

# Февраль: Ориентируясь по звездам

1 февраля 2002

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

Москва

## Тема: Затоваривание внутреннего рынка нефти вызывает тревогу

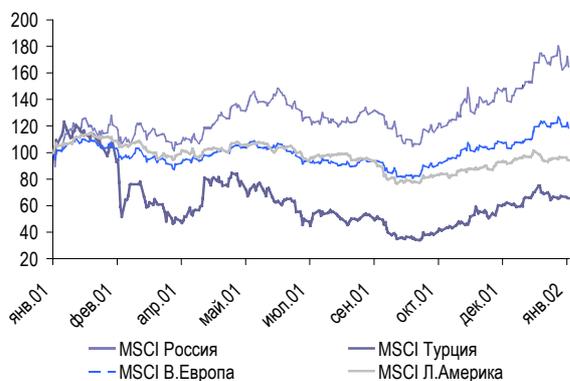
- После декабрьского ралли возникли опасения, что котировки акций как на зарубежном, так и российском фондовых рынках растут слишком быстро. С учетом того, что коэффициент P/E по акциям индекса S&P составляет сейчас 55, а по российским акциям 4-7, считать последние переоцененными могут лишь те, кто не признает продолжающуюся переоценку риска инвестирования в Россию. Если появятся новые положительные сообщения из компаний (подобных недавнему решению ЛУКОЙЛА), рынок может получить новый импульс для роста. Усиление интереса к акциям «второго эшелона» также вселяет оптимизм.
- Традиционно вялый февральский рынок на этот раз может стать ареной столкновения двух противоположных тенденций. Новые деньги, предназначенные для инвестиций в российские акции, пока полностью не задействованы: инвесторы ждут, когда ситуация по ценам станет более благоприятной. Вместе с тем эти деньги будут разогревать спрос. Опасения, связанные с возможным сокращением прибылей нефтяных компаний, а также решение об ограничении роста тарифов естественных монополий могут оказать давление на рынок. Инвестиции в акции «второго эшелона» при условии тщательного отбора компаний могут рассматриваться в качестве варианта при разработке будущей стратегии.
- Позиции Сургутнефтегаза и Сибнефти на рынке сырой нефти сильнее, чем у других компаний. Из-за ограничений на экспорт нефти в январе цена на внутреннем рынке снизилась на 62% от среднего ее значения за 2001 г. В связи с этим мы отдаем предпочтение тем компаниям, которые продают на внутреннем рынке меньше нефти, а именно Сургутнефтегазу, Сибнефти и Юкосу
- Нефтяные компании вынуждены пересматривать планы по добыче. В настоящее время стратегия компаний зависит от их способности продать добытую нефть. В этой связи мы ожидаем, что Юкосу придется снизить задания по добыче на текущий год.

### Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV* \$ млн.	Расчетная цена \$	Потенциал роста %
	АДР	Локал.	С нач.	За год			
			мес.				
		\$	%	%		\$	%
Газпром	12,1	0,597	16	16	1,4	0,95	59
ЛУКОЙЛ	56,9	14,0	14	14	4,2	18,5	52
Сургутнефтегаз	16,6	0,32	3	3	1,7	0,49	32
РАО ЕЭС	16,3	0,16	1	1	6,4	0,24	50
Ростелеком	6,3	1,04	14	14	1,0	1,30	26
Сибирь Телеком	н/д	0,02	16	16	0,0	0,03	40
ГМК Норильский Никель	15,1	15,5	-9	-9	0,9	19,7	27

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

### Развивающиеся рынки



Источники: РТС, Блумберга

### Последние публикации

- 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**  
Наталья Орлова  
Январь 18, 2002
- Проблема 2003 г. решена за счет резервов ЦБ**  
Наталья Орлова  
Декабрь 21, 2001
- Юкос: 24% рост в 2002 г.**  
Константин Резников  
Декабрь 20, 2001
- Будет ли Сбербанк эффективным?**  
Наталья Орлова  
Декабрь 18, 2001
- Цена \$19 за баррель в 2002 г. по-прежнему реальна**  
Константин Резников, Сергей Глазер, Наталья Орлова  
Декабрь 13, 2001
- Рост стоимости за счет эффективности**  
Андрей Руденко, Виталий Зархин, Ольга Филиппова  
Декабрь 10, 2001
- Уралмаш-Ижора: расчетная цена увеличена, рентабельность растет**  
Максим Матвеев, CFA  
Декабрь 10, 2001
- Отчет Газпрома за 6 мес. 2001 г. по МСФО:показатели улучшаются**  
Сергей Глазер, CFA  
Декабрь 10, 2001
- Если Вас заинтересовала какая-либо из данных публикаций, пожалуйста, дайте нам знать, и мы вышлем Вам ее незамедлительно



**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку.....	3
Затоваривание внутреннего рынка нефти вызывает тревогу.....	7
Цена на внутреннем рынке - \$5,4 за баррель .....	7
Снижать или не снижать?.....	8
Динамика и оценка акций.....	10
Графики.....	13
Календарь событий .....	15
Экономика и политика .....	16
Новости компаний и отраслей .....	18
Нефть и газ.....	18
Энергетика.....	21
Телекомы.....	24
Металлургия.....	28
Машиностроение.....	29
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	30
Банковский сектор.....	32
Рынок облигаций .....	34
Технический анализ .....	36
Индекс РТС: потеря скорости.....	36

## Комментарии по рынку

**Сергей Глазер, CFA**  
(44 20) 7382-4165

**Коэффициент P/E у акций индекса S&P-500 составляет 55, и есть опасность, что высокие котировки не будут подкреплены ростом прибылей**

**Вывод средств из неамериканских акций продолжался и в январе**

**Отчеты о прибылях начали было вселять оптимизм, однако растущее недоверие к учетной политике компаний вызывает тревогу**

### Обзор за январь: Рост акций опережает оживление экономики?

Мировые рынки акций начали 2000 г. неровно. Проявив некоторую активность в декабре (характерную для последнего месяца года), трейдеры вернулись на свои рабочие места и стараются объективно оценить ситуацию. С учетом того, что в настоящее время расчетный коэффициент P/E у акций, входящих в индекс S&P-500, находится на уровне 55, логично задаться вопросом: не идет ли рынок впереди процесса оживления экономики, и, что еще более важно, финансового оздоровления компаний?

В настоящий момент движение инвестиционных средств отражает не столько обоснованную оценку поступающих от рынка сигналов, сколько общее нестроение осторожного оптимизма. С другой стороны, оптимизма, возникшего в дни декабрьского мини-ралли (совпавшего с предпраздничным периодом замедления деловой активности), оказалось недостаточно, чтобы остановить отток средств из акций (преимущественно неамериканских), темпы которого составляли \$2 млрд в месяц. Ситуация повторилась в январе – каждую неделю из неамериканских и зарубежных акций выводилось \$1,3-1,5 млрд.

Сезон квартальных отчетов о результатах финансовой деятельности уже перешел экватор, и сейчас можно говорить о том, что прибыли компаний соответствуют прогнозам, а, в ряде случаев, и превышают ранее заниженные ожидания. Одновременно многие инвестиционные компании повысили свои рекомендации по компаниям ряда отраслей (в частности, производителей электронного оборудования и автомобилестроения). В силу этого, коррекция приостановилась, но опасения по поводу завышенных котировок остаются. Сейчас они еще более усиливаются из-за того, что после краха Enron все чаще и чаще ставится под сомнение обоснованность учетной политики компаний.

Власти США, пытающиеся укрепить в обществе веру в скорое экономическое оживление, все же избегали уверенных заявлений. Ни в противоречивых высказываниях Алана Гринспена, ни в обращении к нации президента Джорджа Буша нет намеков на предположительные сроки и темпы оживления. Пожалуй, лишь решение ФРС о прекращении политики активного снижения учетной ставки (меньше чем за год она была снижена на 4,75%) может способствовать возрождению на рынке осторожного оптимизма.

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

Страна	Индекс	Изменение с начала месяца %	Изменение с начала года %	Последнее Закрытие*	Последние 52 недели	
					Максимум	Минимум
<b>Развитые рынки</b>						
США	S&P 500 Индекс	-4,13	-4,13	1 100,6	1 383,4	944,8
Великобритания	FTSE 100 Индекс	-1,65	-1,65	5 131,4	6 360,3	4 219,8
Германия	DAX Индекс	-1,46	-1,46	5 090,3	6 795,1	3 539,2
Япония	Nikkei 225 Индекс	-4,90	-4,90	10 026,0	14 556,1	9 383,0
<b>Развивающиеся</b>						
Польша	Warsaw Stock Exchange WIG 20 Индекс	18,99	18,99	1 437,8	1 786,5	978,0
Венгрия	Budapest Stock Exchange Индекс	10,87	10,87	7 906,2	8 145,8	5 599,4
Турция	Turkey Stock Market National 100	-9,20	-9,20	12 515,0	15 000,0	7 160,0
Бразилия	Brazil Bovespa Stock Индекс	-7,93	-7,93	12 501,1	17 920,9	9 532,8
<b>Россия</b>	<b>RTS Индекс</b>	<b>14,59</b>	<b>14,59</b>	<b>294,22</b>	<b>301,45</b>	<b>158,45</b>

Примечание: \* данные на 29 января 2002 г.

Источник: Bloomberg

***В течение нескольких торговых сессий покупки нерезидентов подняли индекс РТС выше 300 пунктов***

Ожидания новых денег вызвали в конце 2001 г. рост на российском рынке, продолжившийся в январе. Видя резкий рост котировок, иностранные инвесторы поначалу воздерживались от активных действий, однако после кратковременной коррекции несколько торговых сессий были отмечены покупками со стороны нерезидентов, в результате чего индекс РТС впервые с мая 1998 г. преодолел психологически важную отметку в 300 пунктов.

***В силу стабилизации ситуации и более оптимистичного прогноза по цене нефти динамику рынка вновь определяют нефтяные акции***

Более оптимистичные прогнозы цен на нефть (после того, как стало ясно, что основные нефтедобывающие страны действительно могут соблюдать договоренности о сокращении экспорта) помогли российским нефтегазовым компаниям вновь стать двигателем роста всего рынка. Обеспечивающие более половины ежедневного объема торгов на РТС и две трети объема сделок с ADSs в Лондоне, основные «голубые фишки» - ЛУКОЙЛ, Сургутнефтегаз и Юкос – стали бумагами, определяющими динамику рынка в целом (ранее эту роль выполняли акции РАО ЕЭС). Т.о, теперь динамика этих бумаг больше отражает общий настрой рынка и, в меньшей степени, их экономические показатели и уровень цен на нефть.

***Рынок положительно реагирует на успехи компаний, в частности, связанные с улучшением корпоративного управления***

Однако, как и прежде, многое зависит от ситуации в конкретных компаниях. Усилия ЛУКОЙЛА, заметно активизировавшего деятельность по улучшению корпоративного управления (компания объявила о возможности вхождения в совет директоров такой авторитетной среди инвесторов развивающихся рынков фигуры, как Марк Мебиус из Templeton, а также вице-президента ChevronТехасо Ричарда Матцке), были вознаграждены: в результате резкого роста спроса котировки его акций превысили \$15.

После того, как котировки «голубых фишек» поднялись до уровня их справедливой цены, четко обозначился интерес к акциям «второго эшелона» (вначале региональных телекомов, затем региональных энергокомпаний и предприятия машиностроения).

### **Прогноз на февраль: Выработка новой инвестиционной стратегии**

В связи с исключительно высокой доходностью инвестиций в акции в декабре-январе в следующем месяце рынок традиционно будет вялым. В феврале на российском рынке, по-видимому, столкнутся две противоположные тенденции, а именно неопределенность в отношении цен на нефть и желание части инвесторов выйти на рынок с новыми деньгами. Конечным результатом может стать усиление ценовой неустойчивости.

***Можно ли сказать, что несмотря на недавнее ралли, российские «голубые фишки» по-прежнему дешевы?***

После впечатляющего роста (на 81%) российских акций в прошлом году, фонды начинают получать новые деньги, предназначенные для нашего рынка. Несмотря на то, что они могут заметно повысить спрос на акции российских компаний, пока еще преждевременно говорить о том, что деньги уже достигли рынка – судя по всему, инвесторы надеются, что ситуация по ценам станет более благоприятной. Мы полагаем, что проявляемая инвесторами осторожность – хороший знак. Основной вопрос, на который надо ответить, заключается в следующем: действительно ли цены российских «голубых фишек» в результате недавнего роста стали чересчур высокими или же мы являемся свидетелями продолжающейся переоценки инвесторами риска вложений в Россию?

***Затоваривание внутреннего рынка нефти привело к снижению цен на внутреннем рынке в 2 раза, цены на мировом рынке также могут снизиться***

Необходимость осторожного подхода к оценке уровня нынешних котировок становится особенно очевидной в связи с вновь возникшими опасениями в отношении цен на нефть, причем теперь уже и на внутреннем рынке. В результате сокращения экспорта нефти внутренний рынок в России быстро перенасытился, что привело к снижению цены более чем в два раза. Ситуация усугубляется тем, что крупные

российские нефтяные компании не хотят, чтобы действие ограничений на экспорт продлевалось на 2-й квартал этого года, в результате чего очередной виток напряженности в отношениях с ОПЕК может привести к новому снижению цен на нефть на мировом рынке.

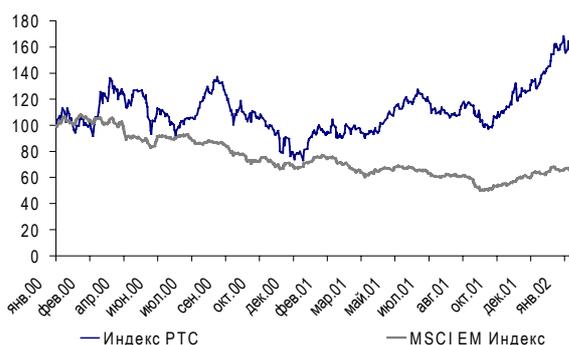
**Несмотря на то, что правительство ограничило рост тарифов 20 процентами, внутренние акции Газпрома по-прежнему возглавляют список рекомендуемых акций**

Решение правительства об ограничении роста тарифов естественных монополий 20-тью процентами разочаровало рынок. Это решение означает, что выручка у энергетических гигантов (Газпрома и РАО ЕЭС) сократится. Кроме того, оно подрывает веру в решимость России осуществлять структурную реформу. Однако, поскольку власти оставили надежду, что до конца года цены на газ на внутреннем рынке будут еще раз повышены, мы поместили внутренние акции Газпрома в первую строку списка рекомендуемых нами акций. За ними следуют привилегированные акции РАО ЕЭС, затем бумаги Юкоса, Сургутнефтегаза, Норильского Никеля и других компаний.

**Ликвидность «второго эшелона» по-прежнему низкая, однако региональные компании связи могут стать привлекательными для покупки**

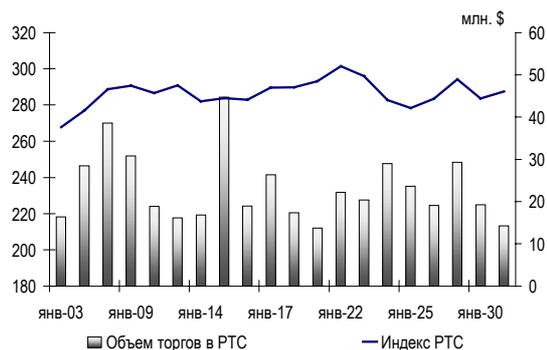
Ликвидность акций «второго эшелона» по-прежнему низкая, однако здесь уже обозначился ряд привлекательных объектов для долгосрочной покупки. Одним из таких объектов являются акции региональных компаний связи: их экономические показатели, а также ликвидность будут улучшаться в результате консолидации. С другой стороны, мы по-прежнему весьма сдержанно оцениваем перспективы региональных энергокомпаний: есть опасность, что в ходе реструктуризации отрасли они растеряют свои активы.

