

# Январь: обзорева горизонт

29 декабря 2001

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

Москва

## Тема: в 2002 г. на первом плане будут события в России

- **Отечественный рынок, на котором в декабре «первую скрипку» играли российские участники, вновь доказал свою способность расти.** Акции продемонстрировали устойчивость к кратковременным снижениям цены на нефть и резкому спаду на мировых биржах. Появились признаки того, что отечественные акции наконец-то обрели сильную поддержку со стороны ряда активных российских участников.
- **Сейчас на рынке есть все условия для роста акций, однако, если новые деньги не придут, начнется коррекция.** В настоящее время российским рынком акций движет ожидание притока новых денег. Если оно сбудется, мы непременно станем свидетелями продолжения устойчивого роста цен. Однако если из-за нынешней неопределенности поступление новых средств из-за рубежа будет задерживаться, мотивы для его роста исчезнут, и глубокая коррекция станет неизбежной.
- **Спад в американской экономике отбивает у крупных инвесторов желание приобретать бумаги на развивающихся рынках.** На наш взгляд, неутешительный прогноз перспектив мировой экономики уменьшает вероятность основательного изменения отношения зарубежных инвесторов к России. Низкие цены на нефть и процентные ставки могут повлиять на американскую экономику в 3-м кв. 2002 г., однако, в ближайшем будущем тенденцию к оттоку средств паевых фондов с развивающихся рынков вряд ли удастся переломить.
- **Последовательные меры по устранению перекрестного субсидирования усилят позиции РАО ЕЭС и Газпрома.** Прогресс в осуществлении структурной реформы дает основания надеяться, что новые деньги в размере \$0,5-1 млрд., привлеченные специализированными фондами, могут привести к росту индекса РТС в 2002 г. до 350-370. При этом в долгосрочном плане первостепенную роль в росте российской экономики должно сыграть реформирование энергетики.

## Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV* \$ млн.	Расчетная цена \$	Потенциал роста %
	АДР	Внутр.	С нач.	За год			
			мес.	%			
Сибнефть**	7,0	0,723	13	170	0,5	0,67	-7
Сургутнефтегаз	15,2	0,306	15	47	1,1	0,41	34
РАО ЕЭС	15,0	0,156	8	90	4,7	0,24	54
Мосэнерго	4,0	0,042	17	73	0,6	0,06	45
Ростелеком	5,5	0,923	2	7	0,4	1,09	18
ГМК Норильский Никель	15,8	16,8	8	130	0,5	19,7	17

Примечание: \* средний объем за день; \*\* - имеется резерв роста с учетом возможных дивидендов за 4-й кв. 2001 г.  
Источники: РТС, Bloomberg, оценка Альфа-Банка

## Развивающиеся рынки



Источники: РТС, Bloomberg

## Последние публикации

- 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*
- ВымпелКом: Выручка продолжает расти**  
Андрей Богданов *Ноябрь 30, 2001*
- Татнефть: сильная зависимость от цен на мировом рынке**  
Константин Резников *Ноябрь 30, 2001*
- Дивидендная доходность в 15-23% вполне реальна**  
Виталий Зархин, Ольга Филиппова *Ноябрь 14, 2001*

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

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку .....	3
На первый план выходят события в России .....	7
Глобальные факторы:.....	7
Реформы в России: в электроэнергетике расчищают завалы .....	10
Динамика и оценка акций.....	13
Графики.....	16
Календарь событий .....	18
Экономика и политика: Россия в фокусе.....	19
Новости компаний и отраслей .....	21
Нефть и газ: ориентация на \$19 за баррель .....	21
Энергетика: основных индикаторов два .....	26
Телекомы: рост выручки на 36% до \$8,4 млрд.....	30
Металлургия: производство сокращается .....	35
Машиностроение: ожидается рост заказов .....	38
Пищевая промышленность и розничная торговля: потребительский спрос будет расти .....	40
Банковский сектор: кто возглавит ЦБ? .....	43
Рынок облигаций: дисконты сокращаются .....	45
Технический анализ .....	47
Январь: обзорева горизонт.....	48

Сергей Глазер, CFA  
(44 20) 7382-4165

## Комментарии по рынку

### Обзор декабря: рынки акций укрепляют позиции в ожидании оживления экономики

**Растущий приток средств на рынок акций – результат веры в подъем экономики в 2002 г.**

В декабре участники фондовых рынков мира предприняли попытку абстрагироваться от тревог, связанных с новой реальностью, и поверить в возможность оживления американской экономики в первой половине 2002 г. Такому настрою рынка способствовал несомненный успех военной операции в Афганистане, приведшей к падению режима талибан и созданию нового коалиционного правительства: потенциальный источник плохих новостей наконец ликвидирован.

Рынок начал реагировать на хорошие новости активнее, чем на плохие, независимо от характера последних – будь то данные о фактическом (или ожидающемся) снижении прибылей компаний, плохие макроэкономические показатели или прогнозы уровня деловой активности на будущее. Фонды продолжали увеличивать вложения в акции (на \$2-3 млрд. в неделю), главным образом в быстрорастущие компании, а вложения на неамериканских рынках (за исключением Латинской Америки и Японии) еженедельно увеличивались на \$0,7-1 млрд.

**Надежды на оживление промышленности перевешивают опасения сокращения потребительских расходов**

Вера в оживление экономики заставила инвесторов искать дешевые акции в пережившем недавно падение «хай-теке», в частности в производстве полупроводников. Это позволило рынку настроиться на возобновление роста в промышленности и не «зацикливаться» на более низком, чем ожидалось, показателе потребительских расходов во время предновогоднего сезона распродаж.

Однако позитивные настроения на Уолл-Стрите еще слишком слабы: акции еще не настолько сильны, чтобы обеспечить стабильный рост. Соответственно время от времени происходят точечные продажи бумаг, приводящие к более активной коррекции и фиксации прибыли.

**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	0,87	-12,95	1 149,4	1 383,4	944,8
Великобритания	FTSE 100 Индекс	-0,14	-16,49	5 196,4	6 360,3	4 219,8
Германия	DAX Индекс	2,01	-20,88	5 090,3	6 795,1	3 539,2
Япония	Nikkei 225 Индекс	-2,24	-24,14	10 457,6	14 556,1	9 383,0
<b>Развивающиеся</b>						
Польша	Warsaw Stock Exchange WIG 20 Индекс	-4,48	-34,15	1 196,0	1 857,2	978,0
Венгрия	Budapest Stock Exchange Индекс	0,84	-8,47	7 184,8	8 241,4	5 599,4
Турция	Turkey Stock Market National 100	9,04	34,42	12 686,	12 830	7 160,0
Бразилия	Brazil Bovespa Stock Индекс	3,30	-12,46	13 358,4	18 023,1	9 532,8
<b>Россия</b>	<b>РТС Индекс</b>	<b>12,28</b>	<b>77,47</b>	<b>254,30</b>	<b>254,37</b>	<b>130,06</b>

Примечание: \* данные на 27 декабря 2001 г.

Источник: Bloomberg

**Поддержка со стороны российских участников помогает справиться с негативными ситуациями за рубежом,...**

В декабре российский рынок вновь доказал свою способность ломать привычные стереотипы и даже вступать в противоречие с настроением на мировых рынках. Акции продемонстрировали устойчивость к кратковременным снижениям цены на нефть и резкому спаду на мировых биржах, который еще полгода назад приводил к глубокой коррекции на российском рынке. Появились признаки того, что отечественные акции наконец-то обрели сильную поддержку со стороны ряда активных российских участников.

**...но нефтяные акции остаются единственным реальным двигателем будущего роста**

Вместе с тем заявления о возможности начала ценовой войны между нефтедобывающими странами привели к кратковременному оттоку средств из нефтяных акций, поставив в более выгодные условия бумаги других, относительно меньше выросших отраслей. Однако, как выяснилось, не-нефтяные акции не настолько сильны, чтобы быть мощным двигателем всего фондового рынка, и средства в конце концов опять начали возвращаться в «нефтянку». Результатом поиска оборонительных рубежей в условиях неопределенности цен на нефть стал переток средств в акции различных нефтяных компаний, в первую очередь Юкоса, Сургутнефтегаза и ЛУКОЙла.

**Резкий рост привилегированных акций был вызван разговорами о неминуемой конвертации...**

Поиск наиболее перспективных с точки зрения стоимости привилегированных акций, и в частности ставка на неминуемый обмен соответствующих бумаг РАО ЕЭС на обыкновенные акции, а также возможный обмен и рост дивидендных выплат по акциям Сургутнефтегаза, также были в числе наиболее актуальных тем прошедшего месяца. В результате в условиях относительно низкой ликвидности диапазон изменения цен этих бумаг достигал 5-8% за день.

**...а в центре внимания оказался ряд акций, ранее остававшихся незамеченными**

В центре внимания снова оказался ряд акций, ранее остававшихся незамеченными. Внушительный рост акций российских компаний-операторов мобильной связи (МТС и Вымпелком) подтолкнул инвесторов к поиску других - перспективных с точки зрения стоимости - бумаг в этой отрасли. В условиях дефицита бумаг с хорошей ликвидностью средства хлынули в акции Ростелекома, что привело к резкому (на 80-90%) росту цены этой многострадальной бумаги. Одновременно повышение рейтинга российского суверенного долга вскоре после погашения первого выпуска еврооблигаций в ноябре и досрочного погашения Центробанком части кредитов МВФ привели к соответствующему повышению рейтингов российских финансовых учреждений, в результате чего акции Сбербанка выросли на 59%.

**Рост рынка в период подготовки западных инвесторов к рождественским отпускам объясняется активностью российских участников**

По мере того как иностранные инвесторы начали погружаться в заботы, связанные с подготовкой к новогодним праздникам, «первую скрипку» на отечественном рынке стали играть российские участники, что способствовало непрерывному росту котировок. Годовой максимум индекса РТС повышался в течение четырех торговых сессий в период с 20 по 24 декабря, а еще через некоторое время было зафиксировано и максимальное значение со времени кризиса 1998 г. Часто бывало так, что вслед за снижением цен на нефть или активным «сбросом» акций на Уолл-Стрите рынок открывался ниже, однако в течение дня, когда становилось ясно, что крупных заявок на продажу со стороны иностранцев нет, рост возобновлялся.

### **Прогноз на январь: придут ли наконец новые деньги?**

Ниже в разделе «На первый план выходит Россия» приводятся результаты предварительного анализа факторов, которые будут определять динамику российского рынка в первой половине 2002 г., а, возможно, и в более долгосрочной перспективе. Вместе с тем следует отметить, что хотя уровень цен и будет зависеть от этих факторов, в начале 2002 г. динамика рынка будет в значительной степени определяться рядом соображений, имеющих преимущественно технический характер.

Чтобы разобраться в сути этих соображений, важно понять, почему российские игроки, воспользовавшись низкой активностью своих зарубежных коллег в период рождественских праздников, двигали рынок вверх (хотя, казалось бы, такое поведение вполне естественно). С нашей точки зрения, есть как минимум два объяснения:

- все российские брокерские фирмы, имеющие собственные позиции по акциям, заинтересованы в увеличении нереализованной прибыли в целях получения более высокого годового бонуса. Данное

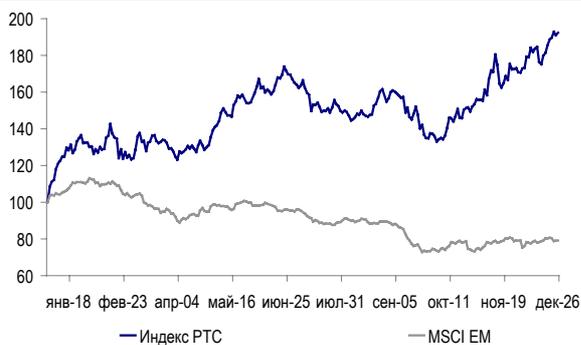
предположение подтверждается и анализом торгов, с характерными сериями сделок на минимальных объемах между российскими игроками;

- в отличие от прошлых лет в этом году российский рынок сумел избежать массовой продажи (характерной для конца года) и теперь имеет прекрасную возможность удержаться на позиции одного из самых быстрорастущих рынков мира. В конечном счете это означает, что вероятность появления России на «радарх» крупных инвестиционных компаний возрастает.

Таким образом, в настоящее время российским рынком акций движет ожидание притока новых денег, и повышенная активность на нем является результатом стремления увеличить позиции в целях их закрытия после прихода новых денег в начале следующего года.

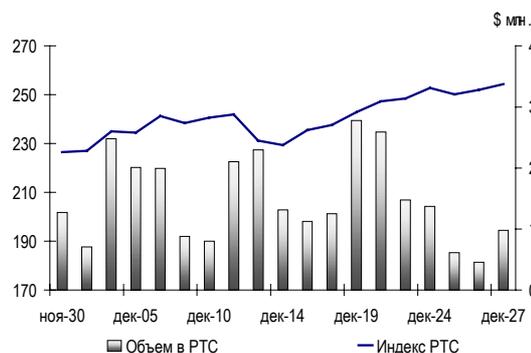
В связи с этим мы считаем, что сейчас на рынке есть все условия для роста. Если ожидания новых денег сбудутся, мы непременно станем свидетелями продолжения устойчивого роста цен. Однако если из-за нынешней неопределенности поступление новых средств из-за рубежа будет задерживаться, мотивы для его роста исчезнут, и существенная коррекция станет неизбежной.

**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 27 декабря 2001 г.  
Источник: Российская торговая система

### Рекомендации по портфелям: ликвидность превыше всего

Из-за общего оживления рынка наши портфели снова выглядят довольно презентабельно: источником роста цен были нефтяные «голубые фишки». Однако эффект диверсификация продолжает действовать: портфель «потенциальных инвестиций» (за период с апреля этого года доходность составила 63,6%) по-прежнему растет быстрее чем портфели высоколиквидных «голубых фишек» (доходность 52,5%) и АДР (доходность 44,1%) и более представительный индекс РТС (доходность 47,4%). Более медленный рост портфеля АДР по сравнению с индексом РТС объясняется является результатом снижения активности на лондонских биржах в период подготовки к рождественским праздникам. Следует, однако, обратить внимание на значительное отставание АДА Газпрома и акций Норильского Никеля от темпов роста других «голубых фишек».

