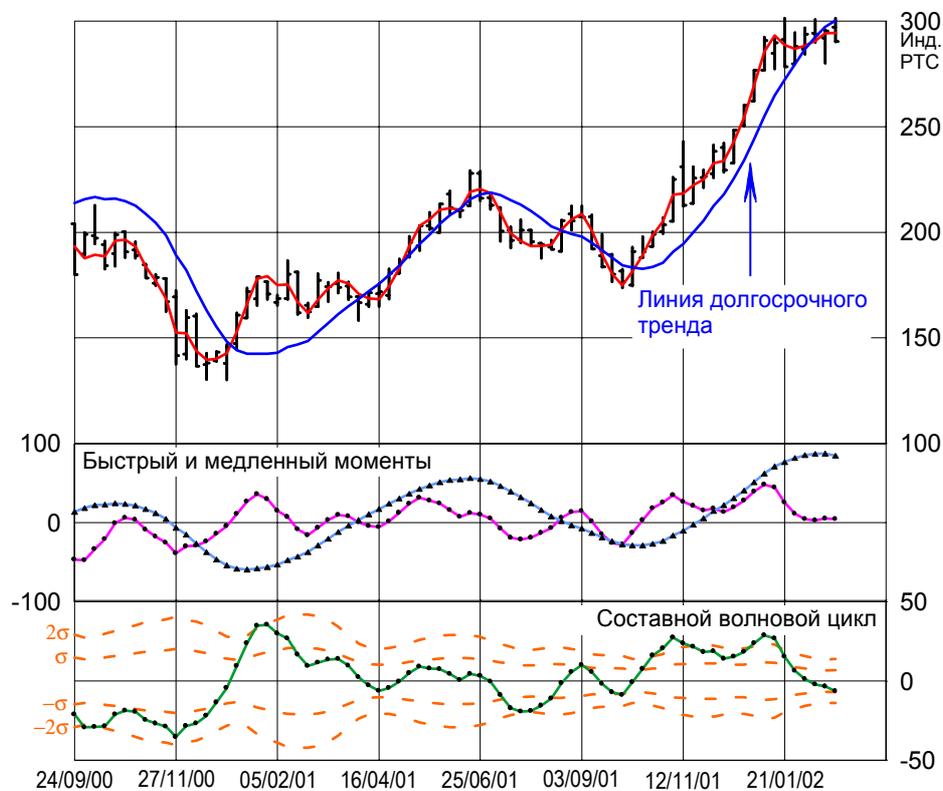
Долгосрочный тренд на РТС пока остается бычьим. На это указывает медленная линия тренда на Илл. 100. Однако мы видим несколько надежных медвежьих сигналов. Во-первых, медленный момент в средней части Илл. 100 прошел свой локальный максимум и начал падать. Во-вторых, быстрый момент, уже несколько недель находится вблизи нулевого уровня. Вышеупомянутые долгосрочные бычьи сигналы указывают на возможный разворот пока еще господствующей (но теряющей силу) на рынке РТС восходящей тенденции.

Сумма долгосрочных рыночных циклов находится в нейтральной области и падает

Линия, представляющая сумму активных долгосрочных (имеющих большие периоды) рыночных циклов, находится в нейтральной области и падает. В настоящее время долгосрочный составной волновой цикл приближается к уровню минус сигма. Еще один тревожный знак – это экстремально низкий уровень волатильности долгосрочного составного волнового цикла, предупреждающий нас о возможном сильном движении в будущем. Конечно, низкий уровень волатильности прямо не указывает на направление будущего сильного движения. Но, учитывая то, что другие технические индикаторы указывают на возможную коррекцию в сторону понижения, низкий уровень волатильности накануне ожидаемой

коррекции становится очень важным фактором. Если сильное движение на рынке РТС начнется, то волатильность составной волны будет возрастать.

Илл. 100. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 28 февраля 2002 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Уровни поддержки и сопротивлений

**Основной уровень поддержки – 222.
Область сильной поддержки – 246-256**

Ближайшие уровни поддержки и сопротивлений показаны на Илл. 97 и Илл. 98. Основной уровень сопротивления для индекса РТС – 302. Основной уровень поддержки для индекса РТС - 222. Область сильной поддержки – 246-256.

Потенциал падения индекса РТС

Мы ожидаем коррекцию в сторону понижения на РТС

Резюмируя сказанное выше, мы видим предпосылки начала долгосрочной коррекции индекса РТС от текущей области консолидации 290-300 в сторону понижения вплоть до значений 245-255 на горизонте нескольких недель.

Информация

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

Аналитический отдел

Начальник аналитического отдела	Андрей Руденко
Стратегия/Нефтяная и газовая промышленность	Сергей Глазер, CFA
Макроэкономика, банковский сектор	Наталия Орлова
Нефтяная и газовая промышленность	Константин Резников
	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.