**Илл. 2. Динамика индекса РТС относительно индекса MSCI EM в 2001 г.**



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

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



Примечание: \* данные с начала месяца по 31 января 2002 г.  
Источник: Российская торговая система

**Основной движущей силой рынка становятся акции «второго эшелона»**

### Рекомендации по портфелям: пора диверсифицировать вложения

Рост доходности типовых портфелей Альфа-Банка (см. Илл. 4) в течение последних нескольких месяцев наглядно подтверждает, что акции «второго эшелона» постепенно становятся движущей силой роста котировок на российском рынке. Доходность нашего «потенциального инвестиционного портфеля» (доходность с момента формирования 84,3%) постоянно превышала доходности по двум другим портфелям, ориентированным на ликвидные бумаги – «голубые фишки» (72,6%) и АДР (67,3%), а также динамику индекса РТС (включающего более широкий спектр бумаг). Примечательно, что в настоящее время лишь этот диверсифицированный портфель растет быстрее рынка. Такова цена, которую сейчас платят инвесторы, ограниченные в своих вложениях в АДР и наиболее ликвидными «голубыми фишками».

Однако ситуация не совсем безрадостна, даже когда речь идет о перспективах портфеля АДР. Здесь общее отставание в росте доходности объясняется более замедленным ростом не-нефтяных акций. С другой стороны, наконец-то начался рост АДА Газпрома (которого давно ждали), а перспективы большей открытости и улучшения

корпоративного управления придали дополнительный импульс роста для АДР ЛУКойла.

Низкая ликвидность акций «второго эшелона» по-прежнему является препятствием для вложения более крупных средств, и поэтому альтернативы для наших портфелей АДР и «голубых фишек» практически нет. Однако в ближайшее время мы планируем внести изменения в наш «потенциальный инвестиционный портфель» в целях дальнейшей диверсификации и лучшего использования потенциала для роста, который возникает в результате усилившегося интереса к акциям «второго эшелона». Пока лишь укажем на необходимость перегруппировать вложения в акции телекомов, уделяя при этом особое внимание конкретной ситуации в тех или иных региональных компаниях связи.

**Илл. 4. Состав и изменение весов акций в типовых портфелях Альфа-Банка по состоянию на 28 ноября 2001 г.**

Компания	RIC	Акции '000	Вес %	Компания	RIC	Акции '000	Вес %
<b>Портфель АДР</b>				<b>Потенциальный инвестиционный портфель</b>			
<b>Нефть и газ</b>				<b>Oil&amp;Gas</b>			
ЛУКойл	LKOHуq.L	105	18.31	ЛУКойл	LKOH.RTS	183	14.59
СургутНГ	SNGSуq.L	295	14.86	СургутНГ	SNGS.RTS	5,390	9.90
Газпром АДА	GAZPq.L	320	11.92	СургутНГ прив.	SNGS_p.RTS	4,000	4.63
ЮКОС	YUKOУq.L	55	15.15	Газпром	GAZP.MO	2,500	8.23
<b>Энергетика</b>				<b>Энергетика</b>			
РАО ЕЭС	EESRq.L	240	11.84	ЮКОС	YUKO.RTS	430	14.67
<b>Телекомы</b>				<b>Телекомы</b>			
ВымпелКом	VIP.N	105	9.32	Татнефть	TATN.RTS	600	1.70
МТС	MBT.N	64	6.84	Сибнефть	SIBN.RTS	140	0.68
<b>Металлы и машиностроение</b>				<b>Энергетика</b>			
ГМК Норильский Никель	NKELуq.L	170	7.92	РАО ЕЭС	EESR.RTS	12,250	11.07
<b>Всего акций</b>				<b>РАО ЕЭС прив.</b>			
<b>96.16</b>				EESR_p.RTS			
<b>Денежная позиция</b>				Мосэнерго			
<b>3.84</b>				MSNG.RTS			
<b>Итоговый портфель</b>				<b>Телекомы</b>			
<b>100</b>				ВымпелКом			
				МТС			
				Голден телеком			
				GLDN.O			
				<b>Металлы и машиностроение</b>			
				<b>10.01</b>			
				ГМК Норильский Никель			
				GMKN.RTS			
				112			
				9.87			
				Уралмаш-Ижора			
				UMAS.RTS			
				5			
				0.13			
				<b>Другие</b>			
				<b>1.29</b>			
				Сбербанк			
				SBER.RTS			
				3			
				1.10			
				Сан Интербрю В			
				SBREQ.F			
				6			
				0.19			
				<b>Всего акций</b>			
				<b>94.28</b>			
				<b>Денежная позиция</b>			
				<b>5.72</b>			
				<b>Итоговый портфель</b>			
				<b>100</b>			
<b>Портфель голубых фишек</b>				<b>Сравнительная динамика</b>			
<b>Нефть и газ</b>				<b>С 10/04/01</b>			
<b>54.92</b>				<b>С 09/09/01</b>			
ЛУКойл	LKOH.RTS	390	16.61	<b>Портфель АДР</b>			
СургутНГ	SNGS.RTS	14,100	13.83	67.27%			
Газпром	GAZP.MO	5,225	9.18	<b>Портфель голубых фишек</b>			
ЮКОС	YUKO.RTS	840	15.30	72.61%			
<b>Энергетика</b>				<b>Потенциальный инвестиционный портфель</b>			
<b>16.74</b>				84.33%			
РАО ЕЭС	EESR.RTS	34,700	16.74	<b>Индекс РТС</b>			
<b>Телекомы</b>				74.48%			
<b>15.83</b>				41.99%			
ВымпелКом	VIP.N	107	9.21				
МТС	MBT.N	64	6.63				
<b>Металлы и машиностроение</b>							
<b>8.00</b>							
ГМК Норильский Никель	GMKN.RTS	170	8.00				
<b>Всего акций</b>							
<b>95.49</b>							
<b>Денежная позиция</b>							
<b>4.51</b>							
<b>Итоговый портфель</b>							
<b>100</b>							

Источник: оценка Альфа-Банка

**Затоваривание внутреннего рынка нефти вызывает тревогу**

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

**Цена на внутреннем рынке - \$5,4 за баррель**

**В декабре-январе цены на внутреннем рынке снизились в два с половиной раза**

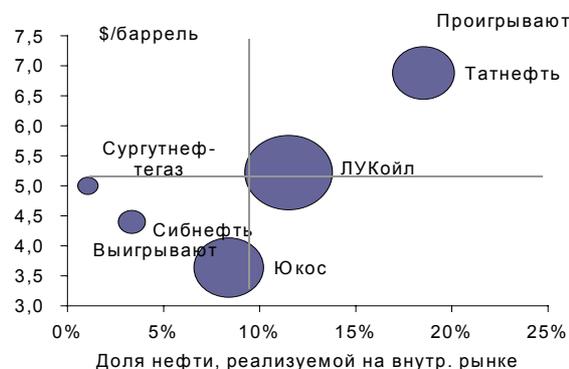
Вследствие проблем с экспортом нефти в конце прошлого года (из-за штормов в районе Новороссийска и аварии на терминале в Бутинге) предложение на внутреннем рынке сырой нефти резко превысило спрос. После заполнения свободных хранилищ, принадлежащих Транснефти и нефтеперерабатывающим заводам, компании были вынуждены продавать нефть по ценам, близким к себестоимости. В январе цена нефти на внутреннем рынке оказалась на 62% ниже среднего уровня 2001 г.

**Илл. 5. Снижение цен на внутреннем рынке в январе**



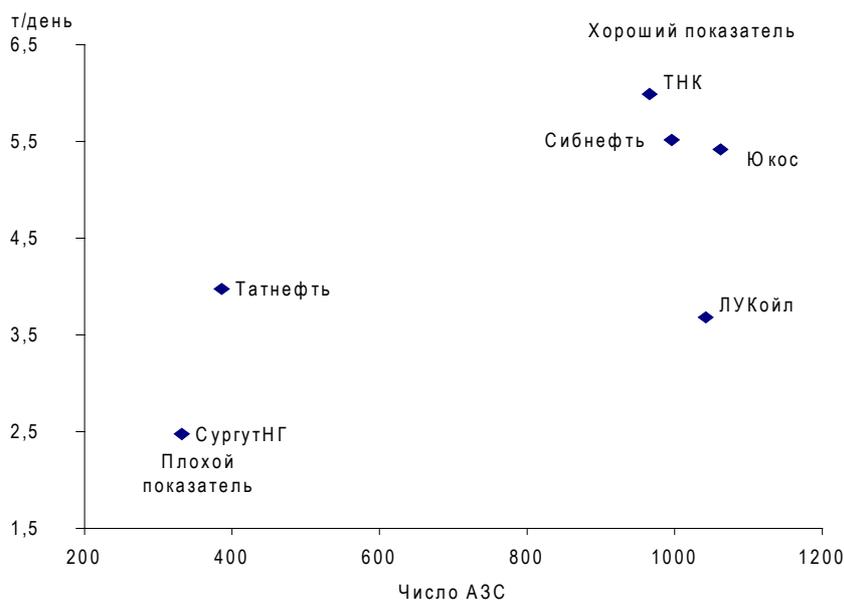
Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

**Илл. 6. Юкос, Сургутнефтегаз и Сибнефть в выигрышном положении**



Примечание: размер окружностей соответствует предполагаемому объему реализации нефти на внутреннем рынке в 2002 г.  
Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

**Илл. 7. Цены на розничном рынке более стабильны**



Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

**Цены на нефтепродукты оказались более устойчивыми**

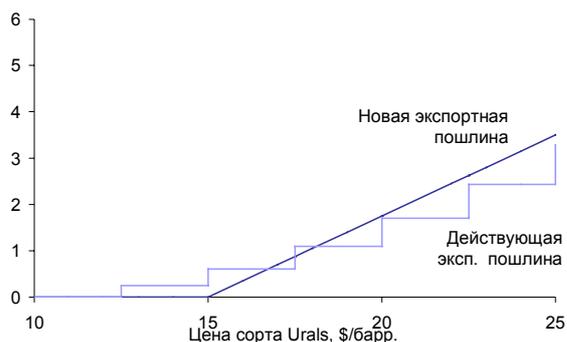
**Мы отдаем предпочтение Сургутнефтегазу и Сибнефти**

В ситуации перенасыщения внутреннего рынка и слабого спроса на нефтепродукты в Европе российские компании начали снижать внутренние оптовые цены на нефтепродукты. Первыми неприятные последствия января испытали продавцы мазута и низкооктанового бензина. В январе оптовые цены на бензин упали на 12-25%, дизтопливо - на 20-30%, мазут - на 40% относительно средних цен 2001 г. Розничные цены на бензин и дизтопливо оказались стабильнее - в среднем по России они снизились всего на 3-5%.

В сложившейся ситуации мы отдаем предпочтение компаниям, продающим меньше нефти на внутреннем рынке, а именно Сургутнефтегазу, Сибнефти и Юкосу (см. Илл. 6). На розничном рынке ЛУКОЙЛ, Юкос, ТНК и Сибнефть имеют примерно равные по количеству АЗС сети, но различаются по объемам реализации через них (самые большие объемы у ТНК и Сибнефти). Показатель объема реализации в расчете на одну АЗС у Сургутнефтегаза и ЛУКОЙЛА существенно ниже, чем у конкурентов (см. Илл. 7).

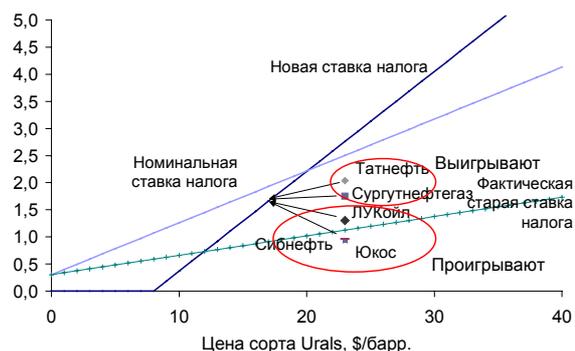
Тем не менее, нефтяные компании настроены оптимистично: они прогнозируют повышение внутренних цен на нефтепродукты (прежде всего на дизтопливо и бензин) на 10-15% в марте-апреле текущего года за счет сезонного роста спроса.

**Илл. 8. Экспортные пошлины стали более выгодными для нефтяных компаний при низких ценах на нефть**



Источник: Минэкономразвития

**Илл. 9. Компаниям вряд ли удастся избежать новых налогов**



Источники: Минэкономразвития, оценка Альфа-Банка

## Снижать или не снижать?

Столкнувшись с проблемой перенасыщения рынка, нефтяные компании пытаются решать ее различными путями. Один из них – лоббирование в правительственных кругах снижения экспортных пошлин на нефтепродукты и отмены экспортных квот начиная со 2-го кв. 2002 г.

При решении вопроса о снижении экспортных пошлин на светлые нефтепродукты правительство намерено не ограничиваться ранее предложенным сокращением пошлины на светлые нефтепродукты с €39 за т. до €25 за т. с 5 февраля. Рассматривался вариант снижения экспортных пошлин на светлые нефтепродукты с €25 до €22 за т и на мазут – с €20 до €14 за т. Стремясь найти компромисс с нефтяными компаниями, правительство оставило ставку пошлины на бензин и дизельное топливо на уровне €25 за т. но сократило пошлину до €10 за т. мазута. Эти меры должны помочь нефтяным компаниям решить проблему затоваривания внутреннего рынка.

В сфере налогообложения следует отметить в качестве позитивного момента пересмотр экспортных пошлин на сырую нефть и введение

налога на добычу нефти, заменяющего акциз, налог на воспроизводство минерально-сырьевой базы и плату за право разработки недр (см. Илл. 5 и 6). Эти налоги привязаны к цене нефти и должны помочь нефтяным компаниям пережить период низких цен.

**Илл 10. Позиции Юкоса, Сибнефти и Сургутнефтегаза на рынке сырой нефти сильнее, чем у других компаний**

Компания	Предполагаемое изменение уровня добычи	Собственная переработка	Экспорт	Взаимодействие с другими компаниями
ЛУКОЙЛ	2%	Увеличение поставок на НОРСИ, повышение степени загрузки НПЗ	КТК, экспорт через Северное море	Продолжение использования мощностей Московского НПЗ
Юкос	19-23%	Загрузка может повыситься на 15%	Экспортирует 45% добываемой нефти	Переговоры с Mazeikiu Nafta (Литва)
Сургутнефтегаз	6-7%	НПЗ работает на полную мощность, рост инвестиций	Экспортирует 47% добываемой нефти]	Контракт на поставку 10 млн т с Белоруссией, переговоры с башкирскими НПЗ
Сибнефть	26%	Загрузка может повыситься на 13%	Средняя экспортная квота	Поставки на Московский НПЗ с февраля 2002 г. (покупка 35% акций)
Татнефть	-1.5%	Завершение первой очереди строительства НПЗ к августу 2002 г.	Экспортный потенциал ограничен вследствие высокой сернистости нефти	Поставки в Москву, на НОРСИ и башкирские НПЗ

Источник: оценка Альфа-Банка

В этой ситуации стратегия компаний зависит от их способности повысить степень загрузки собственных НПЗ (там, где это экономически целесообразно) или заключить договоры о переработке сырья на чужих НПЗ, в том числе на Украине и в Беларуси.

Мы полагаем, что у Сургутнефтегаза и Сибнефти возможностей для сбыта нефти на внутреннем рынке больше, чем у других нефтяных компаний (см. Илл. 6). Хотя Сибнефть планирует увеличить добычу в этом году не менее чем на 26%, мы думаем, что компания направит дополнительные объемы на собственный НПЗ (коэффициент загрузки - 84%) и на Московский НПЗ (компания приобрела 35% его акций у ЛУКОЙЛа). Сургутнефтегаз заключил договор с Беларусью на поставку в 2002 г. 10 млн т нефти на НПЗ «Нафтан». Эта цифра даже больше того количества нефти, которое должно остаться у Сургутнефтегаза после выбора его экспортной квоты и загрузки Киришского НПЗ.

Прогнозировать уровень экспортных квот во 2-м кв. 2002 г. пока преждевременно. Мы полагаем, что члены ОПЕК и другие нефтедобывающие страны потребуют от России продления действия ограничений на экспорт на 2-й кв. 2002 г., однако в условиях неблагоприятной ситуации на внутреннем рынке у правительства остается лишь два пути: увеличение экспорта или введение ограничений на доставку сырой нефти по трубопроводам Транснефти (Транснефть уже сейчас принимает нефть к транспортировке только в том случае, если есть покупатель).