После завершения обмена акций мы наконец-то начали рассматривать приобретенные ранее привилегированные акции ЛУКойла в качестве обыкновенных. При этом мы заметили, что удельный вес бумаг ЛУКойла во всех трех портфелях слишком высок. В связи с этим, возможно, имеет смысл, выбрав подходящий момент, продать часть акций компании. Соответственно возникает вопрос: что делать с вырученными деньгами?

В связи с недавним резкий ростом акций российских телекоммуникационных компаний, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже (МТС, Вымпелком и Голден Телеком), мы продолжаем внимательно анализировать наши вложения в их бумаги. Однако акции Ростелекома продолжают расти, и в этой отрасли не осталось подходящих для инвестиций бумаг (хотя мы и понимаем, что с точки зрения диверсификации портфеля это не лучший вариант). Исходя из этого, мы в настоящее время изучаем возможность изменения весов акций компаний 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	LKOHyq.L	105	17,27	ЛУКОЙЛ	LKOH.RTS	183	13,15
СургутНГ	SNGSyq.L	295	15,71	СургутНГ	SNGS.RTS	5 390	9,95
Газпром АДА	GAZPq.L	320	9,55	СургутНГ прив.	SNGS_p.RTS	4 000	4,65
ЮКОС	YUKOYyq.L	55	13,86	Газпром	GAZP.MO	2 500	7,59
<b>Энергетика</b>				<b>ЮКОС</b>			
РАО ЕЭС	EESRq.L	240	13,07	ЮКОС	YUKO.RTS	430	13,41
<b>Телекомы</b>				<b>Татнефть</b>			
ВымпелКом	VIP.N	105	9,44	Сибнефть	SIBN.RTS	140	0,59
МТС	MBT.N	64	7,77	<b>Энергетика</b>			
<b>Металлы и машиностроение</b>				<b>РАО ЕЭС</b>			
ГМК Норильский Никель	NKELYq.L	170	8,88	РАО ЕЭС прив.	EESR_p.RTS	4 250	2,99
<b>Всего акций</b>				<b>Мосэнерго</b>			
<b>Денежная позиция</b>				<b>MSNG.RTS</b>			
<b>Итоговый портфель</b>				<b>Телекомы</b>			
				ВымпелКом			
				МТС			
				Голден телеком			
				<b>Металлы и машиностроение</b>			
				ГМК Норильский Никель			
				<b>Другие</b>			
				Сбербанк			
				Сан Интербрю В			
				<b>Всего акций</b>			
				<b>Денежная позиция</b>			
				<b>Итоговый портфель</b>			
				<b>Сравнительная динамика</b>			
				<b>Портфель АДР</b>			
				<b>Портфель голубых фишек</b>			
				<b>Потенциальный инвестиционный портфель</b>			
				<b>Индекс РТС</b>			
				44,1%			
				52,5%			
				63,6%			
				47,4%			

Примечание \* привилегированные акции ЛУКОЙЛА в процессе конвертации в обыкновенные  
Источник: оценка Альфа-Банка

## На первый план выходят события в России

Мы полагаем, что неутешительный прогноз перспектив мировой экономики уменьшает вероятность основательного изменения отношения зарубежных инвесторов к России. С другой стороны, прогресс в осуществлении структурной реформы дает основания надеяться, что новые деньги, привлеченные специализированными фондами, могут привести к росту индекса РТС в 2002 г. до 350-370. Ниже мы приводим список основных внешних и внутренних факторов роста российского рынка.

**Илл. 5. Основные показатели и факторы роста российского рынка**

Показатели, события и степень их влияния	1 год	3 года	Комментарий
<b>Глобальные факторы</b>			
<b>Мировая экономика:</b> темп роста ВВП США – 0,7%	Сильн.	Сильн.	Темпы оживления американской экономики имеют первостепенное значение для России, поскольку от них зависит направленность тренда цены на нефть и привлекательность развивающихся рынков по сравнению с акциями американских компаний
<b>Средства фондов, инвестирующих в акции:</b> приток средств на развивающиеся рынки в объеме до \$1 млрд в месяц	Сильн.	Сильн.	Россия остается в значительной степени зависимой от денежных потоков, поступающих из инвестиционных фондов. Такая относительно небольшая сумма, как \$200-400 млн, может вызвать скачок индекса РТС на 10-20%
<b>Цены на нефть:</b> средняя цена сорта Brent - \$18/баррель	Сильн.	Сильн.	Цена на нефть в диапазоне \$17-22/баррель способствовала бы обеспечению устойчивости макроэкономических показателей и высоких финансовых показателей компаний.
<b>Цены на металлы:</b> \$260 – холоднокатаная сталь, \$1 400 – алюминий, \$5 250 – никель	Средн.	Средн.	Возобновление роста цен на рынке стали благоприятно отразится на российской сталелитейной промышленности, 50% продукции которой идет на экспорт
<b>Вступление в ВТО:</b> не ранее 2003 г.	Слаб.	Сильн.	В краткосрочном плане вступление в ВТО – мощный фактор, способствующий либерализации внутреннего рынка электроэнергии и газа. К 2003 г. этот вопрос приобретет особое значение, поскольку от его решения в значительной будет зависеть состояние различных отраслей экономики.
<b>Реформы в России</b>			
<b>Дерегулирование промышленности</b>			
- РАО ЕЭС:	Сильн.	Средн.	Стоимость будет резко расти по мере коренного реформирования отрасли и стратегических инвестиций
- Газпром	Сильн.	Средн.	Государству понадобится привести в соответствие интересы вновь перешедшего под его контроль Газпрома с требованиями нефте- и газодобывающих компаний с тем, чтобы получить доступ к трубопроводам и возможность экспортировать свою продукцию.
<b>Финансовая инфраструктура</b>			
- пенсионная реформа	Слаб.	Сильн.	В 2002 г. средства накопительной пенсии в объеме \$1-1,5 млрд могут быть вложены в нерыночные облигации. Однако в последующем пенсионные средства все-таки придут на рынок облигаций.
- реформа банковской системы	Слаб.	Средн.	Основная цель банковской реформы – привлечение средств, хранящихся в «чулке» и в офшорах, в банковскую систему для резкого увеличения объема кредитования (сейчас 13% ВВП). Однако быстро доверие к банкам не восстановится. Кроме того, еще одним условием роста кредитования является платежеспособность компаний и их информационная открытость.
<b>Государственное управление</b>			
- Земельный кодекс	Слаб.	Слаб.	Принятый Земельный кодекс регулирует лишь земли, не относящиеся к сельхозугодиям, и поэтому не окажет влияния на развитие сельского хозяйства.
- исполнение бюджета	Слаб.	Слаб.	Уже много сделано для обеспечения полноты информации о бюджетных показателях; собираемость налога уже высокая.

Источник: оценка Альфа-банка

## Глобальные факторы:

### Оживление экономики США:

**В 2002 г. ВВП США  
вырастет лишь на  
0,7%**

Теракты 11 сентября заставили МВФ пересмотреть в сторону снижения прогноз роста мировой экономики в 2002 г. (до 2,4%, т.е. до уровня 2001 г.). Прогноз роста американской экономики в 2002 г. также снижен – с



2,2% до 0,7%. Медленным будет и рост в зоне евро (1,2%). Предполагается, что замедление темпов развития экономики США перекинется и на развивающиеся рынки, перспективы которых омрачены экономическим кризисом в Аргентине.

**Основные факторы роста – низкие цены на нефть и уровень процентной ставки**

Первые серьезные доказательства быстрого оживления американской экономики могут появиться во втором квартале 2002 г. Рост будет зависеть в основном от двух факторов – низких цен на нефть и уровня процентных ставок. Если цена сорта Brent не превысит \$20/баррель, низкие цены на топливо могут благоприятно сказаться на показателях экономики США. С другой стороны, очень важная роль отведена учетной ставке ФРС: ее поддержание на низком уровне позволит не допустить ухудшения балансов американских банков. Недавний отказ Конгресса одобрить законопроект о сокращении налогов лишней раз подтверждает, какую большую роль в регулировании американской экономики играет учетная ставка.

**Средний дневной объем торгов по российским акциям равен объему торгов в течение одной минуты на NYSE**

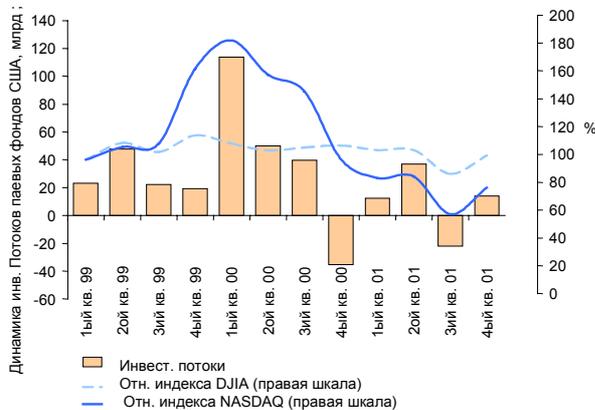
**Приток новых денег может поднять индекс РТС на 20-30%**

Мы полагаем, что динамика российского рынка по-прежнему будет зависеть от решения двух его основных проблем – относительно малым размером и ограниченной ликвидностью. Как следствие этих недостатков, даже небольшие изменения в объеме денежных средств могут оказывать на рынок сильное влияние. Недавние rallies показали, что приход на рынок даже нескольких сотен миллионов долларов может подтолкнуть индекс РТС вверх сразу на 10-20%. Рыночная капитализация двух сотен ведущих российских компаний составляет \$76 млрд, т.е. всего лишь 24% ВВП страны. Средний дневной объем торгов на РТС, ММВБ и в Лондоне (АДР) составляет лишь \$140 млн, что соответствует объему торгов в течение одной минуты на Нью-Йоркской фондовой бирже.

**Приход на рынок новых денег может поднять индекс РТС до 370**

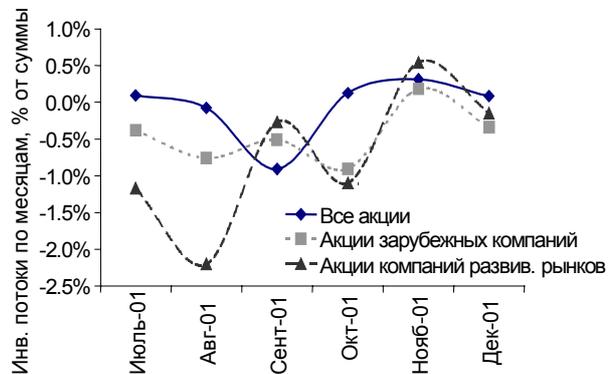
Мы не думаем, что Россия будет по-новому оценена инвестиционными фондами, вкладывающими средства в зарубежные акции. Графики в Илл. 6 и 7 свидетельствуют об уменьшении желания рисковать у американских паевых инвестиционных фондов, а также о продолжающемся чистом оттоке денег из инструментов развивающихся рынков. С нашей точки зрения, фонды, специализирующиеся на инвестициях в развивающиеся рынки, а также инвесторы хеджевых фондов будут продолжать играть ключевую роль на российском рынке. Впечатляющие результаты, достигнутые рядом этих фондов в 2000-2001 гг. могут помочь привлечь новые деньги. По нашей консервативной оценке, приход на рынок новых денег в размере \$0,5-1 млрд может поднять индекс РТС до 370.

**Илл. 6. Рисковые активы сильнее реагируют на движение инвестиционных потоков**



Источники: AMG, оценка Альфа-Банка

**Илл. 7. Приток денег из специализированных фондов**



Источники: AMG, оценка Альфа-Банка



**Благодаря усилиям ОПЕК и других нефтедобывающих стран в 2002 г. цена должна удержаться на уровне \$19/баррель**

### Цены на сырье: нефть и металлы поддерживают экономику

Мы полагаем, что если в 2002 г. члены ОПЕК и другие нефтедобывающие страны договорятся о сокращении добычи, цены на нефть удержатся в диапазоне \$17-22/баррель. Несмотря на то, что по прогнозу Агентства энергетической информации США реальное сокращение объема добычи в 2002 г. составит 1,1 млн баррелей в день, этого может оказаться достаточно для практически полной ликвидации (на 92%) существующего ныне избыточного предложения. В связи с этим мы подтверждаем наш оптимистичный сценарий, предусматривающий среднюю цену сорта Brent на уровне \$19/баррель, что на 22,1% ниже аналогичного показателя за 2001 г. (\$24,4/баррель).

**Илл. 8. Влияние снижения цен на нефть на чистую прибыль компаний\* в 2000-2002 гг (оц.)**

	2000 г.	2001 (оц.)	Измен.	2002 (оц.)	Измен.
	млн \$	млн \$	%	млн \$	%
ЛУКОЙЛ	3 312,0	3 127,5	-5,6	2 334,3	-25,4
Юкос	3 337,2	3 060,1	-8,3	3 470,3	13,4
Сургутнефтегаз	2 718,4	2 469,4	-9,2	2 242,7	-9,2
Сибнефть	674,8	959,0	42,1	1 048,5	9,3
Татнефть	845,2	670,5	-20,7	341,8	-49,0
Экспортная цена нефти, \$/баррель	25,0	23,0	-8,0	17,5	-23,9

Примечание: \* по US GAAP, за исключением данных по Сургутнефтегазу (РСБУ)

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Соглашения о сокращении мощностей в сталелитейной промышленности, вероятно, приведут к постепенному выравниванию предложения и спроса на продукцию этой отрасли. В связи с этим мы ожидаем, что в 2002 г. начнется рост цен на сталь: экспортная цена на холоднокатаную сталь, поставляемую российскими компаниями, составит \$260/т (на 10% выше по сравнению с прошлым годом). Оживление мировой экономики в 2002 г. поддержит спрос на цветные металлы. Вместе с тем мы полагаем, что в 2002 г. спрос на никель будет расти медленнее, чем объем производства. Исходя из этого, мы сохраняем консервативный прогноз цены на никель на уровне \$5 250 (снижение на 12% по сравнению с прошлым годом).