В первом случае ОПЕК и независимые производители могут начать выбрасывать на рынок больше нефти и тем самым вызвать обвал цен на международном рынке. В этом случае цена может упасть до \$15-16 за баррель. Мы не думаем, однако, что ОПЕК пойдет на этот шаг, поскольку понимает негативные последствия от ценовой войны. В случае введения ограничений на транспортировку нефти по трубопроводам Транснефти Юкос может пересмотреть свой план по добыче на текущий год. Мы считаем, что при сохранении сложившейся ситуации во 2-м кв. этого года Юкос вряд ли сможет направить на свои НПЗ еще 11-13 млн т сырой нефти.



## Динамика и оценка акций

Илл. 11. Динамика АДР, с начала месяца, на 30 января

Компания	Биржа	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
						за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
<b>Нефть и Газ</b>										
Газпром	Фр	114А, REG S		10 в 1	1,4	12,1	23	23	12,7	6,0
ЛУКОЙЛ	Фр		1	4 в 1	31,0	56,9	13	13	62,0	35,1
Сибнефть	Фр		1	10 в 1	4,0	8,8	18	18	9,0	2,8
Сургутнефтегаз	Фр		1	50 в 1	19,0	16,6	4	4	18,0	9,7
Сургутнефтегаз прив.	Бер		1	100 в 1	н/д	20,7	2	2	22,8	9,5
Татнефть	Нью-Йорк		2	20 в 1	25,0	10,0	-1	-1	12,3	7,4
Юкос	Бер		1	15 в 1	20,0	92,6	19	19	н/д	н/д
<b>Энергетика</b>										
Иркутскэнерго	Фр		1	50 в 1	н/д	4,0	-10	-10	4,4	2,8
Кузбассэнерго	Фр		1	10 в 1	25,0	1,7	76	76	1,8	0,8
Ленэнерго	Бер	REG S		80 в 1	6,2	34,5	29	29	35,5	13,5
Мосэнерго	Фр		1	100 в 1	20,0	4,5	4	4	4,8	2,8
РАО ЕЭС	Фр		1	100 в 1	22,0	16,3	2	2	17,9	8,0
Ростовэнерго	Бер		1	100 в 1	н/д	1,9	12	12	1,9	0,8
Ростовэнерго прив.	Бер		1	100 в 1	н/д	1,4	33	33	1,5	0,7
Самараэнерго	Фр		1	70 в 1	н/д	2,1	10	10	2,6	0,7
<b>Телекоммуникации</b>										
ВымпелКом	Нью-Йорк		3	3 в 4	н/д	29,7	14	14	30,9	12,8
Голден Телеком			н/д	1 в 1	н/д	13,1	12	12	14,2	6,8
МГТС	Бер		1	1 в 10	н/д	5,2	-17	-17	7,1	3,7
МТС	Нью-Йорк		3	20 в 1	17,0	35,1	-5	-5	38,8	22,5
Нижновсвязьинформ	Фр		1	2 в 1	8,5	2,0	24	24	2,2	1,2
Ростелеком	Нью-Йорк		2	6 в 1	19,7	6,3	20	20	6,7	2,8
Ростовэлектросвязь	Бер		1	5 в 1	н/д	2,8	0	0	4,7	2,5
Самарасвязьинформ	Бер		1	1 в 5	н/д	4,3	61	61	8,4	2,2
Тюменьтелеком	Фр		1	1 в 1	н/д	1,8	59	59	2,4	0,4
Тюменьтелеком прив.	Фр		1	2 в 1	н/д	1,7	61	61	1,9	0,4
Уралсвязьинформ	Фр		1	200 в 1	н/д	2,7	53	53	2,9	1,1
Челябинсксвязьинформ	Бер		1	1 в 5	н/д	3,0	13	13	5,7	2,6
ЮжТелеком	Фр		1	1 в 2	н/д	4,0	14	14	28,2	3,6
<b>Прочие сектора</b>										
ГМК Норильский Никель	Фр		1	1 в 1	17,0	15,1	-10	-10	н/д	н/д
Уралмаш-Заводы	Бер	144А, REG S		1 в 1	21,0	5,0	27	27	5,3	1,8
ГУМ	Фр		1	2 в 1	32,2	3,6	23	23	4,1	1,8
ЦУМ	Фр		1	20 в 1	10,8	3,9	-3	-3	6,6	2,3
Сан Интербрю В	Фр	144А, REG S		1 в 1	32,0	5,8	18	18	6,2	2,2
Сан Интербрю А	Фр	144А, REG S		1 в 1	15,0	5,0	26	26	5,2	1,5

Источники: Рейтер, Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 12. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек», с начала месяца, на 30 января

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2001П	2002П	2001П	2002П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Газпром	0,597	16	16	0,606	0,288	1,4	16 187	4,5	4,1	5,6	4,3	0,95	59	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	14,0	14	14	15,55	8,7	4,2	11 908	3,8	5,0	2,7	3,4	18,5	32	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	0,85	17	17	0,9	0,3	0,8	4 030	4,1	3,4	2,9	2,4	1,00	18	НАКАПЛИВАТЬ
Сургутнефтегаз	0,323	3	3	0,352	0,196	1,7	8 271	3,3	3,6	2,5	2,7	0,49	52	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,50	-5	-5	0,611	0,375	0,8	1 147	1,7	3,4	1,6	2,6	0,71	42	ДЕРЖАТЬ
Юкос	6,14	18	18	6,29	2,225	1,8	13 048	4,3	3,9	2,8	2,8	7,10	16	ПОКУПАТЬ
<i>PKN</i>	19,5	-7	-7	29,1	18,0	0,2	21 415	4,9	5,2	3,1	3,0			
<i>Petrobras</i>	18,8	6	6	19,7	12,6	4,5	1 840	23,5	7,6	11,3	6,6			
<i>MOL</i>	0,18	2	2	0,2	0,2	8,5	31 787	5,4	7,2	3,1	3,5			
<b>Average for peers</b>								<b>11,3</b>	<b>6,6</b>	<b>5,8</b>	<b>4,4</b>			
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0,081	-2	-2	0,092	0,061	0,0	384	н/з	н/з	6,4	6,2	0,09	17	ДЕРЖАТЬ
Ленэнерго	0,430	20	20	0,480	0,150	0,0	362	9,0	5,6	3,9	3,2	0,48	12	НАКАПЛИВАТЬ
Мосэнерго	0,043	5	5	0,048	0,028	0,9	1 216	17,5	11,4	4,1	3,6	0,06	40	
РАО ЕЭС	0,160	1	1	0,1788	0,084	6,4	6 685	19,9	11,6	3,5	3,1	0,24	50	ПОКУПАТЬ
<i>EdP</i>	2,71	-4	-4	4,0	2,6	11,9	8 143	15,3	9,5	9,5	9,4			
<i>Endesa</i>	19,7	-4	-4	23,9	18,0	126,3	22 291	12,2	11,1	9,8	9,4			
<i>Tenaga</i>	2,79	-1	-1	3,4	1,9	3,2	8 831	19,3	19,3	12,6	11,8			
<b>Average for peers</b>								<b>15,6</b>	<b>13,3</b>	<b>10,7</b>	<b>10,2</b>			
<b>Телекоммуникации</b>														
МГТС	6,7	2	11	7,0	4,8	0,0	571	44,3	16,0	4,3	3,6	6,5	-2	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	11,9	-8	-8	13,7	7,6	16,2	5 488	12,3	9,6	3,9	3,4			
Tele Norte Leste	11,5	-11	-11	16,5	7,5	18,6	4 645	55,2	24,1	2,5	2,2			
<b>Average for peers</b>								<b>33,7</b>	<b>16,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>			
Ростелеком	1,042	14	14	1,139	0,455	1,0	887	19,8	16,3	3,2	3,1	1,31	26	НАКАПЛИВАТЬ
<i>Indosat</i>	1,02	12	12	1,15	0,69	1,9	1 062	7,3	7,1	3,6	2,6			
<i>Embratel</i>	3,98	-8	-8	11,16	2,77	11,8	1 212	н/з	27,9	2,6	2,4			
<b>Average for peers</b>								<b>7,3</b>	<b>17,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>			
Вымпелком	29,7	14	14	30,9	12,8	6,5	1 597	35,8	25,7	11,8	7,6	н/д	н/д	Запрещено
МТС	35,1	-5	-5	38,8	22,5	5,6	3 498	20,2	18,9	8,1	6,3	34,0	-3	ДЕРЖАТЬ
<i>Turkcell</i>	0,007	-20	-20	0,010	0,003	0,0	3 795	н/з	19,8	н/з	н/з			
<i>Mobinil</i>	6,8	-23	-23	21,0	6,5	н/д	647	7,9	7,0	4,4	3,6			
<b>Average for peers</b>								<b>7,9</b>	<b>13,4</b>	<b>4,4</b>	<b>3,6</b>			
Голден Телеком	13,1	12	12	14,2	6,8	0,2	315	н/з	74,1	14,3	10,6	н/д	н/д	Запрещено
<i>Netia</i>	2,0	3	3	30,5	0,9	1,4	62	н/з	н/з	45,8	19,6			
<b>Металлургия</b>														
Норильский Никель	15,5	-9	-9	19,0	8,7	0,9	3 316	4,6	11,6	2,3	4,0	19,7	27	ПОКУПАТЬ
<i>Amplats</i>	37,1	-5	-5	40,6	22,2	0,3	7 999	13,4	12,8	8,6	8,1			
<i>Eramet</i>	28,7	-4	-4	41,3	19,0	0,0	709	14,8	10,0	4,2	4,3			
<i>WMC</i>	4,9	0	0	5,2	3,3	3,2	9 165	21,8	20,6	10,9	10,9			
<b>Average for peers</b>								<b>16,7</b>	<b>14,5</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>			
Северсталь	46,5	6	6	50,0	20,3	0,1	1 026	5,9	5,5	2,6	2,6	53,9	16	НАКАПЛИВАТЬ
<i>China Steel</i>	0,4	15	15	0,6	0,3	12,5	4 067	19,6	17,2	7,6	7,1			
<i>POSCO</i>	99,8	7	7	106,6	54,5	0,2	9 338	15,4	11,9	6,4	6,1			
<b>Average for peers</b>								<b>17,5</b>	<b>14,6</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>			
<b>Продукты</b>														
Балтика	10,5	15	15	11,5	9,0	0,1	1 124	9,2	7,2	7,2	5,7	9,7	-8	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	5,8	18	18	6,2	2,2	0,3	567	6,6	3,9	1,9	1,5	6,3	9	СПЕК. ПОКУПКА
<i>Okocim</i>	3,2	23	23	3,9	2,3	0,2	70	51,2	15,6	10,5	8,0			
<i>Zywiec</i>	65,6	17	17	68,0	38,9	1,3	743	н/з	н/з	11,5	10,9			
<b>Average for peers</b>								<b>51,2</b>	<b>15,6</b>	<b>11,0</b>	<b>9,4</b>			
<b>Торговля</b>														
ГУМ	1,70	19	19	16,90	1,10	0,0	102	7,6	6,0	4,7	4,3	1,72	1	НАКАПЛИВАТЬ
<i>Robinson &amp; Co</i>	2,6	9	8	2,7	2,3	0,2	225	12,6	14,0	10,2	9,1			
<i>Matahari Putra Prima</i>	0,0	13	13	0,1	0,0	7,2	129	5,0	4,2	1,7	1,5			
<b>Average for peers</b>								<b>8,8</b>	<b>9,1</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>			
<b>Машиностроение</b>														
Уралмаш - Заводы	5,0	31	31	5,2	2,2	0,1	177	6,9	5,9	3,2	2,6	5,7	14	ПОКУПАТЬ
<i>Hyundai Heavy</i>	23,2	20	20	24,9	14,9	0,5	1 760	14,8	5,6	7,6	6,8			
<i>Atlas Copco</i>	22,9	4	4	23,8	15,2	1,2	4 699	16,0	16,6	6,7	6,8			
<b>Average for peers</b>								<b>15,4</b>	<b>11,1</b>	<b>7,1</b>	<b>6,8</b>			

Примечание: н/з – не значимо

Источники: оценки Альфа-Банка, Блумберга

**Илл. 13. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 30 января**

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	MTD	YTD	Макс.	Мин.	2001П	2002П			2001П	2002П					
	\$	%	%	\$	\$	\$ '000			млн. \$						
<b>Нефть и Газ</b>															
Мегийнефтегаз	4,75	-14	-14	5,5	1,5	7,6	535	4,8	3,1	2,6	1,9	9,6	102	ПОКУПАТЬ	
Пурнефтегаз	5,5	49	49	5,5	1,9	9,2	521	13,0	14,6	5,4	6,7	2,4	-56	ПРОДАВАТЬ	
Сахалинморнефтегаз	2,8	6	6	4	2,65	0,9	211	3,4	3,8	1,6	2,2	4,5	61	ДЕРЖАТЬ	
Удмуртнефть	65	136	136	65	22	0,3	224	2,5	2,8	1,1	1,2	32	-51	ДЕРЖАТЬ	
<b>Энергетика</b>															
Башкирэнерго	0,136	35	35	0,155	0,048	27,6	146	2,6	2,7	1,6	1,8	0,20	47	ДЕРЖАТЬ	
Красноярскэнерго	0,115	43	43	0,150	0,027	3,2	78	19,3	3,0	4,0	1,6	0,13	16	ДЕРЖАТЬ	
Кубаньэнерго	3,05	53	53	3,10	0,65	10,9	55	5,5	4,5	2,0	2,0	4,2	38	ДЕРЖАТЬ	
Кузбассэнерго	0,188	60	60	0,188	0,088	60,1	114	31,2	10,1	2,8	2,3	0,21	14	ДЕРЖАТЬ	
Новосибирскэнерго	1,8	0	0	2,27	1,05	0,0	27	н/з	11,6	10,4	3,3	3,05	70	ДЕРЖАТЬ	
Пермэнерго	2,02	26	26	2,15	1,00	17,8	94	4,8	3,5	1,4	1,3	2,87	42	НАКАПЛИВАТЬ	
Ростовэнерго	0,019	27	27	0,019	0,010	16,9	72	8,8	4,8	5,3	4,2	0,02	18	ДЕРЖАТЬ	
Самараэнерго	0,033	16	16	0,038	0,018	19,7	125	9,5	7,1	3,1	3,0	0,04	35	НАКАПЛИВАТЬ	
Свердловэнерго	0,131	30	30	0,14	0,045	24,1	83	5,6	2,0	1,2	0,8	0,16	20	ДЕРЖАТЬ	
Челябэнерго	0,011	57	57	0,011	0,003	0,7	54	н/з	7,5	3,2	2,1	0,012	9	ДЕРЖАТЬ	
<b>Телекоммуникации</b>															
Башинформсвязь	0,075	7	7	0,115	0,033	7,9	72	10,4	7,0	3,2	2,6	0,09	20	НАКАПЛИВАТЬ	
Красноярскэлектросвязь	2,75	31	31	2,75	1,7	4,0	33	40,9	33,4	2,6	2,1	4,0	45	СПЕК. ПОКУПКА	
Ленсвязь	12	41	41	12	7,2	1,9	28	15,9	14,6	4,0	3,7	9,98	-17	СОКРАЩАТЬ	
Нижновсвязьинформ	1,33	46	46	1,45	0,72	67,3	139	15,1	10,9	4,3	3,6	1,44	8	НАКАПЛИВАТЬ	
Ростовэлектросвязь	0,79	58	58	0,89	0,38	4,9	67	18,2	16,6	4,3	3,9	1,05	33	СПЕК. ПОКУПКА	
Самарасвязьинформ	27	48	48	32	16,4	1,9	62	10,8	9,4	4,9	4,2	35,8	33	СПЕК. ПОКУПКА	
Северо-Западный Телеком	0,505	20	20	0,57	0,31	25,2	269	28,0	16,3	5,4	4,5	0,54	7	ДЕРЖАТЬ	
Сибирь Телеком	0,022	16	16	2,100	0,017	7,4	69	6,6	4,6	2,5	1,9	0,03	40	ПОКУПАТЬ	
Тюменьтелеком	2,035	62	62	2,15	0,37	243,2	64	25,2	21,5	5,3	4,5	2,2	8	ДЕРЖАТЬ	
Уралсвязьинфоорм	0,014	59	59	0,014	0,007	58,3	122	82,7	21,0	5,0	3,7	0,013	-7	ДЕРЖАТЬ	
Уралтелеком	7,1	71	71	8,3	4,1	34,5	84	9,0	8,3	3,2	2,5	7,9	11	НАКАПЛИВАТЬ	
Хантымансийскокртелеком	1,8	38	38	2,4	1,0	18,7	37	3,2	2,9	1,7	1,5	2,1	17	НАКАПЛИВАТЬ	
Челябинсксвязьинформ	16,75	5	5	20	13,9	5,6	95	37,7	605,6	6,8	6,2	17,1	2	ДЕРЖАТЬ	
ЦентрТелеком	0,35	46	46	176	0,193	84,3	189	32,4	19,0	7,5	4,6	0,29	-17	ДЕРЖАТЬ	
ЮжТелеком	9,65	45	45	10,69	4,5	70,3	120	9,4	3,5	4,0	3,1	12,9	34	ПОКУПАТЬ	
<b>Другие сектора</b>															
Аэрофлот	0,355	0	0	0,407	0,212	51,1	394	201,1	30,7	5,6	4,7	0,33	-7	ДЕРЖАТЬ	
АвтоВАЗ	19,3	8	8	19,8	2,3	163,9	588	3,6	1,6	2,1	1,8	20,4	6	СПЕК. ПОКУПКА	
ГАЗ	34,5	19	19	43,0	13,9	37,3	180	н/д	24,4	24,6	10,9	12,0	-65	ПРОДАВАТЬ	
Красный Октябрь	5,15	-4	-4	6,0	3,5	1,1	53	4,3	4,8	2,5	2,9	5,00	-3	СОКРАЩАТЬ	
Магнитогорский МК	30	0	0	н/д	н/д	н/д	199	1,0	0,9	0,9	0,9	54	80	ПОКУПАТЬ	
Сбербанк	82,0	6	6	91,3	22,7	233,5	1 603	н/д	н/д	н/д	н/д	108	32	ПОКУПАТЬ	
Челябинский трубный з-д	0,118	57	57	0,118	0,062	6,2	56	2,4	1,4	1,6	1,0	0,15	28	СПЕК. ПОКУПКА	