**Стабильность цен на нефть всегда была чрезвычайно важной для российской экономике**

Стабильность цен на нефть всегда играла чрезвычайно важную роль в российской экономике. В течение последних 20-30 лет, несмотря на бесконечную череду преобразований в области политики, экономики и бизнеса, российская экономика, как правило, демонстрировала динамичное развитие в период роста цен на нефть, а их резкое падение, напротив, приводило к экономическим кризисам. В последние несколько лет Россия добилась заметного прогресса в реализации структурных реформ, однако стране все еще предстоит доказать, что ее экономика уже не зависит всецело от экспорта сырьевых товаров.

Не удивительно поэтому, что возникшая в ноябре вероятность ценовой войны между ведущими нефтедобывающими странами сразу же стала фактором, способствующим снижению цен российских акций. Как только обозначились признаки достижения взаимопонимания и договоренности между странами ОПЕК и другими нефтедобывающими странами, цены на нефть стабилизировались на уровне \$19-20/баррель и тем самым несколько поддержали российские акции.

В случае реализации нашего прогноза цены сорта Brent на уровне \$19/баррель в 2002 г. федеральный бюджет недосчитается порядка \$4 млрд в виде поступлений от нефтяных компаний и Газпрома. Однако рост экономики на 2,8% при одновременном укреплении реального курса на 4% мог бы эти потери компенсировать. Хорошая новость заключается

в том, что в будущем году увеличения налогового бремени нефтяных компаний не ожидается.

### **«Мирные дивиденды»: усиление интеграции и переоценка странового риска**

Предложения Путина о поддержке возглавляемой США антитеррористической коалиции, по-видимому, принесут России материальные выгоды в виде т.н. «мирных дивидендов». На фоне укрепления политических связей между Россией и Западом даже объявленный Джорджем Бушем односторонний выход из договора по ПРО не привел к сколько-нибудь ощутимым негативным последствиям. Расширение взаимодействия между Москвой и Вашингтоном в военной сфере уже стало фактом.

**Вступление в ВТО – аргумент в пользу либерализации рынков электроэнергии и газа**

Однако политический аспект интересует рынок во вторую очередь. Главный вопрос для него другой, а именно, в чем будут заключаться экономические выгоды от потепления в политической сфере. Учитывая недавнее резкое падения цен на нефть, можно предположить, что одна из задач России в этой ситуации может заключаться в устранении долгового бремени. Другая актуальная для России задача – вступление в ВТО в 2003 г. Подготовка к членству в этой организации заставит правительство продолжать структурные реформы. Поскольку низкий уровень тарифов на электроэнергию и газ рассматривается как средство поддержки отечественных производителей, либерализация внутреннего рынка является обязательным условием. Это означает, что помимо давления со стороны Газпрома и РАО ЕЭС, а также стремления правительства обеспечить устойчивый рост, вступление в ВТО будет еще одним аргументом в пользу либерализации тарифов.

**Дисконт может сократиться на 1-1,5%**

Принимая во внимание стабильность макроэкономической ситуации в стране, есть все основания полагать, что в 2002 г. рейтинг России будет повышен еще на 1-2 пункта. И хотя он и после повышения будет ниже инвестиционного, к середине 2002 г. спреды по российским суверенным бумагам могут сократиться на 100-150 б.п. В результате дисконт по российским акциям еще больше уменьшится, а резерв роста возрастет.

## **Реформы в России: в электроэнергетике расчищают завалы**

### **РАО ЕЭС: рост стоимости за счет коренной реформы и стратегических инвестиций**

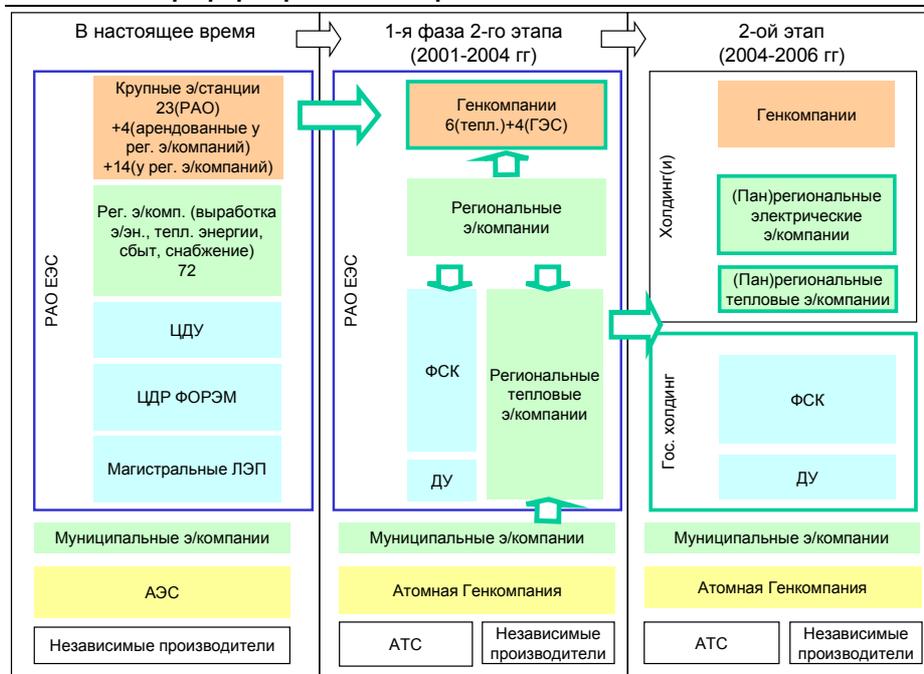
**Либерализация позволит задействовать основной рычаг роста – сокращение издержек**

В подробном отчете под названием *Рост эффективности за счет эффективности* (выпущен 6 декабря) мы проанализировали как выгоды, так и риски, связанные с реформированием электроэнергетики. Нам представляется, что переход на метод «маржинальной станции» при формировании тарифов (в отличие от нынешнего метода «издержки плюс») на оптовом рынке позволит полностью задействовать основной рычаг увеличения доходов отрасли, а именно сокращение издержек. Признавая, что реструктуризация связана со значительным риском для региональных энергокомпаний и электростанций, акции которых котируются на бирже, мы, тем не менее, считаем, что реформа пойдет на пользу как электроэнергетике в целом, так и самым ликвидным российским акциям – бумагам РАО ЕЭС.

Наша расчетная цена обыкновенной и привилегированной акций РАО ЕЭС (соответственно \$0,24 и \$0,25) определена с использованием трех методов оценки – совокупной прибыли различных видов бизнеса, совокупных активов различных видов бизнеса и стоимостных коэффициентов. Мы полагаем, что приход на российский рынок

стратегических инвесторов (глобальные энергохолдинги) в 2002 г. будет рассматриваться как проявление веры в реформирование РАО ЕЭС и станет мощным фактором роста акций компаний, которые мы считаем наиболее предпочтительными для инвестиций (РАО ЕЭС, Мосэнерго и Ленэнерго).

**Илл. 9. В 2001-2003 гг. РАО ЕЭС не подвержена внутригрупповым рискам, связанным с реформированием отрасли**



Источники: РАО ЕЭС, оценка Альфа-Банка

**Либерализация рынка акций Газпрома: Будет ли сделан решительный поворот?**

**Связанные путями двойного рынка акций, внутренние акции и АДР Газпрома по-прежнему отстают в росте**

Газпром – наглядный пример того, как введение ограничений на обращение акций может сделать бумаги компании, имеющей прекрасные перспективы роста, непривлекательными. Связанные путями двойного рынка акций (один для нерезидентов, другой для российских инвесторов) бумаги Газпрома – как внутренние акции, так и АДА, которые могли бы быть одними из самых востребованных на российском рынке - по-прежнему характеризуются замедленным ростом.

Предприняв попытку произвести перестановки в высшем руководстве компании и вернуть Газпром под контроль государства, Путин дал поручение найти решение проблемы «защитного барьера». Специально созданная рабочая группа разработала целый ряд пространственных рекомендаций, не рискуя взять на себя ответственность за радикальное изменение ныне действующего порядка организации торговли акциями компании.

**Государство еще не выбрало механизм и не определилось со сроками заполнения 20-процентной квоты для иностранцев.**

Поскольку рабочая группа еще не завершила свою деятельность, процесс либерализации в настоящее время приостановлен. Государство теперь должно выбрать механизм и определиться со сроками заполнения 20-процентной квоты для иностранцев. Несмотря на то, что кабинет не заинтересован в продвижении реформы, из-за необходимости привлечения финансирования для масштабных проектов Газпрома на первый план может снова выйти вопрос о «защитном барьере».

Увеличение фактической доли нерезидентов в собственности Газпрома может привести к увеличению рыночной капитализации не только одной этой компании, но и всего российского рынка:

- В случае если будет обеспечена достаточная ликвидность акций Газпрома (доступных иностранным инвесторам), вес компании в индексах акций может быть увеличен, а ее бумаги возвращены в портфели крупных инвестиционных фондов, что в свою очередь будет способствовать росту спроса и станет поводом для оценки, основанной прежде всего на технико-экономических показателях компании.
- Поскольку Газпром имеет возможность стать в конце концов фундаментом российского рынка, такой ход событий мог бы резко улучшить настрой участников рынка, а также привести к увеличению веса компании в индексах, а, значит и привлечь на рынок новые деньги.

Прогресс в либерализации рынка акций Газпрома мог бы рассматриваться в качестве подтверждения решимости правительства найти рыночное решение стоящих перед ним сложных проблем.

### **Реформа финансовой системы: банки и пенсионные средства**

**Реформа финансовой системы по-прежнему дело отдаленного будущего**

Реформа кредитно-финансовой системы по-прежнему является делом отдаленного будущего. Объясняется это прежде всего тем, что экономический рост в 2002-2004 гг. будет в значительной степени зависеть от реформирования реального сектора, в частности реорганизации жилищно-коммунального хозяйства, электроэнергетики и газовой промышленности. Кроме того, результаты пенсионной и банковской реформ скорее всего начнут ощущаться не ранее 2004 г.: финансовых ресурсов в этих двух сегментах экономики в 2002-2003 гг. по-прежнему будет не хватать.

**В 2004 г. на рынок могут прийти средства накопительной пенсии в размере \$1-3 млрд**

В соответствии с планом пенсионной реформы (должна начаться в январе 2002 г.) в финансовые инструменты будет размещено \$1-1,5 млрд средств со счетов накопительной пенсии. Однако мы сомневаемся в том, что в условиях монополии Государственного пенсионного фонда на управление пенсионными средствами и с учетом планов правительства по осуществлению крупных заимствований в 2002 г., эти деньги придут на рынок 2002-2003 гг. По нашим оценкам, начиная с 2004 г., когда негосударственным пенсионным фондам разрешат зачислять на свои счета средства накопительной пенсии, на российский финансовый рынок может прийти \$1-3 млрд.

**В банковскую систему могут прийти \$230 млрд**

Судя по всему, реформа банковской системы тоже дело отдаленного будущего. Низкие показатели объема вкладов (6% ВВП) и кредитования (13% ВВП) являются результатом отсутствия в обществе доверия к банкам, и это – главное препятствие на пути развития банковской системы. Около \$30 млрд население хранит «в чулке» и еще \$200 млрд в офшорах. Планом реформирования банковской системы, предложенным Центробанком, предусматривается усиление контроля за отраслью. При таком контроле ему будет легче предотвратить новый финансовый кризис, но объем кредитования вряд ли резко увеличится. Мы полагаем, что основным двигателем отрасли будет сокращение влияния госбанков, а основными факторами, ускоряющими ее развитие – страхование вкладов и негосударственные пенсионные фонды.



## Динамика и оценка акций

Илл. 10. Динамика АДР с начала месяца (по состоянию на 27 декабря 2001 г.)

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>									
Черногорнефть	Фр	1	1 в 1	18,4	3,2	-15,9	-12,2	6,8	1,9
Газпром	Фр	114А, REG S	10 в 1	1,4	9,4	8,9	45,5	11,3	6,0
ЛУКОЙЛ	Фр	1	4 в 1	31,0	46,6	3,4	30,7	54,9	34,0
Сибнефть	Фр	1	10 в 1	4,0	7,0	11,1	174,7	7,4	2,4
Сургутнефтегаз	Фр	1	50 в 1	19,0	15,2	16,0	46,2	15,2	9,3
Сургутнефтегаз прив.	Бер	1	100 в 1	н/д	20,4	18,0	127,3	20,4	8,5
Татнефть	Нью-Йорк	2	20 в 1	25,0	10,0	0,0	45,5	11,7	6,6
Юкос	Бер	1	15 в 1	20,0	75,4	20,2	н/д	н/д	н/д
<b>Энергетика</b>									
Иркутскэнерго	Фр	1	50 в 1	н/д	3,7	-2,8	5,5	4,4	2,8
Кузбассэнерго	Фр	1	10 в 1	25,0	1,1	-0,7	22,2	1,6	0,7
Ленэнерго	Бер	REG S	80 в 1	6,2	26,3	-0,7	26,4	28,0	13,5
Мосэнерго	Фр	1	100 в 1	20,0	4,0	8,1	68,7	4,2	2,3
РАО ЕЭС	Фр	1	100 в 1	22,0	15,0	6,1	95,7	15,3	7,5
Ростовэнерго	Бер	1	100 в 1	н/д	1,7	3,5	72,2	1,8	0,8
Ростовэнерго прив.	Бер	1	100 в 1	н/д	1,1	-10,1	15,9	1,5	0,7
Самараэнерго	Фр	1	70 в 1	н/д	1,8	9,7	143,3	2,1	0,7
<b>Телекоммуникации</b>									
Челябинсксвязьинформ	Бер	1	1 в 5	н/д	2,6	-0,7	-53,7	5,7	2,6
Голден Телеком	Фр	н/д	1 в 1	н/д	12,2	-9,1	113,8	14,2	5,1
Кубаньэлектросвязь	Фр	1	1 в 2	н/д	25,3	-2,8	77,4	28,2	12,7
МГТС	Бер	1	1 в 10	н/д	6,5	33,4	14,2	7,1	3,7
МТС	Нью-Йорк	3	20 в 1	17,0	36,1	-1,4	50,3	37,9	22,5
Нижновсвязьинформ	Фр	1	2 в 1	8,5	1,6	-0,7	-44,4	2,9	1,2
Ростелеком	Нью-Йорк	2	6 в 1	19,7	5,5	3,2	7,3	6,7	2,8
Ростовэлектросвязь	Бер	1	5 в 1	н/д	2,7	-0,7	-42,5	4,8	2,5
Самарасвязьинформ	Бер	1	1 в 5	н/д	3,0	35,0	-66,8	9,1	2,2
Тюменьтелеком	Фр	1	1 в 1	н/д	1,0	-5,1	168,3	1,2	0,3
Тюменьтелеком прив.	Фр	1	2 в 1	н/д	1,1	-1,6	164,8	1,4	0,4
Уралсвязьинформ	Фр	1	200 в 1	н/д	1,6	2,1	19,2	2,0	1,1
ВымпелКом	Нью-Йорк	3	3 в 4	н/д	26,2	-2,6	79,6	28,0	12,8
<b>Прочие сектора</b>									
ГМК Норильский Никель	Фр	1	1 в 1	17,0	15,8	-1,6	н/д	н/д	н/д
Ураламаш-Заводы	Бер	144А, REG S	1 в 1	21,0	4,0	1,5	188,9	4,6	1,4
ГУМ	Фр	1	2 в 1	32,2	3,1	-5,5	43,9	3,5	1,8
ЦУМ	Фр	1	20 в 1	10,8	3,3	-24,6	43,8	6,6	1,9
Сан Интербрю В	Фр	144А, REG S	1 в 1	32,0	4,7	4,1	85,4	5,1	2,2
Сан Интербрю А	Фр	144А, REG S	1 в 1	15,0	3,9	-14,9	131,7	5,2	1,5

Источники: Рейтер, Bloomberg, оценки Альфа-Банка



Илл. 11 Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» (по состоянию на 27 декабря 2001 г.)

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2001П 2001П	2002П 2002П	2001П 2001П	2002П 2002П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Газпром	0,510	13	70	0,606	0,248	0,6	13 550	3,9	3,5	5,1	3,9	0,950	86	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	11,86	6	28	13,8	8,1	2,7	10 088	3,3	4,5	2,4	3,1	17,35	46	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	0,723	13	170	0,725	0,268	0,5	3 426	3,6	3,5	2,6	2,4	0,67	-7	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,306	15	47	0,306	0,183	1,1	7 844	1,1	1,2	1,3	1,4	0,41	34	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,497	0	41	0,581	0,324	0,3	1 131	1,6	3,2	1,6	2,6	0,59	19	ДЕРЖАТЬ
Юкос	5,117	20	187	5,117	1,585	2,3	11 447	3,7	3,3	2,4	2,4	5,6	9	ПОКУПАТЬ
PKN	20,0	-5	8	29,1	18,0	0,3	21 931	4,9	4,8	3,2	3,1			
Petrobras	18,4	15	10	18,7	12,6	4,7	1 802	18,0	6,6	7,6	5,2			
MOL	0,2	-11	1	0,2	0,2	18,2	29 535	4,9	6,2	2,8	3,2			
<b>Среднее</b>								<b>9,3</b>	<b>5,9</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>			
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0,082	12	3	0,095	0,061	0,0	391	н/з	н/з	6,6	6,3	0,09	10	ДЕРЖАТЬ
Ленэнерго	0,358	-8	99	0,388	0,150	0,0	297	7,5	4,7	3,6	2,9	0,48	34	НАКАПЛИВАТЬ
Мосэнерго	0,042	17	73	0,042	0,022	0,6	1 173	16,9	11,0	3,9	3,5	0,06	45	СПЕК. ПОКУПКА
РАО ЕЭС	0,156	8	90	0,156	0,071	4,7	6 504	19,4	11,3	3,1	2,8	0,24	54	ПОКУПАТЬ
EdP	2,4	-8	-33	3,7	2,3	15,2	7 278	16,4	8,4	8,4	8,2			
Endesa	15,3	-2	-7	19,8	14,2	5,2	16 165	12,6	11,2	7,8	6,7			
Telega	2,6	8	-11	13,0	7,4	17,8	8 175	18,1	17,8	12,1	11,3			
<b>Среднее</b>								<b>15,7</b>	<b>12,5</b>	<b>9,4</b>	<b>8,7</b>			
<b>Телекоммуникации</b>														
МГТС	6,0	9	-6	7,0	4,8	0,0	515	40,0	14,5	4,1	3,5	6,5	9	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	12,9	21	14	13,2	7,5	15,0	5 815	13,0	10,2	4,1	3,6			
Tele Norte Leste	12,3	15	-6	16,3	7,4	28,4	4 936	31,5	21,4	2,6	2,3			
<b>Среднее</b>								<b>22,2</b>	<b>15,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>			
Ростелеком	0,923	2	7	1,139	0,455	0,4	792	17,6	14,4	3,3	3,2	1,09	18	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,81	4	-6	1,13	0,69	1,4	839	5,8	5,6	2,7	1,9			
Embratel	4,84	39	-48	11,29	2,73	11,9	1 563	78,0	12,6	3,0	2,8			
<b>Среднее</b>								<b>41,9</b>	<b>9,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>			
Вымпелком	26,2	-3	80	28,0	12,8	3,1	1 409	34,6	24,9	10,5	6,8	24,0	-8	ДЕРЖАТЬ
МТС	36,1	-1	50	37,9	22,5	2,0	3 598	21,3	19,8	8,7	6,5	34,0	-6	ДЕРЖАТЬ
Turkcell	0,006	25	-15	0,010	0,002	0,0	3 179	н/з	30,6	7,6	5,0			
Mobinil	8,0	-19	-58	22,2	7,8	н/д	785	8,1	6,1	4,9	4,0			
<b>Среднее</b>								<b>8,1</b>	<b>18,4</b>	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>			
Голден Телеком	12,2	-9	114	14,2	5,1	0,2	294	н/д	69,0	13,3	9,9	16,6	36	ПОКУПАТЬ
Netia	1,3	-13	-93	19,4	0,5	1,4	40	н/з	н/з	27,5	11,8			
<b>Металлургия</b>														
Норильский Никель	16,8	8	130	20,0	6,6	0,5	3 594	5,0	12,6	2,5	4,3	19,7	17	ПОКУПАТЬ
Amplats	36,4	20	23	37,0	21,4	0,5	7 928	13,7	13,1	8,9	8,3			
Eramet	27,5	-11	-28	42,1	19,4	0,0	678	13,9	9,4	4,0	4,1			
WMC	4,9	2	25	5,2	3,3	5,7	9 322	21,8	20,5	10,8	10,9			
<b>Среднее</b>								<b>16,5</b>	<b>14,3</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>			
Северсталь	41,8	10	132	44,4	17,5	0,1	923	5,3	5,0	2,4	2,3	53,9	29	НАКАПЛИВАТЬ
China Steel	0,4	6	-27	0,6	0,3	19,9	3 627	17,5	15,4	6,9	6,5			
POSCO	85,0	5	46	97,9	54,3	0,3	7 954	13,2	10,2	5,7	5,4			
<b>Среднее</b>								<b>15,3</b>	<b>12,8</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>			
<b>Продукты</b>														
Балтика	8,8	15	27	8,8	3,8	н/д	1 056	7,7	6,1	6,9	5,4	9,7	10	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	4,7	4	85	5,1	2,2	0,3	447	5,4	3,2	5,2	4,1	6,3	34	СПЕК. ПОКУПКА
Okocim	2,6	-6	-16	4,1	2,4	0,0	56	39,8	12,1	8,2	6,2			
Zywiec	55,0	11	6	55,1	40,1	0,1	623	н/з	н/з	9,3	8,9			
<b>Среднее</b>								<b>39,8</b>	<b>12,1</b>	<b>8,7</b>	<b>7,5</b>			
<b>Торговля</b>														
ГУМ	1,43	-5	30	1,75	1,10	0,0	86	6,4	5,0	3,9	3,5	1,72	21	НАКАПЛИВАТЬ
Robinson & Co	2,4	0	6	2,6	2,2	0,0	206	12,8	11,3	7,9	7,1			
Matahari Putra Prima	0,0	-7	-10	0,1	0,0	0,3	119	4,6	3,9	1,6	1,4			
<b>Среднее</b>								<b>8,7</b>	<b>7,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>			
<b>Машиностроение</b>														
Уралмаш - Заводы	3,8	-6	154	4,8	1,4	0,0	135	5,2	4,5	2,4	2,0	5,7	50	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	18,2	-3	30	24,8	13,1	0,3	1 384	11,6	4,4	7,1	6,4			
Atlas Copco	21,1	2	10	23,1	15,0	1,0	4 320	14,9	15,4	6,3	6,5			
<b>Среднее</b>								<b>13,3</b>	<b>9,9</b>	<b>6,7</b>	<b>6,4</b>			

Примечание: н/з – не значимо, н/д – нет данных  
 Источники: оценка Альфа-Банка, Bloomberg



Илл. 12. Динамика и оценка акций «второго эшелона» (по состоянию на 27 декабря 2001 г.)

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
	MTD	YTD	Макс.	Мин.	2001П	2002П			2001П	2002П					
	\$	%	\$	\$	\$	\$									
<b>Нефть и Газ</b>															
Мегионнефтегаз	4,05	7	35	4,5	1,5	36,4	463	3,6	2,3	2,3	1,7	9,6	137	ПОКУПАТЬ	
Пурнефтегаз	3,4	13	79	3,95	1,8	9,0	331	7,1	7,9	2,9	3,6	2,0	-41	ПРОДАВАТЬ	
Сахалинморнефтегаз	2,65	-18	-25	4,97	2,65	0,7	187	2,6	2,9	1,7	2,4	4,5	70	ДЕРЖАТЬ	
Удмуртнефть	27,5	0	-8	30	22	0,0	109	0,8	0,9	0,6	0,7	32	16	ДЕРЖАТЬ	
<b>Энергетика</b>															
Башкирэнерго	0,099	8	112	0,103	0,047	0,0	107	1,9	1,9	1,0	1,1	0,12	22	НАКАПЛИВАТЬ	
Красноярскэнерго	0,100	0	270	0,150	0,027	0,0	67	1,8	1,4	1,7	1,4	0,15	50	НАКАПЛИВАТЬ	
Кубаньэнерго	1,99	11	149	2,6	0,65	1,2	36	3,1	1,6	1,3	0,9	2,0	1	ДЕРЖАТЬ	
Кузбассэнерго	0,118	0	52	0,155	0,078	2,3	71	н/з	5,1	4,1	3,1	0,15	28	НАКАПЛИВАТЬ	
Новосибирскэнерго	1,8	0	140	2,27	0,75	0,0	26	н/з	н/з	0,7	3,1	2,0	11	ДЕРЖАТЬ	
Пермэнерго	1,6	0	60	1,85	1,00	2,8	76	1,0	0,9	0,7	0,6	1,65	3	ДЕРЖАТЬ	
Ростовэнерго	0,015	11	15	0,019	0,010	2,6	54	н/з	1,9	10,4	1,2	0,02	33	ДЕРЖАТЬ	
Самараэнерго	0,029	4	126	0,032	0,012	1,8	107	3,1	2,9	1,1	1,1	0,04	23	НАКАПЛИВАТЬ	
Свердловэнерго	0,101	14	118	0,120	0,045	10,3	62	0,0	0,6	0,8	0,5	0,09	-11	ДЕРЖАТЬ	
Челябэнерго	0,007	0	-65	0,081	0,007	0,2	6	-0,1	0,4	-1,3	0,3	0,01	-9	ДЕРЖАТЬ	
<b>Телекоммуникации</b>															
Башинформсвязь	0,07	0	100	0,115	0,033	0,0	67	9,7	6,8	3,1	2,5	0,09	26	НАКАПЛИВАТЬ	
Красноярскэлектросвязь	2,1	0	24	2,1	1,7	0,0	24	31,2	25,5	2,3	1,8	2,67	27	НАКАПЛИВАТЬ	
Ленсвязь	8,51	6	18	11,55	7,2	2,6	21	11,3	10,4	3,5	3,2	9,98	17	ДЕРЖАТЬ	
Нишневсвязьинформ	0,91	0	30	1	0,7	2,5	93	10,4	7,5	3,4	2,9	1,29	42	НАКАПЛИВАТЬ	
Новосибирскэлектросвязь	0,019	9	-99	0,021	0,017	6,4	57	5,7	4,0	2,5	1,9	0,03	60	ПОКУПАТЬ	
Ростовэлектросвязь	0,5	4	25	0,65	0,38	1,3	42	11,5	10,5	3,2	2,9	0,60	20	СПЕК. ПОКУПКА	
Самарасвязьинформ	18,3	0	-43	32,0	16,4	0,1	42	7,3	6,3	3,9	3,4	19,9	9	ДЕРЖАТЬ	
Северо-Западный Телеком	0,42	2	5	0,5	0,31	7,5	222	23,3	13,5	5,0	4,2	0,31	-26	ДЕРЖАТЬ	
Тюменьтелеком	1,255	10	79	1,255	0,37	17,4	39	15,5	13,3	3,7	3,1	1,11	-12	ДЕРЖАТЬ	
Уралсвязьинфоорм	0,009	1	26	0,010	0,007	19,0	77	52,0	13,2	3,2	2,3	0,01	48	ДЕРЖАТЬ	
Уралтелеком	4,15	0	-5	4,65	4,1	1,3	49	5,3	4,8	2,2	1,7	5,61	35	НАКАПЛИВАТЬ	
Хантымансийскокртелеком	1,3	21	-13	2,05	1,0	8,3	25	2,3	2,1	1,4	1,3	1,45	12	СПЕК. ПОКУПКА	
Челябинсксвязьинформ	16	0	6	20,0	15,1	0,0	86	28,9	-60,7	7,0	7,6	9,12	-43	СОКРАЩАТЬ	
ЦентрТелеком	0,24	25	-100	0,24	0,193	5,3	128	22,2	13,0	6,2	3,8	0,24	-1	ДЕРЖАТЬ	
ЮжТелеком	6,65	3	-31	9,7	4,5	4,7	84	6,5	6,8	3,3	3,2	8,15	23	НАКАПЛИВАТЬ	
<b>Другие сектора</b>															
Аэрофлот	0,348	18	64	0,390	0,205	50,6	386	41,5	25,8	5,1	4,2	0,34	-4	ДЕРЖАТЬ	
АвтоВАЗ	17,4	15	988	17,9	1,6	222,8	535	3,2	1,4	2,1	1,8	20,4	17	СПЕК. ПОКУПКА	
ГАЗ	29	61	57	29	13,85	16,4	149	н/д	20,5	24,2	10,8	12,0	-59	ПРОДАВАТЬ	
Красный Октябрь	5,35	-11	37	6,0	3,5	2,2	48	4,5	5,0	2,7	3,1	5,02	-6	СОКРАЩАТЬ	
Магнитогорский МК	25	-26	24	н/д	н/д	н/д	179	0,8	0,8	0,8	0,8	54	116	ПОКУПАТЬ	
Сбербанк	74,09	59	193	74,09	22,7	336,2	1 078	н/д	н/д	н/д	н/д	-	-	-	
Челябинский трубный з-д	0,075	21	21	0,075	0,062	3,2	35	1,5	0,9	1,1	0,1	0,15	100	СПЕК. ПОКУПКА	
ЦУМ	0,29	0	16	0,6	0,23	0,3	26	7,5	6,5	2,7	2,7	0,56	94	ДЕРЖАТЬ	