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

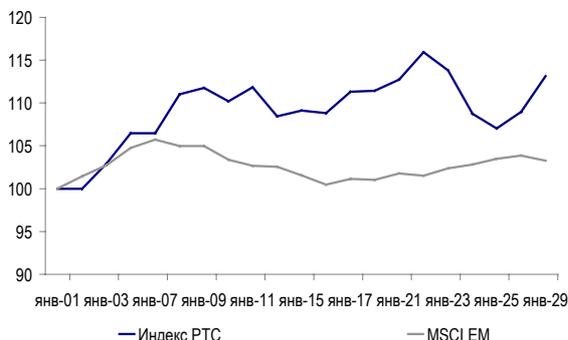
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

**Илл. 14. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 30 января**

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV	Дисконт прив. к об.	Дивиденды	Дивидендный доход	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	MTD	YTD	Макс.	Мин.									
	\$	%	%	\$	\$	%							
<b>Нефть и Газ</b>													
СургутНГ прив.	0,206	3,00	3,00	0,222	0,095	625,9	36	0,008	3,9	0,29	40,78	ПОКУПАТЬ	
Татнефть прив.	0,390	11,11	11,11	0,400	0,220	34,1	22	0,033	8,5	0,43	10,26	ДЕРЖАТЬ	
<b>Энергетика</b>													
РАО ЕЭС прив.	0,129	10,26	10,26	0,135	0,032	281,1	19	0,005	3,9	0,25	93,80	ПОКУПАТЬ	
<b>Телекоммуникации</b>													
Ростелеком прив.	0,525	8,79	8,79	0,565	0,210	134,3	50	0,03	5,1	0,69	31,43	НАКАПЛИВАТЬ	

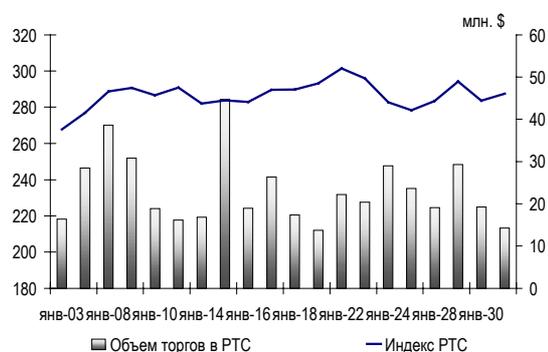
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

## Графики

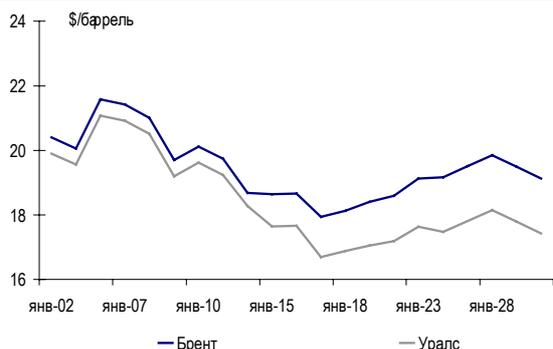
**Илл. 15. Индекс РТС относительно индекса MSCI EM, с начала года**


Источник: Рейтер

- По итогам января индекс РТС продемонстрировал рост на 10.6% при средненежном объеме торгов в \$23 млн.

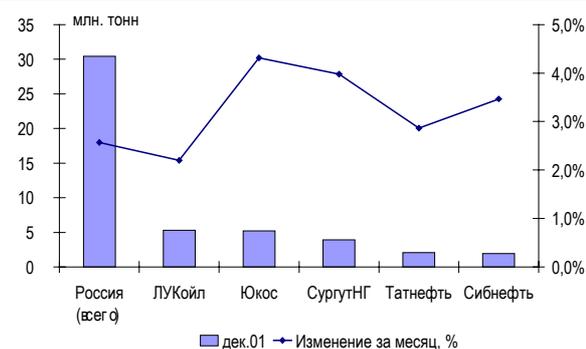
**Илл. 16. Динамика индекса РТС, за месяц**


Источник: РТС

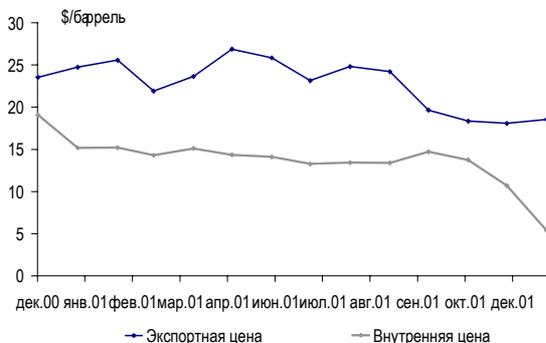
**Илл. 17. Цены на нефть: Брент и Уралс, с начала года**


Источник: Блумберг

- В январе спред между ценой смеси Brent и Urals снова увеличился до \$1,5 за баррель
- Российские компании увеличили добычу нефти в декабре

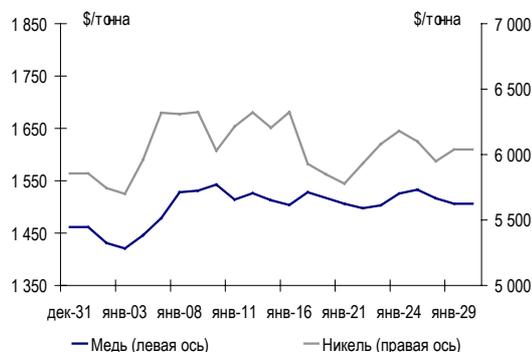
**Илл. 18. Добыча нефти компаниями, декабрь 2001 года**


Источник: Министерство энергетики

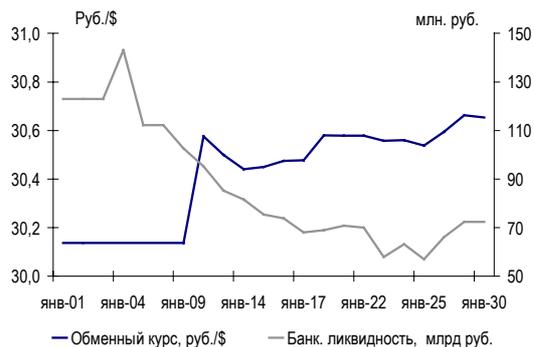
**Илл. 19. Динамика экспортных и внутренних цен на нефть, декабрь 2000 г. – декабрь 2001 г.**


Источник: Министерство энергетики

- В связи с вынужденным сокращением экспорта, цены на нефть на внутреннем рынке существенно упали
- В январе цены на медь установились в пределах \$1 500- \$1 550 за тонну

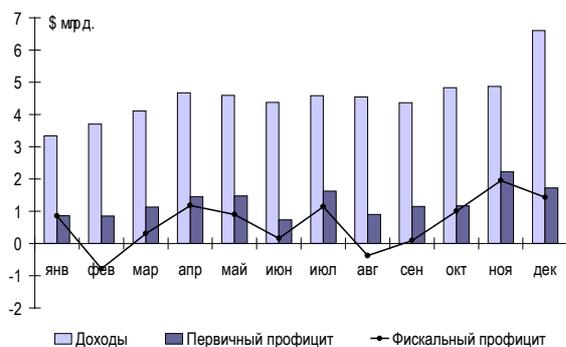
**Илл. 20. Цены на медь и никель, с начала года**


Источник: Блумберг

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


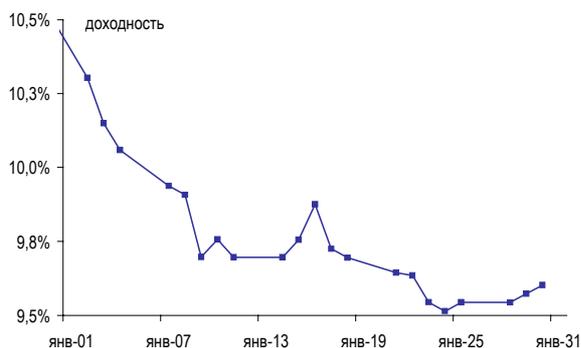
Источник: ЦБР

- Курс рубля к доллару продолжил снижаться на фоне практически неизменных резервов ЦБР
- Резервы ЦБР, вероятно, будут колебаться на уровне \$37 млрд. в феврале

**Илл. 23. Динамика исполнения бюджета, 2001 г.**


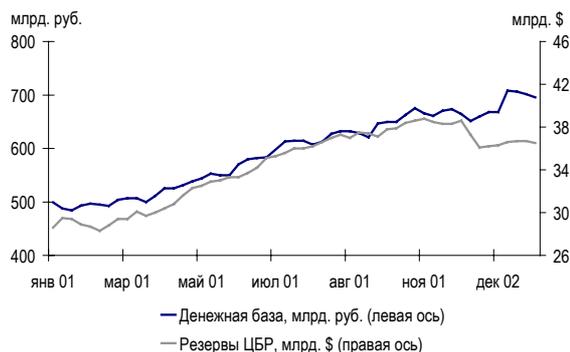
Источник: Минфин

- Первичный профицит бюджета составил в 2001 г. 4,9% ВВП, фискальный профицит – 2,4% ВВП
- Нефтяные акции росли в январе вместе с рынком, а энергетические и телекоммуникационные «голубые фишки» уступили место акциям второго эшелона

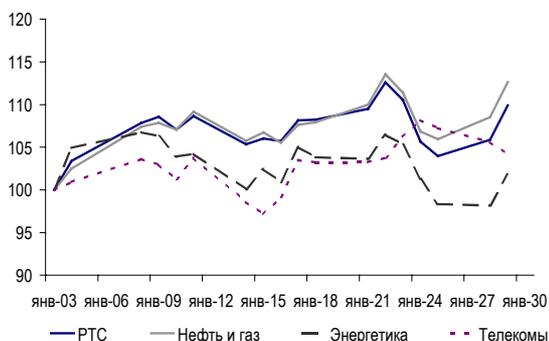
**Илл. 25. Динамика Евро – 07, за месяц**


Источник: Рейтер

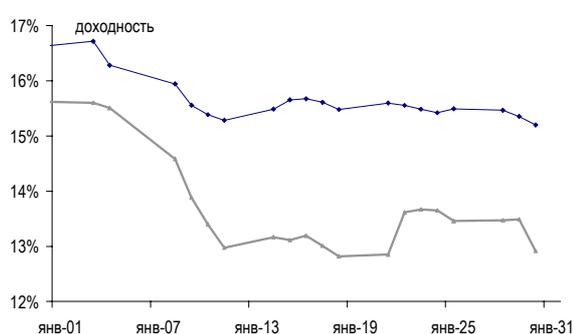
- В начале года российские еврооблигации существенно подорожали на волне возросшего аппетита иностранных инвесторов к долгам развивающихся рынков
- Избыток рублевой ликвидности в начале месяца привел к снижению доходностей ОФЗ, в то время как активность была низкой

**Илл. 22. Денежная база и резервы ЦБР, за год**


Источник: ЦБР

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


Источник: оценки Альфа-Банка

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


Источник: Рейтер

**Календарь событий**
**Илл. 27. Календарь корпоративных событий**

Дата	Компания/Сектор	Событие
<b>Февраль</b>		
1	<i>Нефть и газ</i>	Сокращение экспортных пошлин на нефть до \$8 за баррель
1 - 2	Сибнефть	Размещение 5-летних еврооблигаций на сумму \$250 млн.
7	<i>Макро</i>	Заседание правительства на тему макроэкономических прогнозов
Первая декада	Белгородэнерго	Заседание совета директоров на тему реструктуризации и повестки годового собрания акционеров
13	ТамбовЭС	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
13	ЛипецкЭС	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
14	ВладимирЭС	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
14	БелгородЭС	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
14	Брянскаявязинформ	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
14	ВНК	Приватизация 36,8% акций
15	Ивтелеком	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
15	КостромаЭС	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
15	КурскЭС	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
15	Ленэнерго	Заседание совета директоров для обсуждения плана реструктуризации компании
Первая половина	ЛУКОЙЛ	Публикация отчета за 3Кв.01 по стандартам US GAAP
Первая половина	Юкос	Публикация отчета за 3Кв.01 по стандартам US GAAP
18	СоленскЭС	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
18	Яртелеком	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
19	ТверьЭС	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
19	РязаньЭС	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
20	ОрелЭС	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
21	КалугаЭС	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
22	Центр Телеком	Внеочередное собрание акционеров (повестка – консолидация с ЦентрТелекомом)
В течение месяца	Норильский Никель	Публикация финансовых результатов за 2000 г. по МСБУ и предварительных результатов за 2001 г. по РСБУ
В течение месяца	<i>Энергетика</i>	Постановление правительства о структуре Генкомпаний
В течение месяца	<i>Энергетика</i>	Внесение законопроекта об электроэнергетике в Госдуму
В течение месяца	<i>Энергетика</i>	Внесение законопроекта о регулировании тарифов на электрическую и тепловую энергию в Госдуму

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа Банка

## Экономика и политика

**Наталья Орлова**  
(7 095) 795-3677

**Касьянов, Греф и  
Илларионов против  
повышения тарифов**

Январь был богат событиями, связанными с повышением тарифов. Хотя Федеральная энергетическая комиссия и настаивала на 32%-ном повышении тарифов на электроэнергию и 50%-ном повышении тарифов на газ до конца 2002 г., эти предложения были встречены «в штыки» Германом Грефом и Михаилом Касьяновым, опасавшимися высокой инфляции. Их точку зрения разделил советник президента по экономике Андрей Илларионов, выступивший против повышения тарифов по следующим соображениям:

1. Начиная с 1992-1993 гг. тарифы естественных монополий росли быстрее, чем цены на продукцию других отраслей.
2. В 1991-2001 гг. численность рабочих мест в экономике сократилась на 13%, в то время как в топливно-энергетическом секторе выросла на 65%, в газодобыче – втрое, а в секторе железнодорожных перевозок сокращение составило лишь 9%.
3. Естественные монополии используют инвестиционные ресурсы с меньшей эффективностью, чем частный сектор, и поэтому нет смысла облагать последний дополнительным «налогом» в виде повышения тарифов.
4. В 1998 г. низкий уровень тарифов обеспечил оживление российской экономики.

**Во втором полугодии  
2002 г. тарифы на газ  
могут быть  
повышены, а тарифы  
на электроэнергию и  
железнодорожные  
перевозки, видимо,  
останутся на прежнем  
уровне**

Судя по всему, в правительстве возобладало стремление избежать ускорения инфляции и обеспечить условия для оживления экономики. 24 января российское правительство утвердило 20%-ное повышение тарифов на газ и электроэнергию в 1-м кв. текущего года, а также 16%-ное повышение стоимости железнодорожных перевозок. По словам заместителя министра экономического развития и торговли Андрея Шаронова, кабинет не исключает повышения тарифов на газ во втором полугодии, однако цены на топливо, электроэнергию и железнодорожные перевозки вряд ли изменятся.

**Илл. 28. График повышения тарифов, утвержденный правительством**

	Норма повышения	Дата
Тарифы на электроэнергию (оптовый рынок)	20%	1 марта
Тарифы на железнодорожные перевозки	16%	15 февраля
Тарифы на газ	20%	15 февраля

*Источник: сообщение Пресс-службы Правительства*

**В 2002 г. настроение  
инвесторов будет  
определяться  
темпами роста ВВП**

В предстоящие месяцы инвесторы будут, скорее всего, особенно внимательно следить за данными о росте российской экономики. Среднегодовой рост производства промышленной продукции в 2001 г. оказался на уровне лишь 4,9%, тогда как первоначально он ожидался на уровне 5,2%. Темпы роста ВВП тоже, судя по всему, окажутся ниже ранее предполагавшихся. Если замедление экономического роста станет очевидным в предстоящие месяцы, данные о динамике ВВП сыграют роль фактора, способного влиять на настроения инвесторов в течение всего года.

**Илл. 29. Макроэкономические показатели**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П
<b>За февраль</b>						
Инфляция	1,5	0,9	4,1	1,1	2,3	1,7
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,7	6,1	22,8	28,7	28,7	30,9
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	15,2	15,0	11,4	13,7	28,3	36,7
<b>Годовые</b>						
Рост ВВП, %	0,8	-4,9	3,2	7,6	5,0	2,8
Рост инвестиций, %				17,7	8,7	5,0
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	48,0	35,0
Экспорт	89,0	74,9	75,8	105,0	96,0	90,0
Импорт	72,0	58,0	39,6	44,0	48,0	55,0

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

**Илл. 30. Основные события**

Дата	Событие
3 января	<b>С учетом декабрьских данных инфляция за 2001 г. по оценкам Госкомстата составит 19%.</b> Несмотря на ожидаемый умеренный рост денежного предложения в 2002 г. (как следствие меньшего объема экспорта), на наш взгляд, нет причин ожидать значительного замедления темпа роста цен. Мы подтверждаем наш прогноз годовой инфляции в 2002 г. в 16% и ожидаем инфляцию в январе около 2%.
8 января	<b>Бегство капитала в 2001 г. достигло \$26 млрд., что лучше ожидаемых \$28 млрд., однако без изменений относительно уровня 2000 г.</b>
9 января	<b>Правительство РФ постановило реорганизовать коммерческую задолженность бывшего СССР в еврооблигации в объеме до \$2 млрд.</b>
13 января	<b>Окончательный проект банковских реформ не стимулирует либерализацию банков; введение страхования депозитов назначено на 2002 год.</b>
14 января	<b>Тарифы на газ и электроэнергию повысятся в феврале на 20%-25%; наш прогноз инфляции за первый квартал 2001 года составляет 5%.</b> В соответствии с Федеральной энергетической комиссией, правительственная комиссия по тарифам одобрила график их повышения для естественных монополий. Как мы и ожидали, Газпрому и РАО ЕЭС будет позволено увеличить тарифы в феврале соответственно на 25% и 20%. Увеличение железнодорожных тарифов в 2002 году будет существенно ниже потолка в 35%.
15 января	<b>Фискальный профицит достиг 2,8% ВВП, \$3,2 млрд. финансовых резервов превосходят наши ожидания.</b> Мы ожидали, что резервы Казначейства достигнут \$2,5-3,0 млрд., и тот факт, что они достигли \$3,2 млрд. является очень позитивной новостью. Это подтверждает нашу позицию, что в случае, если цены на нефть останутся выше \$15 за баррель в 2002 г., российское правительство сможет профинансировать выплаты по долгам без сокращения расходных статей бюджета.
21 января	<b>Рост промышленного производства в 2001 году составил 4,9%, что хуже ожидаемых нами 5,2%.</b> Мы сохраняем наш прогноз промышленного роста на 3,0% и роста ВВП - на 2,8%.
24 января	<b>Инфляция на уровне 2,4-2,7% в январе подтолкнула правительство ограничить повышение тарифов в марте на 20%; мы ожидаем, что инфляция в первом квартале может превысить 5%.</b>
28 января	<b>Рост ВВП достиг 5,0% в 2001 г., официальный прогноз на 2002 г. может быть понижен до 3,5% к 7 февраля.</b> Мы повторяем нашу точку зрения, что уменьшение утечки капитала останется главным показателем оздоровления экономики и подтверждаем наш прогноз роста ВВП на 2,8% в 2002 г.
29 января	<b>Мировой Банк предсказывает рост ВВП в России на 3,8% в 2002 г.</b> По информации Мирового Банка, прогнозы основных российских брокерских компаний и международных институтов говорят о том, что рост ВВП в России по базовому сценарию составит 3,8%. В случае реализации худшего сценария (если цены на нефть Urals опустятся до \$12,8/баррель.), экономика все же вырастет на 1,6%.

Источник: оценка Альфа Банка

## Новости компаний и отраслей

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

**Анна Бутенко**  
(7 095) 795-3745

**ЛУКОЙЛ и Юкос должны объявить результаты за 3 квартал 2001 года по стандартам US GAAP**

### Нефть и газ

В начале февраля ЛУКОЙЛ и Юкос объявят результаты за 3 квартал 2001 года по стандартам US GAAP. Это станет хорошим индикатором финансового развития компаний во второй половине прошлого года, когда начали снижаться цены на нефть. Мы считаем, что для ЛУКОЙЛ будет существенным показать сокращение операционных и административных расходов. Мы считаем, что чистая выручка компании составила \$3 159 млн. в 3Кв.2001 г., что на 1,8% ниже уровня второго квартала, а EBITDA и чистая прибыль снизились на 21,8% и 8,5%, соответственно, по сравнению со вторым кварталом.

По нашим оценкам, выручка Юкоса выросла в 3Кв.2001 г. на 5% в результате увеличения добычи нефти. Однако показатель EBITDA и чистая прибыль снизились на 8,8% и 17,4%, соответственно, по сравнению со вторым кварталом. Между тем, мы считаем, что Юкос в 3Кв. 2001 г. был более эффективной компанией по сравнению с ЛУКОЙЛОМ.

**Илл. 31. Результаты ЛУКОЙЛ и за 3Кв.2001 г.**

	ЛУКОЙЛ			Юкос		
	2Кв.01 \$ млн.	3Кв.01(оц.) \$ млн.	Изменение %	2Кв.01 \$ млн.	3Кв.01(оц.) \$ млн.	Изменение %
Чистая выручка	3 216	3 159	-1,8	1 891	1 986,0	5,0
EBITDA	1 369	1 070	-21,8	1 081	985,9	-8,8
Чистая прибыль	731	669	-8,5	903	746,0	-17,4
Добыча	141,6	142,35	0,5	102	105,4	3,3
Чистая выручка на баррель	22,71	22,19	-2,3	18,54	18,84	1,6
EBITDA на баррель	9,67	7,52	-22,2	10,60	9,35	-11,7
Чистая прибыль на баррель	5,16	4,70	-9,0	8,86	7,08	-20,1

Источники: отчеты компании, оценки Альфа-Банка

## Газпром

**Илл. 32. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	17 107,6	17 938,2	17 068,9	17 262,2
EBITDA, млн. \$	4 998,6	6 495,1	5 833,2	6 064,7
Чистая прибыль, млн. \$	2 665,9	2 932,5	2 823,6	3 018,0
P/E	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/EBITDA	2,4	1,8	2,0	2,0
Капитализация, млн. \$	0,0			
EV, млн. \$	11 900,0			
Добыча, млрд. куб. м	3,2			
Запасы, млрд. куб. м	184,1			
Количество акций, млн.	23 673,5			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 33. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%)</li> <li>Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке (экспорт 131 млрд куб.м)</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Низкие цены на газ на внутреннем рынке (\$13-16 за тым. куб. м)</li> <li>Неплатежи за поставки газа некоторыми группами потребителей (\$3.4 млрд)</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Новые проекты строительства экспортных газопроводов (рост экспорта до 175-200 куб. м)</li> <li>Рост цен на газ на внутреннем рынке будет обгонять инфляцию</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Правительство является держателем 38% акций компании</li> <li>Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 34. Основные события**

Дата	Событие
24 января	Правительство РФ одобрило повышение тарифов для естественных монополий. Окончательные цифры по росту внутренних цен на газ оказались ниже ожиданий: с 1 марта Газпром получит повышение тарифов на 20%, что означает рост средней цены на газ для промышленных потребителей в России с текущих \$14,5 до \$17,4.
28 января	Газпром опубликовал детализированные результаты по экспорту газа в европейские страны в 2001 году. Несмотря на уменьшение объема экспорта на 2,6%, цифры не вызывают нашего беспокойства. Так как в 2001 году средние годовые цены контрактов Газпрома были оценены на 15-20% выше уровня прошлого года, ожидается, что, несмотря на снижение экспорта, компания объявит об увеличении экспортной выручки на 15% в 2001 г.

Источник: оценка Альфа Банка

## ЛУКОЙЛ

**Илл. 35. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 945,5	11 386,7	12 057,4	12 480,8
EBITDA, млн. \$	4 761,0	3 844,4	4 312,2	4 447,6
Чистая прибыль, млн. \$	3 124,2	2 358,0	2 783,5	2 936,0
P/E	3,8	5,0	4,3	4,1
EV/EBITDA	2,7	3,4	3,0	2,9
Капитализация, млн. \$	11 907,9			
EV, млн. \$	13 082,9			
Добыча, млн. бнэ	571,6			
Запасы, млн. бнэ	14 868,0			
Количество акций, млн.	850,6			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 36. Краткий обзор компании**

Сильные стороны
<ul style="list-style-type: none"> <li>Значительные доказанные запасы (14.9 млрд. баррелей)</li> <li>Доминирующая позиция на российском (22%) и балканском нефтяных рынках</li> </ul>
Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> <li>Внутренние продажи нефти - 15-18 млн. тонн</li> <li>Значительный объем долга (\$2.86 млрд.)</li> <li>Умеренные темпы роста добычи (1,6%)</li> </ul>
Возможности
<ul style="list-style-type: none"> <li>Развитие активов в странах Восточной Европы (40% перерабатывающих мощностей)</li> <li>Приобретение 20% Hellenic Petroleum (Греция)</li> </ul>
Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> <li>Возможно, что большие капвложения (\$1,4 млрд. в 2000г. и \$2,3 млрд. в 2001г.) не принесут ожидаемых результатов</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 37. Основные события**

Дата	Событие
14 января	ЛУКОЙЛ увеличил добычу нефти на скромные 0,7% вслед за масштабными капвложениями в \$3,1 млрд. ЛУКОЙЛ увеличил добычу нефти на 0,7% до 78,3 млн. Тонн в 2001 г., из которых 2,2 млн. тонн были добыты за рубежом. ЛУКОЙЛ обнаружил резервы в размере 128,9 млн. тонн нефти и газа в прошлом году и показал рост добычи газа на 4%.
17 января	ЛУКОЙЛ сообщил, что среди номинированных в совет директоров кандидатов присутствуют два независимых директора: Ричард Мацке, вице-президент компании ChevronTexaco Corp., и Марк Мобиус, управляющий фондом Templeton в Гонконге, Сингапуре, Японии, Вьетнаме, Бразилии, Индии, Южной Африке, Аргентине, Польше и России. Это поможет компании улучшить корпоративное управление и увеличить повысить инвестиционную привлекательность.
28 января	НК ЛУКОЙЛ объявил о том, что американский фонд Capital Group держит 10% акций компании. Несмотря на то, что, по заявлению компании, менеджмент контролирует только около 1% компании, мы оцениваем участие менеджмента и аффилированных с ним компаний в 4,5%.

Источник: оценка Альфа Банка

## Сибнефть

**Илл. 38. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 234,2	3 747,0	4 348,1	4 107,4
EBITDA, млн. \$	1 576,4	1 947,3	2 385,0	2 207,1
Чистая прибыль, млн. \$	989,1	1 170,0	1 513,4	1 257,3
P/E	4,1	3,4	2,7	3,2
EV/EBITDA	2,6	2,1	1,7	1,8
Капитализация, млн. \$	4 030,1			
EV, млн. \$	4 031,2			
Добыча, млн. бнэ	150,9			
Запасы, млн. бнэ	4 644,0			
Количество акций, млн.	4 741,3			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 39. Краткий обзор компании**

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

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 40. Основные события**

Дата	Событие
10 января	<b>Сибнефть повысила свой план по увеличению темпа роста добычи нефти до 26,7% в 2002 г.</b> Сибнефть оценила операционные результаты за 2001 г., которые превысили наши ожидания. Компания увеличила добычу нефти на 20,2% до 20,7 млн. тонн (408 тыс. баррелей в день). Сибнефть значительно увеличила экспорт нефти (на 29,9% до 143,3 тыс. баррелей в день), что на 6,7% превосходит наши ожидания. Также компания повысила производительность своих НПЗ на 5,6% до 13,3 млн. тонн (261,9 тыс. баррелей в день), что на 2,9% выше нашего прогноза на 2001 г.

Источник: оценка Альфа Банка

## Сургутнефтегаз

**Илл. 41. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	5 955,9	5 321,7	5 904,6	6 564,7
EBITDA, млн. \$	3 372,4	3 063,7	3 437,7	3 846,2
Чистая прибыль, млн. \$	2 504,4	2 283,9	2 502,3	2 753,0
P/E	4,6	5,0	4,6	4,2
EV/EBITDA	2,0	2,2	1,9	1,7
Капитализация, млн. \$	8 270,7*			
EV, млн. \$	6 684,1*			
Добыча, млн. бнэ	321,4			
Запасы, млн. бнэ	8 983,0			
Количество акций, млн.	43 428,0			

Примечание: \* Исключая 15 млрд. обыкновенных акций на балансе компании

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 42. Краткий обзор компании**

Сильные стороны	
•	Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05)
•	Более 75% выручки в валюте
Слабые стороны	
•	Низкая доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды (4-5%)
•	НПЗ компании – один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%)
Возможности	
•	Освоение новых запасов нефти в Тиман-Печоре и Восточной Сибири
•	Модернизация НПЗ Кинешк к 2008 г. (\$800 млн.)
Угрозы	
•	Компания контролируется руководством (71%)
•	Разводнение в результате возможного обмена привилегированных акций на обыкновенные

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 43. Основные события**

Дата	Событие
8 января	<b>Сургутнефтегаз инвестирует \$90 млн. в 112 МВт мощности и доведет суммарную мощность своих станций до 225 МВт.</b> Компания планирует инвестировать \$90 млн. в течение трех лет на сооружение пяти газотурбинных станций, общей мощностью в 112 МВт, которые будут работать на попутном газе. Сургутнефтегаз ожидает, что после реализации проекта закупки электроэнергии у Тюменьэнерго сократятся на 25% к 2007 г. Это позволит сэкономить \$30 млн. операционной прибыли в результате собственного производства электроэнергии.
10 января	<b>Сургутнефтегаз опубликует отчеты за 1998-2000 гг. в соответствии со стандартами US GAAP к годовому собранию акционеров.</b> Сургутнефтегаз объявил, что опубликует отчеты за 1998-2000 гг. в соответствии со стандартами US GAAP к ежегодному собранию акционеров. Изначально компания заявляла, что аудированная компанией Andersen отчетность будет готова к концу декабря и будет опубликована в начале января 2002 года.