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

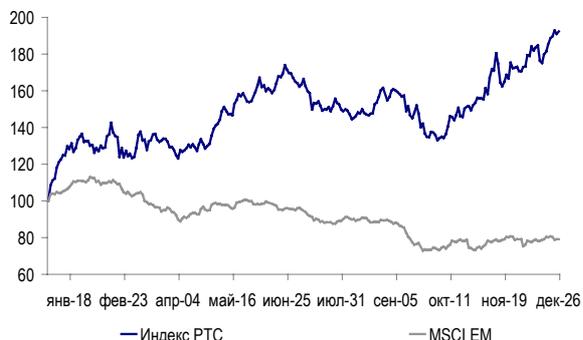
Источники: РТС, оценка Альфа-Банка

Илл. 13. Динамика и оценка привилегированных акций (по состоянию на 27 декабря 2001 г.)

Компания	Цена		Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	MTD	YTD	Макс.	Мин.									
	\$	%	\$	\$									
<b>Нефть и Газ</b>													
Сургутнефтегаз прив.	0,195	13	110	0,195	0,084	311,8	36	0,01	4,6	0,21	5	ПОКУПАТЬ	
Татнефть прив.	0,325	8	63	0,328	0,2	22,3	35	0,03	8,6	0,35	8	НАКАПЛИВАТЬ	
<b>Энергетика</b>													
РАО ЕЭС прив.	0,113	30	243	0,117	0,028	401,5	27	0,01	4,4	0,25	121	ПОКУПАТЬ	
<b>Телекоммуникации</b>													
Ростелеком прив.	0,490	17	11	0,503	0,21	117,9	47	0,03	5,5	0,52	6	НАКАПЛИВАТЬ	

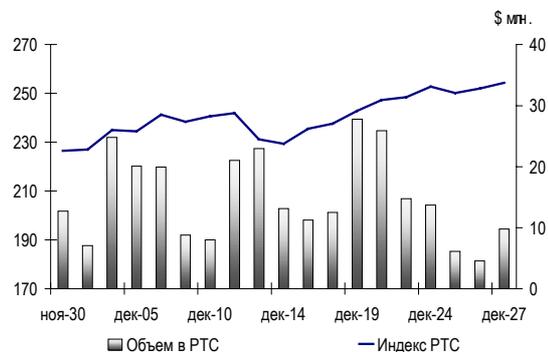
Источники: РТС, оценка Альфа-Банка

## Графики

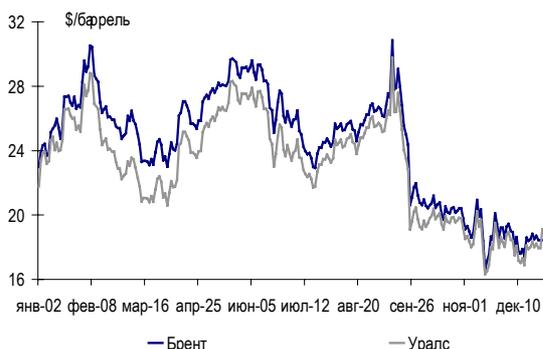
**Илл. 14. Индекс РТС относительно индекса MSCI EM с начала года**


Источник: Reuters

- Российский рынок вырос за месяц на 12% по индексу РТС при средненежном объеме в \$15 млн.

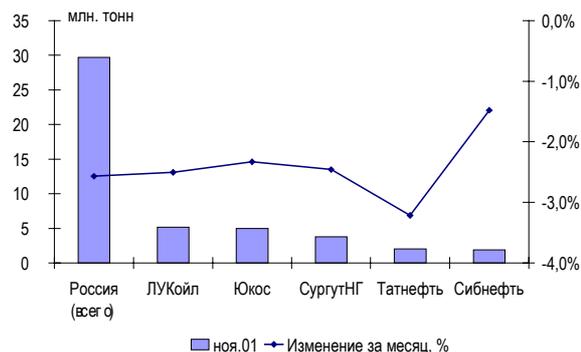
**Илл. 15. Динамика индекса РТС в декабре**


Источник: РТС

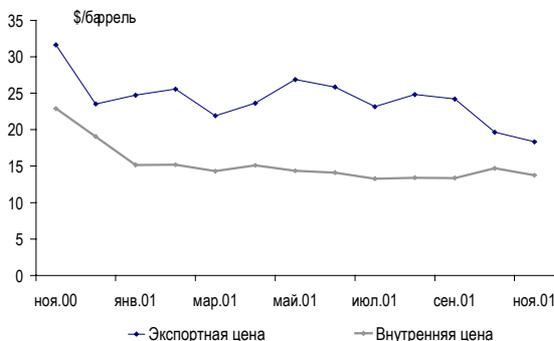
**Илл. 16. Цены на нефть: Brent и Urals**


Источник: Bloomberg

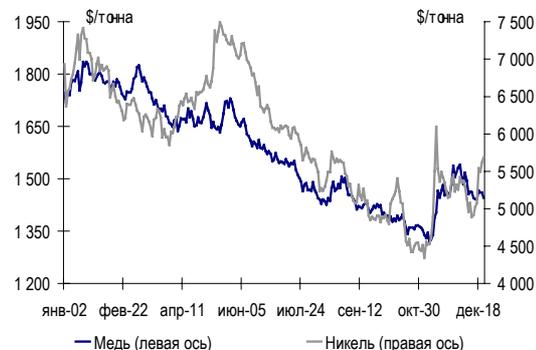
- Цены на нефть колебались вокруг \$19 за баррель в ожидании решения ОПЕК о сокращении квот
- В связи с сезонным снижением добычи давление на рынок нефти ослабло

**Илл. 17. Добыча нефти компаниями (ноябрь 2001 г.)**


Источник: Министерство энергетики

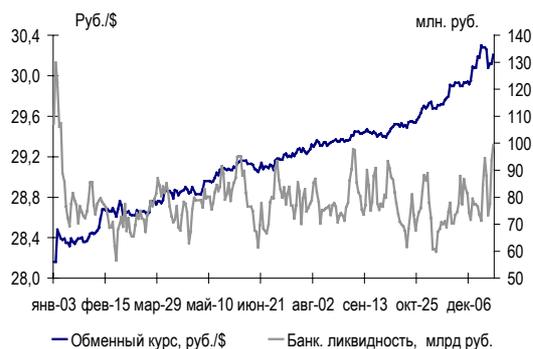
**Илл. 18. Динамика экспортных и внутренних цен на нефть в 2000-2001 гг.**


Источник: Министерство энергетики

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


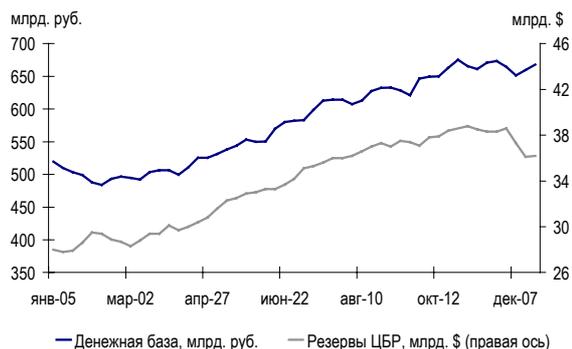
Источник: Блумберг

- Спред между экспортными и внутренними ценами на нефть оставался в декабре небольшим
- Цены на никель составили в среднем за месяц \$5260 за тонну, на медь – 1475 за тонну

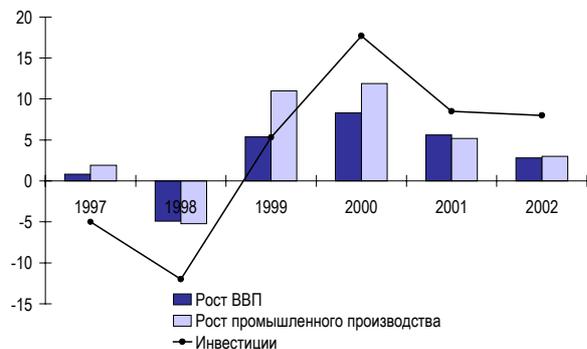
**Илл. 20. Валютный курс и банковская ликвидность с начала года**


Источник: ЦБР

- Рубль укрепился на 10% в реальном выражении в 2001 г., мы ожидаем 4% в 2002 г.
- Резервы ЦБР упали до \$36 млрд. к концу 2001 г., оставаясь на уровне величины импорта за 9 месяцев текущего года

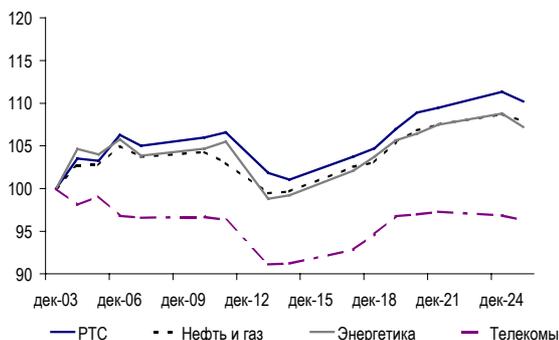
**Илл. 21. Денежная база и резервы ЦБР с начала года**


Источник: ЦБР

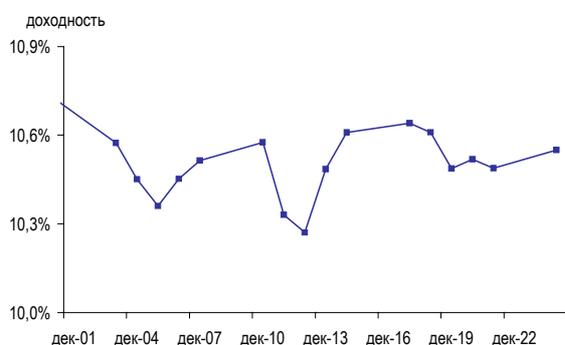
**Илл. 22. Ключевые макроэкономические индикаторы в 1997-2002 гг. (оц.)**


Источник: Минфин

- Средний темп роста ВВП за 1999-2001 гг. составил 6%
- В декабре было отмечено оживление в секторе привилегированных акций и отдельных бумаг «второго эшелона»

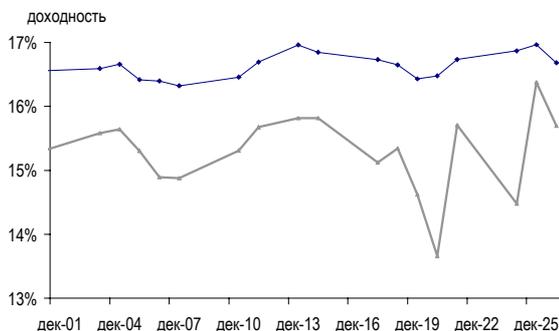
**Илл. 23. Динамика отраслевых индексов относительно индекса РТС в декабре**


Источник: оценка Альфа-Банка

**Илл. 24. Динамика Евро – 07 за месяц**


Источник: Reuters

- Острый дефицит рублевой ликвидности дестабилизировал рынок ГКО-ОФЗ в конце декабря
- Ключевыми катализаторами на рынке еврооблигаций были: повышение странового рейтинга агентством Moody's и резкое снижение резервов ЦБР

**Илл. 25. Динамика ОФЗ 27001 – ОФЗ 28001 в декабре**


Источник: Reuters

**Календарь событий**
**Илл. 26. Календарь корпоративных событий**

Дата	Компания	Событие
<b>Январь</b>		
В течение месяца	Макроэкономика	Решение правительства о тарифах естественных монополий
В течение месяца	Макроэкономика	Начало пенсионной реформы
В течение месяца	Энергетика	Заседание межведомственной комиссии по реформе
В течение месяца	Энергетика	Встреча комитета по реформе РАО ЕЭС
В начале месяца	Сургутнефтегаз	Публикация результатов по стандартам U.S. GAAP за 2000 г.
В начале месяца	ТНК	Публикация результатов по стандартам U.S. GAAP за 2000 г.
1 января	Нефть и газ	Сокращение добычи странами-членами ОПЕК и прочими экспортерами нефти в объеме 2 млн. баррелей в сутки
Вторая половина месяца	Макроэкономика	Публикация финансовых результатов за 2000 г. по международным стандартам бухучет, предварительные финансовые результаты за 2001 г. по российским стандартам
23 января	РАО ЕЭС	Выступление правительства в Госдуме на тему тарифной политики в энергетике в 2002 г.
30 января	Макроэкономика	Заседание FOMC

*Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка*

Наталья Орлова  
(7 095) 795-3677

## Экономика и политика: Россия в фокусе

**Благодаря инвестициям, темп роста ВВП в 2001 г. превысил 5%**

**Правительство решило долговую проблему 2003 г.**

**В 2002 г. основным условием роста ВВП (на 2,8%) по-прежнему будут инвестиции**

Несмотря на нестабильную мировую ситуацию во второй половине года, 2001 г. для России был в целом успешным. Благодаря сохранению темпа роста инвестиций на уровне 8-9%, и промышленное производство, и ВВП выросли за год более чем на 5%. Это означает, что средний темп роста в 1999-2001 гг. превышал 6% в год, т.е. соответствовал динамике роста экономики КНР. Вместе с тем этот рост по-прежнему в значительной степени зависит от уровня цен на нефть: высокие цены не только вызвали рост резервов ЦБ на \$8 млрд за год, но и позволили нефтяным компаниям наращивать капвложения, способствующие сохранению высокого темпа роста инвестиций во всей экономике.

Более быстрый, чем ожидалось, рост экономики в 2001 г. не помешал кабинету продолжать осуществление структурных реформ быстрыми темпами. В нынешнем году Дума утвердила Земельный кодекс, реформу пенсионной системы и ЖКХ, а также основные направления реструктуризации банковского сектора. Воспользовавшись начавшимся экономическим подъемом, правительство произвело досрочное погашение кредитов МВФ на сумму \$3 млрд, возврат которых изначально приходился на 2003 г. Кроме того, Минфин выкупил ОВВЗ-4 (срок погашения - также 2003 г.) на сумму около \$1-2 млрд. С учетом вышесказанного долговую проблему 2003 г. этого можно считать решенной.

2002 год покажет, действительно ли правительство привержено курсу структурных реформ. С нашей точки зрения, в новом году произойдет ряд важных событий, которые будут способствовать росту экономики:

1. Повышение тарифов должно обеспечить естественным монополиям средства для финансирования программы капитальных затрат. Поскольку быстрое сокращение издержек в этих отраслях маловероятно, нам представляется, что инфляция на уровне 16% неизбежно станет платой за модернизацию экономики.
2. ЦБ должен будет ускорить темпы обесценения рубля, дабы смягчить негативные последствия высокой инфляции. Поскольку Центробанк хочет сохранить резервы на уровне \$35-40 млрд, мы ожидаем снижения обменного курса до 33,5 рублей к концу 2002 г. Это будет означать, что реальный курс рубля вырастет всего на 4%.
3. Утечка капитала по-прежнему будет индикатором инвестиционного климата в России. Российские компании, по-видимому, будут проявлять недоверие, так как замедление темпов роста экономики может подтолкнуть правительство к принятию мер более жесткого административного воздействия на налогоплательщиков. В 2002 г. утечка капитала составит до \$25 млрд;
4. Мы еще раз подтверждаем высказанное нами предположение о том, что если средняя цена сорта Brent снизится до \$19/баррель, инвестиции будут иметь первостепенное значение для поддержания экономического роста на уровне 2,8% в следующем году.

### Илл. 27. Основные расчетные макроэкономические показатели и события, которые будут способствовать росту экономики в 2002 г.

Событие	1-й кв. 2002 г.	2002 г.
<b>Макроэкономические показатели</b>		
Темп роста ВВП, %	2,5	2,8
Цена нефти (Brent)	20\$/баррель	19\$/баррель
Расчетный темп инфляции, %	5	16
Обменный курс рубля	31,2 руб.	33,5 руб.
Утечка капитала	\$6 млрд	\$25 млрд
Инвестиции, %	8	6

Источник: Альфа-Банк

**Илл. 28. Основные события, способствующие росту экономики**

Изменения в законодательстве	Влияние на экономику	Сроки
В Думу должен быть направлен законопроект о стандартизации	Бюджет способствовать росту прямых иностранных инвестиций	Апрель 2002 г.
Реструктуризация ВЭБ	Ставится вопрос об отмене монополии госбанков	1-й кв. 2002 г.
Назначение нового председателя ЦБ РФ	Может значительно ускорить банковскую реформу	Июнь 2002 г.
Реформа в области налогообложения (введение налогового моратория)	Может значительно сократить утечку капитала	2002 г.
Тарифное регулирование	Повышение тарифов – основная составляющая структурной реформы	Январь-март 2002 г.

Источник: Альфа-Банк

**Илл. 29. Ключевые макроэкономические индикаторы**

	1997	1998	1999	2000	2001E	2002E	2003E
<b>За год</b>							
Рост ВВП, %	0,8	-4,9	5,4	8,3	5,6	2,8	3,6
Инфляция, %	11,0	84,0	37,0	20,0	19,0	16,0	18
Валютный курс на конец года, Руб./\$	6,0	20,7	27,0	28,1	30,3	33,5	38,6
Резервы ЦБР, млрд. \$	17,8	12,2	12,5	28,0	36,0	36,0	34
Торговый баланс	16,6	16,9	36,0	61,0	51,0	35,0	36,0
Экспорт	89,0	74,9	75,8	105,0	102,0	90,0	96
Импорт	72,0	58,0	39,6	44,0	51,0	55,0	60

Источник: МВФ, оценка Альфа-Банка

**Илл. 30. Основные события**

Дата	Событие
3 декабря	<b>В случае одобрения правительством сверхпланового повышения тарифов естественных монополий официальный прогноз по инфляции в 2002 г. составит 14-16%</b>
4 декабря	<b>Агентство Moody's повысило рейтинг шести российских банков, включая Альфа-Банка.</b> Вслед за повышением потолка суверенного рейтинга России (до Ва3 с В) и потолка рейтинга депозитов в иностранной валюте (до В1 с В3), агентство Moody's повысило рейтинг депозитов в иностранной валюте шести российских банков.
5 декабря	<b>Согласно проекту стратегии развития банковского сектора, минимальный размер уставного капитала для банков составит 5 млн. евро.</b> Кроме того, ЦБ будет отзываться лицензии у кредитных организаций при значении норматива достаточности ниже 10%.
6 декабря	<b>Агентство Moody's повысило рейтинги 10 российских регионов</b>
7 декабря	<b>Максимальное увеличение тарифов естественных монополий в 2002 г составит 35%.</b> Ожидаемое решение о постепенном повышении тарифов в течение года снижает вероятность всплесков инфляции. Мы сохраняем наш прогноз по инфляции в 2002 г на уровне 16%.
11 декабря	<b>Министерство имущества увеличило план сбора средств для выплаты внешних обязательств в 2002 году на 10% (до \$2,4 млрд).</b> Дополнительные \$200 млн. ожидается получить от участия государства в компаниях, от сдачи недвижимости и земли в аренду, а также от лизинговых операций.
13 декабря	<b>ЦБ повысил ставки по рублевым депозитам второй раз за месяц, чтобы предотвратить резкое падения курса рубля в конце года.</b>
14 декабря	<b>Золотовалютные резервы ЦБ РФ снизились за неделю с 30 ноября по 7 декабря на \$1,2 млрд. до \$36,1 млрд.</b> Снижение резервов вызвано масштабными интервенциями ЦБ на валютном рынке, а также покупкой Минфином валюты для выплат по внешнему долгу в декабре в объеме \$1,1 млрд.
17 декабря	<b>Рост ВВП за первые три квартала 2001 года составил только 4,9%, годовой рост ожидается на уровне 5,6% благодаря лучшим результатам четвертого квартала</b>
18 декабря	<b>Рост промышленного производства в РФ за 11 месяцев 2001 г. составил 5,1%</b>
19 декабря	<b>По прогнозу МВФ, экономический рост в России в 2001 г. составит 5,8%, в 2002 г. замедлится до 3,6%.</b>
20 декабря	<b>Standard &amp; Poor's повысило долгосрочный рублевый и валютный рейтинги РФ до В+ с В и подтвердило краткосрочный на уровне В.</b>
21 декабря	<b>Резервы ЦБР стабилизировались на уровне \$36,2 млрд. на 14 декабря; к концу года вероятно их снижение до \$36 млрд.</b>
24 декабря	<b>Законопроект о пенсионной реформе одобрен, Пенсионный Фонд сохранит монополию на \$1-1.5 млрд. резервов.</b>
25 декабря	<b>По словам Владимира Путина рост ВВП в 2001 году составит 5,5%.</b> Мы по-прежнему считаем, что с точки зрения перспектив роста в следующем году основным индикатором будет рост инвестиционной активности. В ситуации, когда бюджет будет направлен на погашение долговых обязательств, а внутренний конечный спрос достаточно низким из-за высокой инфляции, инвестиции являются основным источником роста ВВП.
27 декабря	<b>Услуги ЖКХ подорожают на 70% больше, чем тарифы на газ и электроэнергию; в результате этого перекрестное субсидирование снизится на 8% в 2002 г.</b>
28 декабря	<b>Правительство уверено, что рост ВВП составит 5,5% в этом году, и ожидает роста в 3,5-4,3% в 2002 г. благодаря комбинации позитивных внешних и внутренних условий, и что прогноз роста будет пересмотрен, только если цены на нефть достигнут \$14-15 за баррель.</b>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Новости компаний и отраслей

**Константин Резников**

(7 095) 795-3612

**Анна Бутенко**

(7 095) 795-3745

**Юкос и Сибнефть  
смогут  
компенсировать  
снижение цен на  
нефть**

**Наибольшие потери  
понесут Татнефть и  
ЛУКОЙл**

### Нефть и газ: ориентация на \$19 за баррель

Основные изменения ключевых параметров связаны со снижением нашего прогноза цены Urals на 2002 год с \$21,5 до \$17,5 за баррель, что негативно скажется на финансовом состоянии компаний. Тем не менее, мы полагаем, что Юкос and Сибнефть, которые намерены компенсировать снижение цен на нефть за счет опережающего наращивания показателей добычи (на 16% и 22% в 2002 г., соответственно) сумеют увеличить свои показатели чистой прибыли.

С другой стороны, низкие цены принесут значительные потери компаниям с более низкими темпами роста добычи, таким как Татнефть и ЛУКОЙл. Хуже всех достанется Татнефти, чистая прибыль которой, по нашим оценкам, сократится в 2002 г. на 42%. Одна из причин этого – отсутствие собственных перерабатывающих мощностей, которая не позволяет компании получать дополнительную выручку путем увеличения объемов сбыта нефтепродуктов.

**Илл. 31. Основные факторы развития нефтяной отрасли**

	1999	2000	2001П	2002П	2003П
Добыча сырой нефти, Россия в целом*	305,0	323,4	346,0	357,1	374,9
Переработка нефти, Россия в целом	168,6	173,8	182,9	188,4	193,8
Экспорт сырой нефти, Россия в целом	142,3	151,7	157,6	167,1	175,5
Средневзвешенная цена сырой нефти, \$/баррель**	10,8	17,9	18,5	16,0	16,2
ЛУКОЙл - добыча сырой нефти	75,6	77,7	80,7	82,1	84,1
ЛУКОЙл – собственная переработка нефти	29,4	32,2	32,8	39,0	41,2
ЛУКОЙл – экспорт	30,4	31,0	33,9	33,6	34,2
Юкос - добыча сырой нефти	44,5	49,6	57,5	66,8	74,5
Юкос - собственная переработка нефти	25,7	22,9	23,5	23,8	24,2
Юкос – экспорт	17,8	24,4	27,0	31,4	35,0
СургутНГ - добыча сырой нефти	37,4	40,6	44,1	47,3	50,1
СургутНГ - собственная переработка нефти	17,2	16,0	16,4	16,6	16,9
СургутНГ – экспорт	16,1	17,7	19,3	21,6	23,3
Сибнефть - добыча сырой нефти	16,3	17,2	20,5	25,0	28,0
Сибнефть - собственная переработка нефти	12,5	12,6	12,9	17,1	17,3
Сибнефть – экспорт	5,0	5,6	6,8	8,3	9,2
Татнефть добыча сырой нефти	24,1	24,6	24,8	24,5	24,2
Татнефть - собственная переработка нефти	0,4	0,4	6,2	7,0	7,0
Татнефть – экспорт	8,7	11,0	9,7	9,5	9,4
Доля ЛУКОЙл в общероссийской добыче, %	24,8	24,0	23,3	23,0	22,4
Доля Юкос в общероссийской добыче, %	14,6	15,3	16,6	18,7	19,9
Доля СургутНГ в общероссийской добыче, %	12,3	12,6	12,7	13,2	13,4
Доля Сибнефти в общероссийской добыче, %	5,4	5,3	5,9	7,0	7,5
Доля Татнефти в общероссийской добыче, %	7,9	7,6	7,2	6,9	6,4

Примечания: \* млн. тонн, если не указано иное; \*\* Взвешивание по доле экспорта в общей добыче.

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа Банка



**Илл. 32. Факторы динамики**

Отрасль/компания	Фактор динамики	Дата
Отрасль	Новая экспортная пошлина и налог на нефтедобычу	январь 2002 г.
Отрасль	Сокращение добычи сырой нефти	1-й кв. 2002 г.
ЛУКОЙл	Приватизация Hellenic Petroleum	1-й кв. 2002 г.
ЛУКОЙл	Приватизация 6,1% акций в форме АДР	май 2002 г.
ЛУКОЙл	Выпуск конвертируемых облигаций	середина 2002 г.
Юкос	Приватизация Hellenic Petroleum	1-й кв. 2002 г.
Юкос	ТЭО проекта нефтепровода в Китай	июль 2002 г.
Сургутнефтегаз	Публикация отчетности за 1998-2000 г.г. по US GAAP	март 2002 г.
Сургутнефтегаз	Выплата дивидендов за 2001 г.	апрель 2002 г.
Татнефть	Погашение выпуска еврооблигаций в объеме \$300 млн	октябрь 2002 г.
Сибнефть	Возможная выплата промежуточных дивидендов за 4-й кв. 2001 г. общим объемом \$300 млн	февраль
Сибнефть	Размещение еврооблигаций на \$250-300 млн	1-й кв. 2002 г.

Источник: оценка Альфа Банка

**Сокращение экспорта нефти Россией как фактор возможного сокращения экспорта странами ОПЕК**

Хотя нам представляется, что нефтяным компаниям, вероятно, удастся - за счет повышения экспорта нефтепродуктов, а также поставок на Украину и в Беларусь для дальнейшей транспортировки за границу - избежать снижения экспорта в 1-м кв. 2002 г. на 150 тыс. барр. в день, предложение России о снижении экспорта важно не с точки зрения его прямого воздействия на глобальный баланс спроса и предложения, а в качестве фактора, способного спровоцировать более значительное сокращение добычи странами ОПЕК (1,5 млн. баррелей в день), а также странами, не входящими в ОПЕК (350 тыс. баррелей в день).