Источник: оценка Альфа Банка

## Татнефть

**Илл. 44. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 450,7	3 368,8	3 080,1	3 160,1
EBITDA, млн. \$	1 275,3	790,9	1 000,9	1 007,7
Чистая прибыль, млн. \$	671,6	341,2	514,2	538,7
P/E	1,6	3,2	2,1	2,0
EV/EBITDA	1,6	2,5	2,0	2,0
Капитализация, млн. \$	1 146,9			
EV, млн. \$	2 007,0			
Добыча, млн. бнэ	179,6			
Запасы, млн. бнэ	5 944,0			
Количество акций, млн.	2 326,2			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 45. Краткий обзор компании**

Сильные стороны	
•	Одна из наиболее прозрачных российских нефтяных компаний
•	Интенсивное внедрение усовершенствований и новых технологий
Слабые стороны	
•	Зависимость от правительства Татарстана (31.1%)
•	Неразвитые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)
Возможности	
•	Строительство современного НПЗ к 2008 г. (\$820 млн.)
•	Реструктуризация краткосрочного долга (\$356 млн.) в течение 2 лет
Угрозы	
•	Конвертация 10% акций с ограниченными правами продажи
•	Истощение ресурсной базы (на 70%) может привести к снижению объемов добычи

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 46. Основные события**

Дата	Событие
11 января	Татнефть намерена разместить во втором полугодии 2002 г. еврооблигации на сумму \$200 млн., необходимых для сооружения НПЗ. Татнефть планирует выпустить во втором полугодии 2002 г. еврооблигации на сумму \$200 млн., чтобы профинансировать строительство НПЗ (мощностью 140 тыс. баррелей в сутки) в Нижнекамске. Таким образом, прогресс в сооружении НПЗ будет зависеть от способности Татнефти привлечь внешнее финансирование.

Источник: оценка Альфа Банка

## Юкос

**Илл. 47. 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	4,5	4,1	3,9	3,7
EV/ЕБИТДА	2,8	2,8	2,6	2,5
Капитализация, млн. \$	13 048,4*			
EV, млн. \$	13 048,4*			
Добыча, млн. бнэ	423,9			
Запасы, млн. бнэ	12 216,0			
Количество акций, млн.	2 237,0			

Примечание: \* Исключая 5% акций на балансе компании

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 48. 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.
- Приобретение 30% Hellenic Petroleum (Греция)
- Модернизация сети АЗС и НПЗ к 2005

**Угрозы**

- Компания находится под полным контролем ее руководства

Источники: оценки Альфа-банка

**Виталий Зархин**

(7 095) 795-3676

**Ольга Филиппова**

(7 095) 795-3735

**В Думу будут внесены два законопроекта по регулированию отрасли**

**Правительство утвердит структуру генерирующих компаний**

**Федеральная сетевая компания будет создана в феврале**

## Энергетика

Мы ожидаем, что в феврале в Думу будут внесены законопроект об электроэнергетике и законопроект о регулировании тарифов на электроэнергию и тепло.

Законопроект о регулировании тарифов упраздняет региональные энергетические комиссии и передает их функции единому федеральному органу. С большой долей уверенности можно предположить, что депутаты не одобряют проект второго закона в его нынешнем виде, поскольку он ограничивает контроль местных администраций над региональными энергокомпаниями. На принятие второго закона уйдет, по-видимому, от 6 до 12 месяцев, причем региональные энергетические комиссии, скорее всего, сохранят свои полномочия в области регулирования тарифов на тепло.

Ожидается также, что до 1 марта российское правительство примет решение о структуре генерирующих компаний. Если правительство поддержит предложения РАО ЕЭС, миноритарные акционеры смогут получить более чем блокирующий пакет только в одной генерирующей компании. Кроме того, до 4-ого кв. 2003 г. акционеры федеральных ГРЭС не смогут осуществлять контроль над оперативной деятельностью этих станциями, поскольку на первом этапе реформы (2-3-й кв. 2002 г.) федеральные ГРЭС будут переданы в 100-процентные дочерние предприятия РАО ЕЭС.

Заместитель председателя правления РАО ЕЭС Андрей Раппопорт сообщил, что до середины февраля совет директоров определится с конкретной цифрой уставного капитала ФСК и проголосует за передачу ей сетевых активов (на первом этапе в ФСК будут переданы сетевые активы РАО, стоимость которых после переоценки составит \$4 млрд).

Высоковольтные ЛЭП региональных энергокомпаний будут переданы в ФСК позднее, и весь процесс займет порядка полутора лет.

## РАО ЕЭС

### Илл. 49. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	13 142,6	13 847,7	14 504,4	16 286,1
ЕБИТДА, млн. \$	2 285,4	2 537,6	3 495,8	4 115,9
Чистая прибыль, млн. \$	328,5	563,6	1 164,3	1 471,5
P/E	19,9	11,6	5,6	4,4
EV/ЕБИТДА	3,5	3,1	2,3	1,9
Капитализация, млн. \$	6 685			
EV, млн. \$	7 993			
Производство, ТВтч	622			
Мощность, ГВт	156			
Количество акций, млн.	42 117			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 50. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Высокая степень зависимости от перекрестного субсидирования различных секторов российской экономики

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Связанные с реструктуризацией риски вывода активов и разводнения

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 51. Основные события

Дата	Событие
3 января	<b>РАО ЕЭС установило контроль над долгами региональных энергокомпаний перед Газпромом и Росэнергоатомом.</b> Согласно многостороннему соглашению, значительная часть долга бывшего СССР перед Чехией (\$2,5 млрд. из \$3,6 млрд.) была куплена компанией Falcon с дисконтом 78%, или за \$550 млн. РАО ЕЭС, в свою очередь, выкупила права требования по долгу у компании Falcon за \$550 млн., которые заняла у некоторого банка. В свою очередь, Минфин переведет 40 млрд. рублей (\$1,3 млрд.) РАО ЕЭС в счет долга перед Чехией. Одновременно региональные энергокомпании - воспользуются банковским кредитом (банк Eurofinance), чтобы выплатить значительную часть их долгов перед Газпромом (18 млрд. рублей, или \$600 млн.) и Росэнергоатомом (5,4 млрд. рублей или \$180 млн.).
10 января	<b>Лебединский ГОК - крупный промышленный потребитель компании Белгородэнерго (4-5 ТВтч, или 40-50% всех поставок) - перешел на ФОРЭМ, начиная с этого года.</b> На этом этапе, РАО ЕЭС остается невосприимчивой к внутригрупповым рискам, так как контролирует как оптовый рынок, так и большинство региональных энергокомпаний.
16 января	<b>А. Раппопорт, заместитель главы РАО ЕЭС, предложил схему, по которой акционеры РАО ЕЭС смогут получить акции ФСК: к 1 февраля 2002 года на базе сетевых активов РАО ЕЭС будет создана ФСК как 100% дочерняя компания РАО. В 2004 году из состава РАО будет выделена еще одна компания, и структура ее акционерного капитала будет полностью совпадать со структурой РАО ЕЭС.</b>
21 января	<b>Глава банка НРБ А.Лебедев объявил свое предложение относительно передачи 3% пакета акций РАО ЕЭС (принадлежащего НРБ) Парижскому клубу в обмен на погашение части суверенного долга.</b> Мы считаем, что если сделка состоится, цена превысит рыночную стоимость на 30-50%.
24 января	<b>Правительство одобрило повышение тарифов на оптовом и розничном рынке и рост абонентной платы,</b> которое соответствует нашим ожиданиям для РАО ЕЭС на 2002 г. на 17,9% с 1 марта, что соответствует нашим ожиданиям по росту тарифов за год на 16,3%.
24 января	<b>РАО ЕЭС предоставила некоторые производственные результаты за 2001 г.</b> По сравнению с 2000 годом, производство электроэнергии практически не изменилось и составило 605,8 ТВтч, что ниже нашего прогноза в 611 ТВтч. Тем не менее, производство тепловой энергии увеличилось на 1,4% до 479,5 млн. Гкал против наших ожиданий на уровне 472,5 млн. Гкал.
27 января	<b>Совет директоров РАО ЕЭС одобрил структуру ФСК; миноритарные акционеры получат 2 места в совете директоров ФСК.</b> В пятницу совет директоров РАО ЕЭС одобрил создание ФСК, а также список кандидатов в совет директоров новой компании, который включает 6 представителей правительства, 5 представителей РАО ЕЭС и 2 представителей миноритарных акционеров.

Источник: оценка Альфа Банка

## Мосэнерго

### Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 424,6	1 523,6	1 473,7	1 582,9
ЕБИТДА, млн. \$	407,4	460,1	517,3	562,6
Чистая прибыль, млн. \$	69,3	106,7	139,1	187,2
P/E	17,5	11,4	8,7	6,5
EV/ЕБИТДА	4,1	3,6	3,2	2,9
Капитализация, млн. \$	1 215,5			
EV, млн. \$	1 650,5			
Производство, ТВтч	68,9			
Мощность, ГВт	14,9			
Количество акций, млн.	28 267,7			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 53. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Отсутствие четкой стратегии развития
- Предстоящее (в октябре 2002 г.) погашение еврооблигаций (основная сумма долга составляет \$155 млн)

#### Возможности

- Поглощение перепродавцов (до 5% совокупной выручки)
- Компания имеет возможность включить в свою структуру соседние энергетические предприятия (до 5-15% выручки ; 10-15% мощностей)

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 54. Основные события

Дата	Событие
14 января	<b>Мосэнерго уменьшило дебиторскую задолженность на 28% до \$328 млн. на конец 2001 г.</b> Мосэнерго сократило на конец 2001 года дебиторскую задолженность на 28% с \$460 млн. до \$328 млн. В настоящее время дебиторская задолженность компании примерно равна двухмесячной выручке, в то время как в 2000 г. дебиторская задолженность соответствовала полугодовой выручке компании.
17 января	<b>Мэр Москвы Ю. Лужков настаивает на вмешательстве правительства в деятельность Мосэнерго, чтобы избежать «катастрофических последствий».</b> Волнения вокруг Мосэнерго могут негативно повлиять на процесс подготовки к реструктуризации компании, и поэтом РАО ЕЭС должно достичь, на наш взгляд, компромисса с московскими властями.
28 января	<b>Совет директоров Мосэнерго рассмотрел несколько вариантов погашения еврооблигаций на сумму \$150 млн. (обращающихся на рынке).</b> Компания намерена погасить деньгами \$50 млн., а остальные \$100 млн. рефинансировать с помощью банковского кредита (кредитов) и/или выпуска рублевых облигаций.

Источник: оценка Альфа Банка

## Ленэнерго

### Илл. 55. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	538,7	628,1	524,4	592,9
ЕБИТДА, млн. \$	87,7	107,6	141,1	172,1
Чистая прибыль, млн. \$	36,7	58,8	88,8	113,3
P/E	9,0	5,6	3,7	2,9
EV/ЕБИТДА	3,9	3,2	2,4	2,0
Капитализация, млн. \$	361,6			
EV, млн. \$	345,2			
Производство, ТВтч	7,9			
Мощность, ГВт	5,3			
Количество акций, млн.	897,3			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 56. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

- Компания имеет возможность поглотить соседние энергосистемы (мощностью до 1,4 ГВт и объемом поставок до 8 ТВтч)

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

## Иркутскэнерго

**Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	333,9	350,6	355,5	418,0
ЕБИТДА, млн. \$	66,9	69,8	86,8	124,6
Чистая прибыль, млн. \$	-30,7	-40,6	-9,4	19,5
P/E	-12,5	-9,4	-40,9	19,7
EV/ЕБИТДА	6,4	6,2	5,0	3,5
Капитализация, млн. \$	383,7			
EV, млн. \$	431,6			
Производство, ТВтч	53,8			
Мощность, ГВт	12,9			
Количество акций, млн.	4 766,8			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 58. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

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

**Возможности**

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

**Угрозы**

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

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 59. Основные события**

Дата	Событие
15 января	Иркутскэнерго опубликовала некоторые предварительные результаты за 2001 год. В соответствии с ними, поставки электроэнергии выросли на 2,3% до 43 ТВтч, что соответствует нашим ожиданиям. Принимая во внимание чистую прибыль в \$18 млн. от продажи 13% акций Русиа Петролеум, чистый убыток Иркутскэнерго по итогам 2001 г. может составить \$29 млн., что несколько лучше нашего прогноза в \$31 млн. чистого убытка.

Источник: оценка Альфа Банка

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

**Елена Роговина**  
(7 095) 795-3742

**Главной причиной январского роста котировок акций региональных компаний была их слабая динамика в течение 2001 г.**

**В январе акции узловых региональных компаний связи поднялись на 19-54%. Опережающими темпами росли бумаги ЦентрТелекома и Урал Телекома**

## Телекомы

В краткосрочном плане мы не ожидаем роста котировок акций региональных компаний, сравнимого с январским. По нашему мнению, январский ценовой всплеск был связан с притоком на российский рынок новых денег: судя по всему, инвесторы обратили внимание, что в течение 2001 г. акции телефонных компаний росли довольно медленно. Индекс телекоммуникационных компаний АК&М, характеризующий динамику акций региональных компаний связи, снизился в 2001 г. на 15%, тогда как индекс РТС вырос на 81%. Кроме того, в нынешнем году ожидается завершение процесса объединения региональных компаний, и чем ближе его сроки, тем выше будет интерес инвесторов к компаниям отрасли.

Данные об изменении цен акций основных региональных компаний связи и соответствующих объемах торгов, приведенные в Илл. 60, позволяют заключить, что в январе акции всех узловых компаний связи поднялись на 19-54%. Особенно быстро росли бумаги ЦентрТелекома и Урал Телекома, что объясняется как размерами и географическим положением (ЦентрТелеком), так и качеством корпоративного управления (Урал Телеком) тех или иных компаний. Объемы торгов также оказались весьма высокими в сравнении с послекризисным периодом. Это хороший знак, поскольку низкая ликвидность по-прежнему является одним из основных препятствий для роста вложений в эти акции.

**Наибольшим потенциалом роста обладают Сибирь Телеком и Южный Телеком**

Благодаря январскому росту рыночные цены акций некоторых региональных компаний достигли наших расчетных цен, а в ряде случаев и превысили их. Несмотря на это, остается еще целый ряд бумаг, которые выросли в январе не столь сильно и поэтому по-прежнему обладают определенным резервом роста. В этом плане наиболее предпочтительны акции Сибирского Телекома и ЮжТелекома, имеющие резерв роста относительно наших расчетных цен 36% и 34%, соответственно.

**Илл. 60. Динамика акций региональных компаний связи в январе 2002 г.**

	Цена закрытия	Рост с начала месяца	Среднедневной объем торгов в январе	Расчетная цена	Резерв роста
	\$	%	\$ млн.	\$	%
ЦентрТелеком	0,36	53	0,086	0,29	-19
Северо-Зап. Телеком	0,57	27	0,010	0,54	-5
ЮжТелеком	9,65	31	0,134	12,9	34
Волга Телеком	1,31	38	0,085	1,44	10
УралТелеком	0,014	54	0,068	0,013	-7
Сибирь Телеком	0,022	19	0,008	0,03	36
Дальсвязь	0,8	33	Н/З	0,9	13

Примечание: Н/З – не значимо

Источник: РТС, оценка Альфа-Банка

**Наибольший интерес представляют узловые телекомы, способные привлечь стратегических инвесторов или финансирование**

Если говорить о более отдаленной перспективе, мы рекомендуем инвесторам вкладывать средства в бумаги узловых компаний с более высокими экономическими показателями, качественным корпоративным управлением и возможностями для привлечения стратегических инвесторов и/или финансирования. Поскольку на нынешнем этапе трудно предсказать, насколько успешно и быстро будет осуществляться реорганизация панрегиональных компаний, сравнительный анализ рыночной цены их акций является наиболее подходящим инструментом при выборе объектов для инвестиций в бумаги данной отрасли.

Другой вариант инвестиций в данную отрасль – приобретение акций небольших компаний, которые можно будет с выгодой конвертировать в акции узловых телекомов. Рекомендуем следующие компании: ТомскТелеком (расчетная цена \$1,04), Красноярскэлектросвязь (\$4,50), Ростовэлектросвязь (\$1,05) и Самарасвязьинвест (\$35,8).

Ожидается, что объединение большинства региональных компаний связи завершится к концу 3-го кв. 2002 г. В Илл. 61 приводится наш прогноз выручки, EBITDA и чистой прибыли у этих компаний по итогам 2002 г.