**Приватизация и выпуск конвертируемых облигаций повлекут на котировки акций ЛУКОЙла**

Мы полагаем, что динамика акций ЛУКОЙла будет зависеть от того, насколько верно будет выбран момент для размещения правительством АДР компании и выпуска компанией конвертируемых облигаций на сумму \$350-400 млн. в середине 2002 г. Две эти эмиссии могут создать опасность избыточного предложения на рынке акций и производных бумаг.

**Юкос, вероятно, обратится к новым рынкам**

Мы полагаем, что устойчивый рост нефтедобычи побудит Юкос к более активному наращиванию экспорта сырой нефти в страны Европы и Азии. В этом плане ключевое значение для компании будут иметь успешное приобретение греческой компании Hellenic Petroleum и завершение разработки ТЭО по проекту сооружения нефтепровода для транспортировки нефти в Китай.

**Сургутнефтегаз – крупных дивидендов за 2001 г. не предвидится**

Мы ожидаем, что Сургутнефтегаз будет и далее выплачивать в виде дивидендов по привилегированным акциям менее 10% своей чистой прибыли. По нашей оценке, компания выплатит дивиденды в размере \$0,09 на привилегированную акцию – таким образом, норма дивидендного дохода компании в 2001 г. составит 4,5%. Мы надеемся, что в 2002 г. правительство и Дума проведут закон, дающий четкое определение понятия чистой прибыли. Соответственно, мы ожидаем роста дивидендов по привилегированным акциям Сургутнефтегаза только с 2003 г.

**Сибнефть может выплатить в 4-м кв. 2001 г. промежуточные дивиденды в объеме \$300 млн.**

В отличие от Сургутнефтегаза Сибнефть может объявить о выплате промежуточных дивидендов за 4-й кв. 2001 г. еще на \$300 млн. с датой закрытия реестра в январе-феврале и выплатой в мае. Менеджмент, действуя в основном в интересах основных акционеров, может воспользоваться последней возможностью выплаты промежуточных дивидендов, поскольку с 2002 г. компании смогут выплачивать только годовые дивиденды.

**При стабильных ценах наиболее доходными компаниями окажутся Юкос и СургутНГ**

Юкос и Сургутнефтегаз, показатели которых оказываются выше среднего уровня при любом сценарии ценовой динамики, остаются нашими главными фаворитами в нефтяном секторе. К концу 2001 г. обе компании аккумулируют значительные остатки денежных средств (свыше \$4 млрд.), и наличие столь значительных ресурсов позволит им выполнять



свои инвестиционные программы даже при значительно более низких уровнях цен на нефть. Кроме того, в будущем году Юкос и Сургутнефтегаз будут иметь более широкие возможности приобретения активов для упрочения своего бизнеса в России и странах Центральной и Восточной Европы.

**При низких ценах на нефть покупайте и держите акции Юкоса и Сургутнефтегаза**

В 2002 г. Юкос, Сибнефть и Сургутнефтегаз намерены увеличить добычу нефти на 8-20%. Такой прирост позволит этим компаниям-лидерам компенсировать снижение экспортных цен на нефть, которое, по нашей оценке, составит в годовом выражении 24%. Таким образом, исходя из предположения о том, что показатели Сургутнефтегаза и Юкоса в 2002 г. будут выше среднеотраслевых, а также в свете их более высокой ликвидности по сравнению с Сибнефтью, доходность Юкоса и Сургутнефтегаза окажется выше показателей отрасли в целом.

**Наибольшее сокращение чистой прибыли при цене Brent \$19 за баррель испытают Татнефть и ЛУКОЙЛ**

Наш анализ показывает, что наибольший ущерб от устойчивого снижения цен на нефть понесут ЛУКОЙЛ и Татнефть. Такое значительное влияние этого фактора на ЛУКОЙЛ и Татнефть объясняется их недостаточной способностью наращивать добычу в среднесрочном плане, серьезным объемом задолженности и слабым уровнем развития перерабатывающих мощностей у Татнефти.

**Газпром**

**Илл. 33. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	17 107,6	17 938,2	17 068,9	17 262,2
ЕБИТДА, млн. \$	4 998,6	6 495,1	5 833,2	6 064,7
Чистая прибыль, млн. \$	2 665,9	2 932,5	2 823,6	3 018,0
P/E	3,9	3,5	4,3	4,0
EV/ЕБИТДА	5,1	3,9	4,4	4,2
Капитализация, млн. \$	13 549,5			
EV, млн. \$	25 449,5			
Добыча, млрд. куб. м	3,2			
Запасы, млрд. куб. м	184,1			
Количество акций, млн.	23 673,5			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 34. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Значительная доля выручки приходится на экспорт (63%)</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>Разделение компании на добывающее и транспортирующее предприятия</li> </ul>

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 35. Основные события**

Дата	Событие
18 декабря	Телефонная конференция с представителями Газпрома осветила улучшение финансового положения компании и рост рентабельности. Экспортные цены Газпрома ожидаются в 2002 году на уровне \$90-110/тыс. куб.м (в среднем \$100 тыс. куб.м), что значительно ниже уровня 2001.
21 декабря	Кабинет настаивает на сокращении инвестиционной программы Газпрома на 2002 г. на 15%; рост внутренних цен на газ может составить 30-35%. Газпрома, которая предполагает увеличение капвложений на 65% с \$3,3 млрд. в 2001 г. до \$5,3 млрд. в 2002 г. К 10 января кабинет намерен составить, а 20 января одобрить список инвестиционных проектов Газпрома, необходимость которых не вызывает сомнений.

Источник: оценка Альфа-Банка

## ЛУКОЙЛ

### Илл. 36. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 681,6	11 087,1	11 634,6	12 095,0
ЕБИТДА, млн. \$	4 620,9	3 689,6	4 150,9	4 222,5
Чистая прибыль, млн. \$	3 028,3	2 252,1	2 682,8	2 776,5
P/E	3,3	4,5	3,8	3,6
EV/ЕБИТДА	2,4	3,1	2,7	2,7
Капитализация, млн. \$	10 087,7			
EV, млн. \$	11 262,7			
Добыча, млн. бнэ	567,2			
Запасы, млн. бнэ	14 243,0			
Количество акций, млн.	850,6			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 37. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Внутренние продажи нефти - 15-18 млн. тонн
- Значительный объем долга (\$2.6 млрд.)
- Умеренные темпы роста добычи (1,6%)

#### Возможности

- Развитие активов в странах Восточной Европы (40% перерабатывающих мощностей)
- Приобретение 20% Hellenic Petroleum (Греция)

#### Угрозы

- Проигрыш на аукционе по продаже 25% пакета Hellenic Petroleum (Греция)

Источник: оценки Альфа-Банка

### Илл. 38. Основные события

Дата	Событие
19 декабря	ФКЦБ зарегистрировала результаты эмиссии 77,2 млн. обыкновенных акций ЛУКОЙЛА. Эмиссия была осуществлена для конвертации всех привилегированных акций в обыкновенные. В настоящее время процесс конвертации завершен и теперь уставный капитал ЛУКОЙЛА состоит из 850,6 млн. обыкновенных акций.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сибнефть

### Илл. 39. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 119,4	3 295,0	3 869,9	3 587,3
ЕБИТДА, млн. \$	1 521,6	1 684,7	2 133,4	1 923,4
Чистая прибыль, млн. \$	959,0	988,8	1 324,5	1 081,7
P/E	3,6	3,5	2,6	3,2
EV/ЕБИТДА	2,6	2,4	1,9	2,1
Капитализация, млн. \$	3 425,6			
EV, млн. \$	3 983,1			
Добыча, млн. бнэ	124,8			
Запасы, млн. бнэ	4 644,0			
Количество акций, млн.	4 741,3			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 40. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 12%
- НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 18% нефтепродуктов экспортируется)

#### Возможности

- Повышение объема добычи на 19.9% вследствие увеличения капвложений
- 33% ОНАКО

#### Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой
- акционеров (88%)

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сургутнефтегаз

### Илл. 41. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	5 891,4	5 275,5	5 765,6	6 448,4
ЕБИТДА, млн. \$	3 318,6	3 008,6	3 334,3	3 746,2
Чистая прибыль, млн. \$	2 469,4	2 242,7	2 436,2	2 681,9
P/E	2,6	2,8	2,6	2,4
EV/ЕБИТДА	2,4	2,6	2,4	2,1
Капитализация, млн. \$	7 844,0			
EV, млн. \$	7 844,0			
Добыча, млн. бнэ	373,3			
Запасы, млн. бнэ	6 820,0			
Количество акций, млн.	28 428,0			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 42. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05)

#### Слабые стороны

- Более 75% выручки в валюте
- 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

#### Угрозы

- Модернизация НПЗ Кинеша к 2008 г. (\$800 млн.)
- Компания контролируется руководством (71%)
- Разводнение в результате возможного обмена привилегированных акций на обыкновенные

Источник: оценки Альфа-Банка

## Татнефть

### Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 452,0	3 367,7	3 071,1	3 163,5
ЕБИТДА, млн. \$	1 274,1	791,4	1 002,0	1 002,3
Чистая прибыль, млн. \$	670,5	341,8	516,7	533,3
P/E	1,6	3,2	2,1	2,0
EV/ЕБИТДА	1,6	2,6	2,0	2,0
Капитализация, млн. \$	1 130,7			
EV, млн. \$	2 048,4			
Добыча, млн. бнэ	179,6			
Запасы, млн. бнэ	5 944,0			
Количество акций, млн.	2 326,2			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 44. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Одна из наиболее прозрачных российских нефтяных компаний
- Интенсивное внедрение усовершенствований и новых технологий

#### Слабые стороны

- Зависимость от правительства Татарстана (31.1%)
- Неразвитые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)

#### Возможности

- Строительство современного НПЗ к 2008 г. (\$820 млн.)
- Реструктуризация краткосрочного долга (\$356 млн.) в течение 2 лет

#### Угрозы

- Конвертация 10% акций с ограниченными правами продажи
- Истощение ресурсной базы (на 70%) может привести к снижению объемов добычи

Источник: оценки Альфа-Банка

### Илл. 45. Основные события

Дата	Событие
19 декабря	Прогноз прибыли до налогообложения Татнефти на 2001 г. составляет \$680 млн., что на 37,7% ниже наших ожиданий и на 47,5% ниже прошлогодних результатов. Планы компании по сокращению капвложений с \$577 млн. в 2001 г. до \$350 млн. в 2002 г. связаны с ухудшением конъюнктуры на рынке нефти. В результате сокращения капвложений добыча нефти Татнефть снизится на 1,6% в 2002 г. до 24,2 млн. тонн. Также мы ожидаем сокращения инвестиций Татнефти в строительство нового НПЗ.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Юкос

### Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	9 190,6	9 334,3	9 771,0	9 947,5
ЕБИТДА, млн. \$	4 703,7	4 809,0	5 174,2	5 259,3
Чистая прибыль, млн. \$	3 060,1	3 470,3	3 561,5	3 656,3
P/E	3,7	3,3	3,2	3,1
EV/ЕБИТДА	2,4	2,4	2,2	2,2
Капитализация, млн. \$	11 446,7			
EV, млн. \$	11 446,7			
Добыча, млн. бнэ	361,7			
Запасы, млн. бнэ	11 769,0			
Количество акций, млн.	2 237,0			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 47. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Сильные финансовые показатели
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

#### Слабые стороны

Низкая доля акций, обращающихся на рынке (17%)

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Компания находится под полным контролем ее руководства

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 48. Основные события**

Дата	Событие
4 декабря	<b>Несколько международных групп начали переговоры с Юкосом о возможности продажи пакета 22% акций Kvaerner, принадлежащих компании.</b> Юкос приобрел акции по цене около 13 норвежских крон за акцию, что соответствует текущим котировкам акций Kvaerner. После того, как Юкос, получив нефтяные подразделения компании Kvaerner, потерпел неудачу в реализации своего плана по санации Kvaerner, мы полагаем, что продажа пакета в англо-норвежском холдинге является наиболее разумным решением.
10 декабря	<b>Юкос стал победителем на тендере по приватизации 49% акций компании Transpetrol, заплатив \$74 млн.</b> Transpetrol является единственным оператором нефтепровода "Дружба" со стороны Словакии. Этот нефтепровод является важной составляющей транзитной системы по транспортировке нефти из района Каспийского моря в Западную Европу. Мы считаем, что Юкос выиграет от вышеуказанных инвестиций, так как это позволит ему получить преимущества над другими российскими нефтяными компаниями, действующими в Центральной и Восточной Европе.
14 декабря	<b>Юкос не смог купить 27% компании Mazeikiu Nafta, однако, это серьезно не влияет на нашу оценку компании.</b> Нефтяная компания Williams (США) (владеет 33% Mazeikiu Nafta) заявила, что не смогла достичь окончательной договоренности с Юкосом на предмет приватизации 26,85% нефтеперерабатывающего холдинга.
18 декабря	<b>Совет директоров Юкоса одобрил производственный и инвестиционный план на 2002 г.</b> Компания ожидает увеличить добычу нефти до 71,5 млн. тонн, что на 24,3% больше, чем ожидаемый по итогам 2001 г. показатель добычи нефти. Эти амбициозные планы компании превышают наш предыдущий прогноз на следующий год – рост добычи на 22,2%. С учетом ожидаемого компанией уровня добычи в 2002 г., мы оцениваем рост чистой выручки на 7,2%, а рост чистой прибыли – на 13,9% до \$8,4 млрд. и \$3,3 млрд., соответственно. В результате лучших, чем мы ожидали ранее, операционных результатов компании, мы повышаем расчетную цену Юкоса с \$5 за акцию до \$5,6.
24 декабря	<b>ТНК предложила заплатить \$400 млн. за 36,8% долю государства в Восточной Нефтяной Компании (ВНК), которая будет продана на приватизационном аукционе 29 декабря.</b> Контрольный 54,7% пакет акций ВНК принадлежит Юкосу, таким образом, компания выглядела как наиболее вероятный, если не единственный возможный, победитель аукциона. Однако теперь предложение ТНК представляет серьезную угрозу победе Юкоса, так как цена предложенная ТНК на 77,8% превышает стартовую цену. В результате жесткой конкуренции между Юкосом и ТНК, мы ожидаем, что окончательная цена покупки доли в ВНК будет существенно выше стартовой цены.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Виталий Зархин**

(7 095) 795-3676

**Ольга Филиппова**

(7 095) 795-3735

**Рост тарифов на 7% при увеличении потребления на 1-2%**

**В 2002 г. будут созданы основные элементы инфраструктуры нового оптового рынка**

**Региональные энергокомпании потеряют в среднем 5-10% активов с передачей части ЛЭП в ФСК**

**Ни Мосэнерго, ни Ленэнерго не потеряют на передаче активов...**

## Энергетика: основных индикаторов два

По нашим оценкам, в 2002 г. среднегодовые тарифы на электро- и тепловую энергию в России вырастут в долларовом выражении на 7,4% (до \$17,5/МВт·ч и \$5,8/Гкал). При этом потребление электроэнергии увеличится на 1% (до 588 ТВт·ч) и на 2% (до 452 млн Гкал) вырастет потребление по теплоэнергии. Кроме того, мы полагаем, что расходы на топливо будут продолжать расти: мы ожидаем роста тарифов на газ на 8% и рост цен на уголь на 6% в долларовом м выражении.