**Илл. 61. Прогноз финансовых результатов панрегиональных компаний**

(\$ млн)	Выручка		ЕБИТДА		Чистая прибыль	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002
ЦентрТелеком	113	485	26	155	7	63
Северо-Зап. Телеком	152	296	72	120	36	55
ЮжТелеком	103	356	41	105	23	71
Волга Телеком	62	348	28	136	13	79
УралТелеком	76	451	29	152	2	45
Сибирь Телеком	63	376	14	106	5	47
Дальсвязь	44	142	9	36	5	12

Источник: оценка Альфа-Банка

**Мы считаем, что в результате объединения на рынке может возникнуть избыточное предложение бумаг**

Тем не менее, мы считаем, что в результате объединения на рынке может возникнуть избыточное предложение бумаг. Некоторые инвесторы региональных телекомов, сформировавшие свои позиции до кризиса 1998 г., могут, выиграв на росте цен после консолидации, «выйти» из бумаг. Это, безусловно, серьезный риск для низколиквидного рынка. Тем не менее, мы ожидаем отдельных всплесков интереса к региональным компаниям связи по мере приближения сроков объединения.

## Операторы альтернативной связи

### Голден Телеком

Илл. 62. Ключевые финансовые индикаторы				
На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	144,3	180,2	199,1	222,6
EBITDA, млн. \$	20,9	28,1	43,9	64,6
Чистая прибыль, млн. \$	(6,1)	4,3	9,6	17,3
P/E	(51,4)	74,1	32,8	18,3
EV/EBITDA	14,3	10,6	6,8	4,6
Капитализация, млн. \$	315,4			
EV, млн. \$	298,9			
Кол-во акций, млн.	24,1			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 63. Краткий обзор компании	
<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Сильные балансовые показатели</li> <li>Предоставляет полный набор телекоммуникационных и Интернет услуг</li> <li>Приход Альфа Групп как со-инвестора</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Очень низкая ликвидность</li> <li>Отсутствие привлекательных активов на мобильном рынке</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Создание одного из крупнейших российских альтернативных операторов на базе Совинтела и ТелеРосса</li> <li>Экономия на масштабе на рынке интернет-провайдеров</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-банка

### МТС

Илл. 64. Ключевые финансовые индикаторы				
На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	879,4	1 147,8	1 305,0	1 488,6
EBITDA, млн. \$	425,0	553,1	611,7	691,2
Чистая прибыль, млн. \$	173,1	185,0	164,1	164,4
P/E	20,2	18,9	21,3	21,3
EV/EBITDA	8,1	6,3	5,7	5,0
Капитализация, млн. \$	3 498,3			
EV, млн. \$	3 460,9			
Число абонентов, '000	3 280,5			
Кол-во акций, млн.	99,7			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 65. Краткий обзор компании	
<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Чрезвычайно прочное финансовое положение</li> <li>Высокая доходность на инвестированный капитал</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Незначительное количество акций в свободном обращении</li> <li>Недостатки в уровне обслуживания клиентов</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Покупка Кубань GSM и SMARTC</li> <li>Рост компании вследствие роста объема услуг Интернет и передачи данных</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Уменьшение доли рынка новых абонентов в Москве</li> <li>Потерять преимущество по оплате интерконнекта ниже рыночных тарифов с 2Н2002-1Н2003</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 66. Основные события

Дата	Событие
24 января	МТС планирует купить 3 600 новых акций, выпущенных Кубань GSM по \$14 000 за акцию, или \$50,4 млн. за весь пакет. Это означает, что стоимость всей компании была оценена в \$140 млн. до выпуска новых акций, или примерно \$376 на абонента на конец 2001 г.

Источник: оценка Альфа Банка

## ВымпелКом

### Илл. 67. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	433,5	592,3	635,3	731,5
EBITDA, млн. \$	138,8	214,2	239,3	311,4
Чистая прибыль, млн. \$	44,6	62,2	46,7	47,0
P/E	35,8	25,7	34,2	34,0
EV/EBITDA	11,8	7,6	6,8	5,2
Капитализация, млн. \$	1 597,2			
EV, млн. \$	1 634,5			
Число абонентов, '000	1 818,1			
Кол-во акций, млн.	53,8			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 68. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Отказ в получении лицензии на Северо-Западный регион

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 69. Основные события

Дата	Событие
24 января	ВымпелКом начал работать в 50 регионах, клиентская база составила 110,000 абонентов на конец 2001 г. ВымпелКом-Р объявил о первых результатах экспансии в регионы. Компания построила сеть GSM в 50 регионах (не макро-регионах), и во всех этих регионах началось коммерческое тестирование операций, где установлено 20 коммутаторов и 1 227 базовых станций.

Источник: оценка Альфа Банка

## Операторы традиционной связи

### МГТС

### Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	263,5	297,8	292,8	279,8
EBITDA, млн. \$	125,1	148,9	144,7	135,8
Чистая прибыль, млн. \$	14,4	39,8	43,1	41,3
P/E	36,9	13,4	12,3	12,8
EV/EBITDA	4,3	3,6	3,7	3,9
Капитализация, млн. \$	570,8			
EV, млн. \$	531,5			
Используется линий, '000	129,7			
Кол-во акций, млн.	95,8			

Источники: оценки Альфа-банка

- #### Слабые стороны
- Относительно ликвидная региональная компания
  - Одни из наиболее устаревших региональных сетей
  - Сильная оппозиция росту тарифов и введению поминутной тарификации

#### Возможности

- Наибольший потенциал роста после пересмотра тарифов
- Рост ликвидности благодаря выпуску АДР 3-го уровня в марте 2002 г.

#### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 71. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

## Ростелеком

### Илл. 72. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	838,7	887,4	911,4	955,6
ЕБИТДА, млн. \$	308,4	323,7	348,8	373,7
Чистая прибыль, млн. \$	51,1	62,2	88,9	110,0
P/E	14,9	12,2	8,5	6,9
EV/ЕБИТДА	3,2	3,1	2,8	2,7
Капитализация, млн. \$	886,9			
EV, млн. \$	993,4			
Кол-во акций, млн.	971,6			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 73. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2003 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

**Новые назначения в Северстали и Норильском Никеле призваны улучшить организационную структуру компаний**

**На внеочередном собрании акционеров ГМК «Норильский никель» будет принято решение об уменьшении размера уставного капитала**

**Реструктуризация завершится предположительно во 2-м кв. 2002 г.**

## Металлургия

В январе произошли изменения в руководстве компаний Северсталь и ГМК «Норильский никель». Совет директоров Северстали назначил исполнительным директором Анатолия Кручинина. Введение новой должности может означать, что генеральный директор Северстали Алексей Мордашов будет заниматься в основном вопросами стратегического развития холдинговой компании, владеющей крупными активами в металлургии, автомобилестроении и транспорте.

Дмитрий Разумов назначен заместителем генерального директора ГМК «Норильский Никель». Он будет отвечать за работу с инвесторами и разработку политики в области корпоративного управления. Новое назначение вполне согласуется с ориентацией компании на совершенствование корпоративного управления и повышение степени ее информационной открытости.

ГМК «Норильский Никель» завершает выполнение программы реструктуризации, предусматривающей устранение перекрестного владения акциями между компанией и холдингом «Норильский никель». На внеочередном общем собрании акционеров, состоявшемся в декабре, в устав были внесены поправки, допускающие уменьшение уставного капитала путем приобретения или погашения акций. В марте ГМК «Норильский никель» созвет еще одно внеочередное собрание акционеров, которое должно утвердить уменьшение уставного капитала на 38,7 млн акций.

В настоящее время ПАО «Норильский Никель» владеет 44,5 млн акций ГМК (17,7% уставного капитала). Остальные 5,8 млн акций, которые будут принадлежать ПАО после аннулирования части бумаг, будут предложены миноритарным акционерам ПАО для обмена. В настоящее время миноритарные акционеры владеют примерно 5,8 млн акций ПАО, или 3,1% его уставного капитала. Обмен акций, начавшийся 17 января, продлится шесть месяцев.

В целом предполагается, что во 2-м кв. текущего года компания закончит мероприятия по аннулированию акций, предусмотренные программой реструктуризации. Устранение перекрестного владения акциями, а также объявление уже давно назревших решений в области дивидендной политики и корпоративной стратегии, позволят компании уменьшить риски, связанные с корпоративным управлением.

## Норильский Никель

### Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 046,0	3 474,9	3 921,1	4 231,0
ЕБИТДА, 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	4,6	11,6	4,7	3,9
EV/ЕБИТДА	2,3	4,0	2,5	2,1
Капитализация, млн. \$	3 315,5			
EV, млн. \$	3 315,5			
Кол-во акций, млн.	213,9			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 75. 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

## Северсталь

### Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 751,4	1 871,3	2 248,1	1 958,6
ЕБИТДА, млн. \$	391,5	394,0	771,8	324,3
Чистая прибыль, млн. \$	172,6	185,2	468,6	131,2
P/E	5,9	5,5	2,2	7,8
EV/ЕБИТДА	2,6	2,6	1,3	3,2
Капитализация, млн. \$	1026,4			
EV, млн. \$	1026,4			
Производство, млн. тонн	8,0			
Кол-во акций, млн.	22,1			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 77. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма чистой прибыли (МСБУ) в 2000 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

**Группа Уралмаш-Ижора получила рейтинг CCC+**

## Машиностроение

Агентство Standard&Poor's присвоило долгосрочный рейтинг CCC+ (прогноз «позитивный») группе Уралмаш-Ижора. Ранее компания объявила о планах получить долговое финансирование в 2002 году в размере \$30 млн., и получение рейтинга агентством S&P облегчит для группы Уралмаш-Ижора размещение евробондов.

На настоящий момент долг компании составляет \$88 млн. (включая долгосрочную реструктурированную задолженность). Долговое финансирование позволит компании осуществить свою масштабную программу капитальных вложений, которая потребует \$140 млн. инвестиций в 2001-2005 гг., а также реализовать стратегию планируемых приобретений. Мы полагаем, что менеджмент компании сможет осуществить программу развития, и сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции компании.

## Уралмаш-Ижора

### Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	352,6	394,6	404,7	445,3
ЕБИТДА, млн. \$	55,0	68,2	66,6	79,6
Чистая прибыль, млн. \$	25,7	30,0	31,4	40,3
P/E	6,9	5,9	5,6	4,4
EV/ЕБИТДА	3,2	2,6	2,7	2,2
Капитализация, млн. \$	176,8			
EV, млн. \$	176,8			
Кол-во акций, млн.	38,1			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 79. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка

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

**Балтика приостановила реконструкцию завода «Криница»**

**Наш прогноз о росте чистой прибыли Красного Октября оправдался**

## Пищевая промышленность и розничная торговля

В январе Балтика была вынуждена заморозить свой основной зарубежный проект. В марте 2001 г. директор Балтики Теймураз Боллоев и Александр Лукашенко достигли твердой договоренности о том, что правительство Беларуси продаст Балтике контрольный пакет акций пивзавода «Криница». Балтика вложила в реконструкцию «Криницы» \$10 млн (по нашей оценке, это около 10% всех инвестиций Балтики в 2001 г.), однако в настоящее время из-за задержки со стороны белорусского правительства с передачей указанных акций, свернула работы по реконструкции завода и даже отозвала своих специалистов. Балтика осуществила инвестиции за счет средств кредита, гарантированного белорусским правительством, и поэтому в случае неудачи, вероятнее всего, сумеет вернуть вложенные деньги (неизвестно, правда, как быстро это можно будет сделать). При таком наихудшем сценарии (выход из белорусского проекта) наш прогноз выручки компании за 2002 г. может быть снижен на 6% (с \$660 до \$621).

В феврале будут опубликованы статистические данные о потреблении пива в России. Мы ожидаем роста потребления в 2001 г. на 11,6%, что будет свидетельствовать о сохранении высоких темпов роста российской пивоваренной промышленности.

Мы сохраняем рекомендацию СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА по акциям Sun Interbrew и ДЕРЖАТЬ – по акциям Балтики (в ожидании окончательного исхода ситуации с «Криницей»). Мы полагаем, что этот конфликт в конце концов будет урегулирован, т.к. Беларусь не заинтересована в уходе как Балтики, так и других стратегических инвесторов.

Красный Октябрь опубликовал производственные показатели за 2001 г. Компания произвела 46 тыс т продукции (в 2000 г. - 40,5 тыс т). Эта цифра превышает наш прогноз (43,3 тыс. т), но пока еще «не дотягивает» до уровня 1999 г. По предварительным данным, чистая прибыль Красного Октября выросла на 28% (с \$8,05 млн до \$10,28 млн).

Мы подтверждаем нашу рекомендацию **СОКРАЩАТЬ** по акциям Красного Октября.

## ПИЦЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

### Балтика

#### Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	520,43	660,26	765,78	868,70
ЕБИТДА, млн. \$	203,77	256,54	288,20	301,04
Чистая прибыль, млн. \$	121,93	155,85	176,06	179,41
P/E	9,22	7,21	6,39	6,27
EV/ЕБИТДА	7,19	5,71	5,09	4,87
Капитализация, млн. \$	1124,4			
EV, млн. \$	1465,8			
Производство, млн. гл	13,9			
Кол-во акций, млн.	120,6			

Источники: оценки Альфа-банка

#### Илл. 81. 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

### Сан Интербрю

#### Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	373,54	441,75	515,73	585,90
ЕБИТДА, млн. \$	85,45	108,94	137,64	153,40
Чистая прибыль, млн. \$	24,33	41,18	61,72	75,30
P/E	6,63	3,92	2,61	2,14
EV/ЕБИТДА	1,89	1,48	1,17	1,05
Капитализация, млн. \$	566,7			
EV, млн. \$	161,2			
Производство, млн. гл	12,8			
Кол-во акций, млн.	108,9			

Источники: оценки Альфа-банка

#### Илл. 83. 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. 84. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	86,59	94,74	102,65	110,88
EBITDA, млн. \$	19,94	21,91	23,63	25,42
Чистая прибыль, млн. \$	13,50	17,09	17,19	18,46
P/E	7,56	5,97	5,93	5,52
EV/EBITDA	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. 85. 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

**Нерезидентам разрешат приобрести до 10% акций Сбербанка без разрешения ЦБ**

**В результате быстрого роста капитала скорректированный коэффициент P/BV составил 1,1**

**Чтобы поддержать высокую прибыльность, Сбербанк должен сокращать издержки**

## Банковский сектор

Опубликованная 14 января программа банковской реформы стала хорошей новостью для акционеров Сбербанка. В этом документе правительство и ЦБ признают необходимость внесения в закон «О банках и банковской деятельности» изменения, позволяющие нерезидентам приобретать до 10% акций российских банков без получения соответствующего разрешения Центробанка. Несмотря на то, что сроки внесения изменений определены пока лишь приблизительно, обещание правительства уже само по себе является хорошей новостью для акционеров Сбербанка.

Кроме того, в ноябре 2001 г. капитал банка был увеличен до \$2,2 млрд., что выше прогнозировавшегося нами на конец года размера уставного капитала (\$1,9 млрд.). В результате коэффициент P/BV у Сбербанка составил 0,7 по сравнению со средним показателем 1,5 у розничных банков на развивающихся рынках. С учетом плохих долгов P/BV Сбербанка составляет 1,1. Исходя из скорректированного коэффициента P/BV, и с учетом решимости ЦБ либерализовать банковский сектор и тем самым повысить ликвидность акций банков, мы рассчитали новую цену Сбербанка. Теперь она составляет \$108 за обыкновенную акцию, т.е. потенциал роста равен 29%.

Что касается событий, которые будут способствовать росту акций банка в будущем, то одним из них может стать объявление предварительных результатов за 2001 г. и дивидендов в марте-апреле этого года. Кроме того, следует внимательно следить за ходом либерализации банковской системы. С другой стороны, позитивный настрой участников рынка сохранится лишь в том случае, если руководству банка удастся сократить издержки. В январе ВТБ и Банк Москвы заявили о своем желании увеличить долю на рынке депозитов. Активизация их деятельности по привлечению депозитов в принципе может привести к снижению рентабельности Сбербанка в 2002 г. с 14% до 12%.

## Сбербанк

### Илл. 86. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	24 352,8	28 307,7	31 659,6	35 109,8
Чистая прибыль, млн. \$	637,1	723,2	808,8	845,0
P/E	2,4	2,2	1,9	1,8
Капитализация, млн. \$	1 603,0			
Кол-во акций, млн.	19,0			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 87. 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 подолвать монополию на вклады пенсионеров
- Страхование депозитов увеличит стоимость их обслуживания на 10%

Источники: оценки Альфа-банка

## Рынок облигаций

**Людмила Храпченко**  
(7 095) 795-3690

**Оксана Клыпина**  
(7 095) 795-3743

**В январе цены российских еврооблигаций достигли исторических максимумов,...**

**...демонстрируя при этом низкую зависимость от цен на нефть**

**Потенциал роста котировок российских еврооблигаций в феврале составляет 5-7%**

В январе котировки российских еврооблигаций достигли рекордно высоких уровней, а объем торгов стабильно превышал средние показатели предыдущих месяцев. Восходящий тренд, установившийся на российском рынке долговых бумаг с начала года, привел к росту котировок еврооблигаций на 2-5% и ОВВЗ – на 5-10%. Повышенный интерес инвесторов к российским долговым бумагам был обусловлен рядом факторов. Во-первых, пересмотр структуры инвестиционных портфелей в сочетании с общим позитивным отношением к развивающимся рынкам (включая Россию), привел к увеличению весов российских активов. Во-вторых, резкому улучшению ценовой динамики российского долга способствовал отток капиталов с рынка Аргентины (удельный вес Аргентины в индексе EMBI+ компании JP Morgan снижен до 3,8%, а России - соответственно повышен). Позитивное отношение инвесторов к развивающимся рынкам подтвердилось рядом успешных размещений. В частности, в ходе размещения Бразилия, Мексика и Турция увеличили объемы выпусков еврооблигаций для удовлетворения высокого спроса, при этом доходность к погашению незначительно превысила рыночный уровень.

Как следствие, зависимость динамики российского долгового рынка от неблагоприятной конъюнктуры нефтяного рынка (в течение всего января на нефтяном рынке преобладало снижение цен) заметно снизилась. Негативное воздействие цен на нефть стало ощущаться лишь к концу месяца, когда рост цен облигаций замедлился. С одной стороны, спрос участников рынка на российские активы был частично насыщен. С другой стороны, часть средств была отвлечена новыми размещениями на других развивающихся рынках в объеме около \$5 млрд.

Появление какой-либо конкретной информации относительно планов реструктуризации задолженности Аргентины и финансовой помощи этой стране может в ближайшем будущем вызвать отток средств с рынка российских долговых бумаг. Однако такое развитие событий представляется маловероятным: у аргентинского правительства пока еще нет ни обоснованного плана экономического оздоровления, ни утвержденного бюджета на 2002 год.

Мы ожидаем, что в феврале рост цен российских еврооблигаций продолжится, хотя новые эмиссии долговых бумаг в других странах (Бразилия, Перу) могут вызвать замедление роста котировок на российском рынке. В этой связи мы полагаем, что эффективной стратегией будет покупка еврооблигаций с большей дюрацией (с погашением в 2010 г., 2028 г., 2030 г.), обладающих существенным потенциалом роста (5-7% по суверенным облигациям со сроком погашения в 2030 г). Техническая коррекция после резкого роста котировок в начале года окажется подходящим моментом для долгосрочной покупки облигаций. В краткосрочном плане нестабильность нефтяного рынка усилит волатильность российского рынка долговых обязательств, однако спады, скорее всего, будут кратковременными.



Илл. 88. Динамика валютных облигаций, за месяц, на 30 января

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению	Текущая доходность	М Дюрация
			%	%	%	кол-во лет
<b>Облигации Минфина</b>						
Минфин 4	14.05.03	94,63	5,14	7,5	3,17	1,17
Минфин 5	14.05.08	64,00	14,29	11,3	4,69	4,95
Минфин 6	14.05.06	73,75	6,31	11,0	4,07	3,55
Минфин 7	14.05.11	50,75	12,78	12,1	5,91	6,61
Минфин 8	14.11.07	67,25	8,47	11,5	4,46	4,89
<b>Еврооблигации</b>						
Евро-03	10.06.03	107,50	1,42	5,9	10,93	1,25
Евро-05	24.07.05	101,63	3,17	8,2	8,61	2,96
Евро-07	26.06.07	101,63	4,50	9,6	9,84	4,08
Евро-10	31.03.10	90,38	4,78	10,4	9,13	0,10
Евро-18	24.07.18	101,13	6,03	10,9	10,88	7,57
Евро-28	24.06.28	112,88	5,00	11,2	11,30	8,21
Евро-30	31.03.30	61,25	7,69	11,8	8,16	0,12
<b>Муниципальные облигации</b>						
Москва-04, €	25.10.04	103,26	0,03	8,8	9,93	2,27
Москва-06, €	28.04.06	104,46	1,29	9,6	10,48	3,08
Ст-Петерб.	18.06.02	101,81	0,31	4,6	9,33	0,37
Ниж.Нов	10.03.02	85,00	4,94	17,5	5,15	0,04
Ямало-Ненец. АО	15.12.02	88,00	0,00	30,5	10,80	0,30
<b>Корпоративные облигации</b>						
Татнефть	29.10.02	99,99	1,00	9,0	9,00	0,69
Мосэнерго	09.10.02	99,13	-0,12	9,7	8,45	0,64
Роснефть	20.11.06	101,00	2,24	12,5	12,62	3,44
МТС	21.12.04	101,00	-0,19	10,5	10,84	2,40

Источники: отчеты компании, оценки Альфа Банка

Технический анализ

Владимир Кравчук  
(7 095) 795-3742

Индекс РТС: потеря скорости

Илл. 89. Индекс РТС – Основные технические индикаторы, 31 января 2002 г.

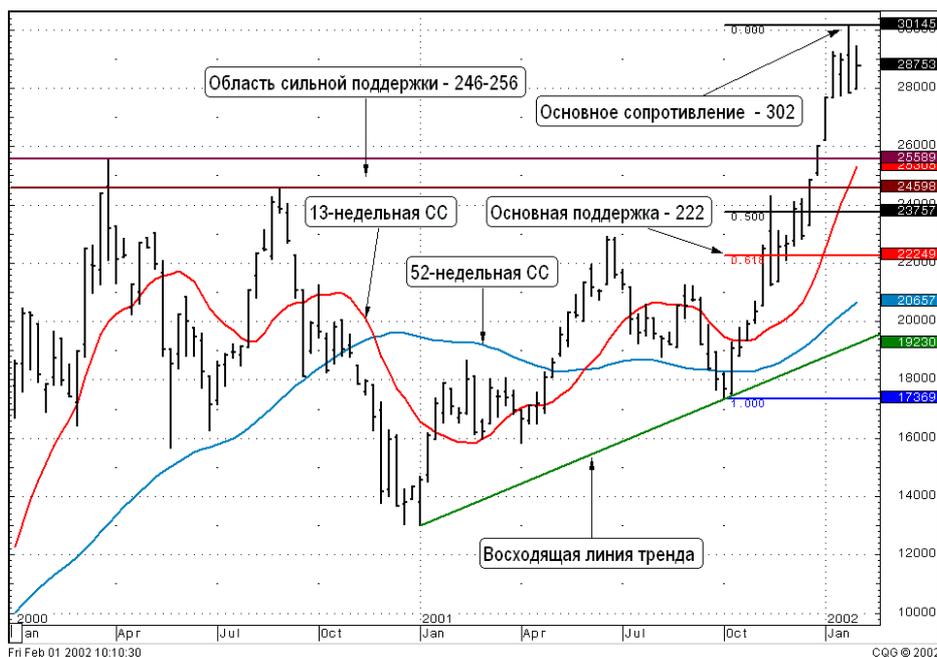
Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапаз. недели (21-25 января)		
		Краткосрочный	Долгосрочный					Откр.	Макс.	
РТС	Продавать	290-300	Медвежий	Бычий	С4 367,70	61,8%-ая корр. Фибо.	П1 255,89	Максимум 27.03.00	Откр.	291,24
	Цель	245-255		Замедляется	С3 304,70	50,0%-ая корр. Фибо.	П2 253,11	13-недельная СС	Макс.	301,45
	Покупать	250-220			С2 301,45	Основной	П3 237,57	50,0%-ая корр. Фибо.	Мин.	278,34
	на откате				С1 294,22	Максимум 29.01.02	П4 222,49	Основной	Закр.	278,34

Источник: оценка Альфа Банка

Основные положения

- Как мы и предполагали, в январе 2002 г. индекс РТС почти достиг своей первой цели 304
- Мы ожидаем коррекцию в сторону понижения индекса РТС от уровня 290-300 до уровня 245-255 вследствие утери скорости движения

Илл. 90. Индекс РТС – Основные недельные технические индикаторы по состоянию на 31 января 2002 г.



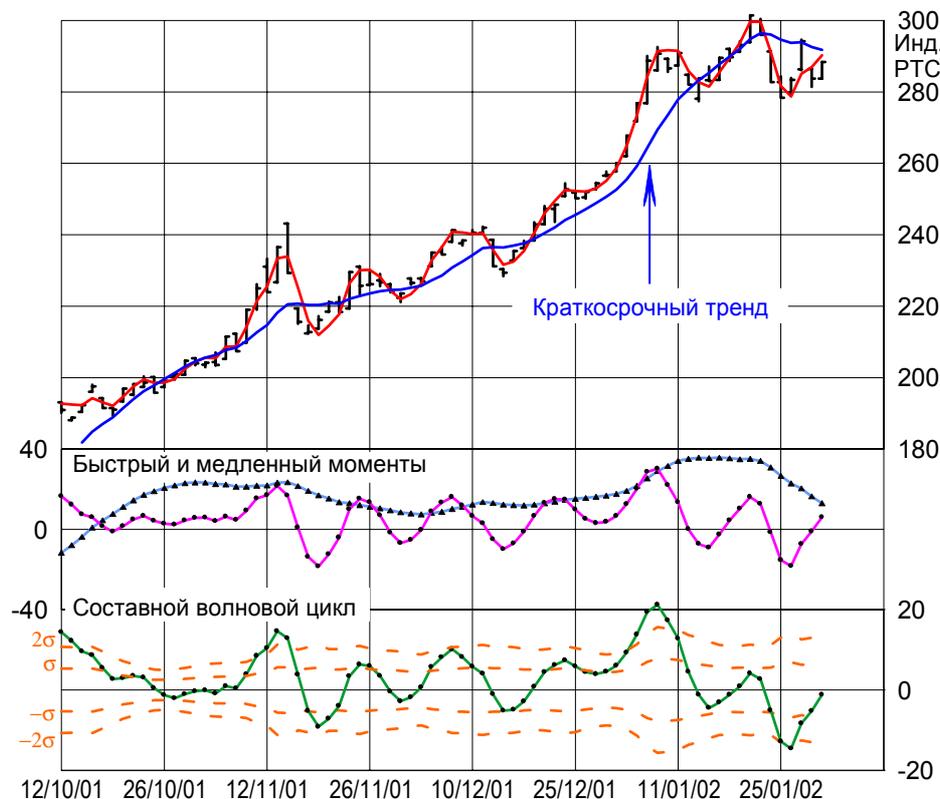
Источник: CQG, оценка Альфа Банка

Краткосрочный тренд и циклы

**Краткосрочный тренд на рынке РТС уже нисходящий**

Медленная линия тренда в верхней части Илл. 91 указывает на то, что краткосрочный тренд на рынке РТС в настоящее время уже является медвежьим. В частности, линия медленного момента в средней части Илл. 91 падает и приближается к нулевому уровню. В то же время, быстрый момент пока сохраняет небольшое по величине положительное значение.

Илл. 91. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 31 января 2002 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Краткосрочный составной волновой цикл в нижней части Илл. 91 несколько дней назад миновал свою низшую точку (впадину) в сильно «перепроданной» области ниже  $2\sigma$ , и в настоящее время растет. Здесь  $\sigma$  — стандартное отклонение (т.е. волатильность) краткосрочного составного волнового цикла. Несмотря на это, мы видим лишь небольшой потенциал дальнейшего роста индекса РТС, так как краткосрочный волновой цикл и линия краткосрочного тренда движутся во взаимно противоположных направлениях (цикл направлен против тренда).

### Долгосрочный тренд и циклы

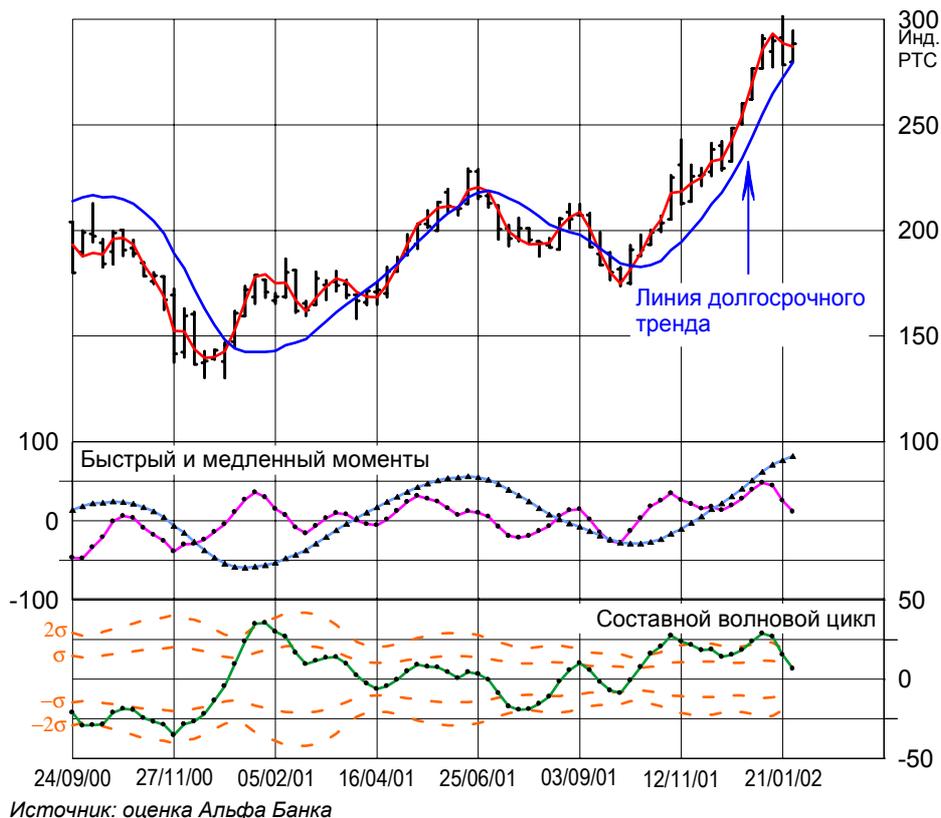
**Долгосрочный тренд на РТС пока остается восходящим**

Долгосрочный тренд на РТС пока остается бычьим. На это указывает медленная линия тренда на Илл. 92. Однако мы видим несколько надежных медвежьих сигналов. Во-первых, быстрый момент в средней части Илл. 92 падает и в настоящее время приближается к нулевому уровню. Во-вторых, наблюдается замедление медленного момента, который по-прежнему остается положительным по значению, но уже приближается к своей вершине.

**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 нулевому значению, где скорость падения (отрицательное ускорение) максимальна. Потенциально — это сильный медвежий сигнал, указывающий на приближающуюся долгосрочную коррекцию в сторону понижения. Мы оцениваем потенциал падения индекса РТС за счет долгосрочного торгового цикла до 38 пунктов от текущего уровня РТС 288.

**Илл. 92. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 31 января 2002 г.**



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

**Мы ожидаем коррекцию в сторону понижения на РТС**

**Уровни поддержек и сопротивлений**

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений показаны на Илл. 89 и Илл. 90. Основной уровень сопротивления для индекса РТС – 302. Основной уровень поддержки для индекса РТС - 222. Область сильной поддержки – 246-256.

**Потенциал падения индекса РТС**

В итоге мы видим целый ряд предпосылок для коррекции индекса РТС в сторону понижения от уровня 290-300 до уровня 245-255 вследствие утери скорости движения.

Эта страница специально оставлена пустой.

# Информация

**Начальник управления рынков и акций** Доминик Гуалтиери  
Телефон (7 095) 795-3649  
Факс (7 095) 745-7897  
E-mail [dgualtieri@alfa-bank.com](mailto: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  
Максим Матвеев, CFA  
Металлургия, автомобилестроение, машиностроение  
Розничная торговля, Пищевая промышленность  
Государственные ценные бумаги Валентина Крылова  
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](mailto: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.