2002 год будет для электроэнергетики особым: в отрасли начнется реформа. Мы полагаем, что основным событием года станет создание нового оптового рынка. Его эффективность, а, значит, и эффективность всей отрасли будет определяться деятельностью администратора торговой системы, системного оператора и генерирующих компаний. По нашим оценкам, даже если развитие сектора пойдет по консервативному сценарию, резерв роста у акций РАО ЕЭС до расчетной цены (\$0,24) превышает 30%. Тендеры для стратегических инвесторов, планируемые РАО ЕЭС во втором квартале 2002 году, также, на наш взгляд, могут стимулировать всплеск активности по акциям РАО и региональных компаний.

Многие региональные энергокомпании, скорее всего, потеряют 5-10% своих активов (передаются Федеральной сетевой компании, создаваемой РАО ЕЭС). Нам представляется, что все эти внутрихолдинговые транзакции не нанесут ущерба РАО в целом, однако ему будет нужно найти компромисс с миноритарными акционерами региональных энергокомпаний.

С нашей точки зрения, реструктуризации отрасли пойдет на пользу и Мосэнерго, и Ленэнерго. Кроме того, мы не считаем, что потеря этими компаниями ряда электростанций (четырех в случае Мосэнерго и одной – Киришской ГРЭС – в случае Ленэнерго) в результате передачи их в состав создающихся генкомпаний скажется негативно на их экономических показателях.



**...По мере реализации стратегии развития этих компаний их акции будут расти в цене**

Ленэнерго уже объявляло о планах объединения с соседними энергосистемами. Мы полагаем, что она получит контрольный пакет в объединенной компании Северо-Западного региона. С нашей точки зрения, значительный дисконт к расчетной цене (\$0,06), с которым торгуются акции Мосэнерго, объясняется отсутствием у компании четкой стратегии развития. Когда такая стратегия будет разработана и согласована с акционерами, акции компании вырастут в цене.

### Илл. 49. Основные события, способствующие росту акций

Компания	Дата	Событие	Комментарий
РАО ЕЭС	1Q02	Утверждение структуры генкомпаний	РАО ЕЭС придется учитывать позицию губернаторов, промышленного лобби и других заинтересованных сторон, в т.ч. миноритарных акционеров, и в то же время обеспечить эффективность проекта
	1Q02	Создание Федеральной сетевой компании	РАО будет настаивать на переоценке передающих активов по максимуму для увеличения абонентской платы
	2Q02	Региональные энергокомпании начнут передавать активы в ФСК (общие собрания акционеров)	РАО придется искать компромисса с миноритарными акционерами региональных энергокомпаний во избежание конфликта, который может помешать реструктуризации
	2Q02	Проведение аукционов на участие в 3-4 инвестиционных проектах для стратегических инвесторов	Стратегические инвесторы поднимут «планку», покупая активы с премией в размере 300-1000%
	2Q02	Финансовые результаты за 2001 г. по МСФО	Урегулирование задолженности в конце 2001 г. может резко повысить экономические показатели компании
	3Q02	Создание оптового рынка	Конкурентоспособный оптовый рынок будет способствовать повышению эффективности отрасли
Мосэнерго	1Q 02	Обсуждение реструктуризации компании на совете директоров	Разработка четкой стратегии развития позволит резко увеличить стоимость компании
	2Q02	Финансовые результаты за 2001 г. по GAAP	Чистая рентабельность - 5% по сравнению с чистым убытком в течение последних трех лет
	2Q02	Обсуждение реструктуризации и передачи активов на общем собрании акционеров	Мы полагаем, что даже в случае наилучшего сценария Мосэнерго не будет зависеть от оптового рынка. Более того, компания может получить выгоду от потери Каширской ГРЭС и Шатурской ГРЭС, а также Рязанской МГДЭС из-за того, что издержки у этих станций выше, чем в среднем по Мосэнерго.
	4Q02	Погашение еврооблигаций на сумму \$155 млн	Полагаем, что трудностей с выплатой этой суммы у Мосэнерго не будет
Ленэнерго	1Q02	Утверждение плана реорганизации на совете директоров	Компания объявит о предложениях по объединению, которое должно компенсировать потерю Киришской ГРЭС и ряда передающих активов
	2Q02	Прекращение аренды Киришской ГРЭС	Мы не думаем, что потеря Киришской ГРЭС приведет к ухудшению экономических показателей компании
	2Q02	Обсуждение реструктуризации и передачи активов на общем собрании акционеров	Компания потеряет 4-5% активов в результате их передачи ФСК
Иркутскэнерго	1Q02	Решение суда о выплате РАО ЕЭС \$50 млн в счет погашения долга по абонентской плате	Решение в пользу РАО ЕЭС может ухудшить и без того низкие финансовые показатели компании
	2Q02	Общее собрание акционеров и финансовые результаты за 2001 г. по GAAP	По нашим оценкам, чистая выручка составит \$334 млн, чистый убыток - \$31 млн
	3Q02	Выход компании на новый оптовый рынок	Мы полагаем, что Иркутскэнерго может увеличить поставки на новый рынок с 1 ТВт-ч до 2-4 ТВт-ч

Источник: оценка Альфа-банка

### Илл. 50. Ожидающиеся изменения в ключевых параметрах модели

	2001 г.	2002 г.	%
Потребление электроэнергии, ТВт-ч	583,2	588,4	0,9
Потребление тепловой энергии, млн Гкал	442,8	451,8	2,0
Тариф на электроэнергию, \$/МВт-ч	16,3	17,5	7,4
Тарифы на тепловую энергию, \$/Гкал	5,4	5,8	7,4
Тарифы на газ, \$/тыс куб м	15,4	16,6	7,8
Цены на топливо, \$/т	45,1	44,5	-1,3
Цена угля, \$/т	11,6	12,3	6,0
Емкость оптового рынка			
Тариф на оптовом рынке	10,0	13,5	

Источник: оценка Альфа-банка

**РАО ЕЭС**
**Илл. 51. 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	1 542,2
P/E	19,4	11,3	5,5	4,1
EV/ЕБИТДА	3,1	2,8	2,0	1,7
Капитализация, млн. \$	6 504			
EV, млн. \$	7 131			
Производство, ТВтч	622			
Мощность, ГВт	156			
Количество акций, млн.	42 117			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 52. Краткий обзор компании**

<b>Преимущества</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Выгоды от роста внутреннего рынка</li> <li>• Риски, связанные с реформированием сектора риски, которым подвергаются отдельно действующие энергетические компании, снижаются вследствие объединения последних в рамках РАО ЕЭС.</li> </ul>
<b>Недостатки</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Высокая степень зависимости от политически обусловленного перекрестного субсидирования различных секторов российской экономики</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• В борьбе за энергетический сектор России стратегические инвесторы готовы поднять ставки, предлагая за активы премию в 300-1000%</li> <li>• Отказ от непрофильных активов позволит сократить издержки на 10-15%</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Связанные с реструктуризацией риски вывода активов и разводнения</li> </ul>

Источник: оценка Альфа-Банка

**Илл. 53. Основные события**

Дата	Событие
3 декабря	<b>Более высокая стоимость строительства электростанций (\$500/кВт) требует более высоких тарифов (\$25-30/МВтч) для новых независимых генераторов.</b>
7 декабря	<b>РАО ЕЭС может потерять возможность получать \$255 млн. в качестве абонентской платы от независимых производителей электроэнергии, включая Иркутскэнерго и Башкирэнерго.</b> Вчера арбитражный суд объявил недействительной методику, используемую ФЭК для расчета абонентской платы РАО ЕЭС. Несмотря на то, что ФЭК постарается оспорить решение суда, независимые производители электроэнергии, включая Иркутскэнерго и Башкирэнерго получили весомый аргумент, чтобы не платить РАО ЕЭС.
14 декабря	<b>РАО ЕЭС намерена инвестировать \$97 млн. в рискованный проект совместно с администрацией Челябинского региона.</b> На наш взгляд, интерес РАО ЕЭС объясняется больше политическими соображениями, чем экономическими, учитывая создание ГенКомпаний и реструктуризацию Челябэнерго и Троицкой ГРЭС, расположенной в этом регионе.
18 декабря	<b>Правительство откладывает решение относительно инвестиционной программы РАО ЕЭС на 2002 г. в размере \$3,1 млрд., требуя более четких деталей.</b> Учитывая то, что правительство определило потолок повышения тарифов на следующий год в 35% на оптовом рынке, кабинету необходимо оценить эффективность инвестпрограммы РАО, которая подразумевает повышение тарифов на 60% (по оценке затрат РАО ЕЭС).
19 декабря	<b>РАО ЕЭС настаивает на повышении абонентской платы на 50% до \$2,7/МВтч в 2002 г., что негативно для региональных энергокомпаний.</b> Правительство одобрило на 80% (\$760 млн.) инвестиционную программу РАО ЕЭС на 2002 г. Учитывая то, что правительство установило предел роста тарифов на оптовом рынке в 35%, РАО ЕЭС, на наш взгляд, будет настаивать на повышении абонплаты, чтобы аккумулировать необходимые средства.
20 декабря	<b>Правительство организует объединенный комитет по реформе энергетического сектора, что, вероятнее всего, ускорит процесс реструктуризации.</b> На наш взгляд, решение о создании комитета принято в связи с медленным развитием правительственной части реформ. А потому мы расцениваем создание комитета позитивным фактором, который ускорит проведение реформ.
25 декабря	<b>Премьер-министр Михаил Касьянов подписал постановление о критериях отнесения магистральных линий электропередач к единой национальной электрической сети.</b> По нашим оценкам, региональные энергетические компании лишатся в среднем 5-10% своих активов в пользу ФСК (которая будет создана как 100-процентная дочка РАО ЕЭС), в отдельных случаях (Кузбассэнерго) – до 33%. Более других пострадают, по нашим оценкам: Читаэнерго (19%), Амурэнерго (16%), Псковэнерго (более 10%), Калугазэнерго (14%), Курскэнерго (15%) и Нижновэнерго (11%). Кроме того, на наш взгляд передача в ФСК высоковольтных сетей станет одной из причин дальнейшей потери региональными энергокомпаниями ряда крупных промышленных потребителей.
28 декабря	<b>Долгожданная сделка по урегулированию долгов РАО ЕЭС позволит сократить кредиторскую задолженность компании в \$6,6 млрд. на 20% с дисконтом в 68%.</b> В соответствии с условиями многостороннего договора, значительная часть долга бывшего СССР перед Чехией (\$2,5 млрд. из \$3,6 млрд.) 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.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Мосэнерго

### Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 424,6	1 523,6	1 473,7	1 582,9
EBITDA, млн. \$	407,4	460,1	517,3	562,6
Чистая прибыль, млн. \$	69,3	106,7	139,1	187,2
P/E	16,9	11,0	8,4	6,3
EV/EBITDA	3,9	3,5	3,1	2,9
Капитализация, млн. \$	1 173,1			
EV, млн. \$	1 608,1			
Производство, ТВтч	68,9			
Мощность, ГВт	14,9			
Количество акций, млн.	28 267,0			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 55. Краткий обзор компании

<b>Преимущества</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Сильная клиентская база гарантирует стабильное поступление оплаты</li> <li>Крупнейшая в России и наиболее ликвидная региональная энергетическая компания</li> </ul>
<b>Недостатки</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Отсутствие четкой стратегии развития</li> <li>Предстоящее (в октябре 2002 г.) погашение еврооблигаций (основная сумма долга составляет \$155 млн)</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Поглощение перепродавцов (до 5% совокупной выручки)</li> <li>Компания имеет возможность включить в свою структуру соседние энергетические предприятия (до 5-15% выручки ; 10-15% мощностей)</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Связанные с реструктуризацией риски вывода активов: компания теряет 30% мощностей и высоковольтных ЛЭП</li> </ul>

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

### Илл. 56. Основные события

Дата	Событие
10 декабря	Счетная палата отметила очевидные улучшения в финансовом положении Мосэнерго, мы поддерживаем рекомендацию <b>СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА</b> . Счетная палата на прошлой неделе завершила проверку Мосэнерго. В своем отчете представители счетной палаты отметили очевидные улучшения в финансовом положении компании. Так, дебиторская задолженность уменьшилась на 25%, кредиторская - на 57%, отсутствует просроченный долг.
24 декабря	Рост чистой прибыли Мосэнерго составил <b>30% (\$66 млн.)</b> , что ниже наших ожиданий, но все еще очень сильный результат. Компания сообщила о \$66 млн. чистой прибыли против \$51 в 2001 году и ожидаемых нами \$79 млн. в текущем периоде. Компания увеличила поставки электроэнергии на 4.7% до 53,2 ТВтч и теплоэнергии на 3,5% до 66,3 млн. Гкал, в первую очередь, за счет промышленного сектора, который продемонстрировал впечатляющий рост потребления – 9% по электроэнергии и 6% по теплоэнергии соответственно. Рост тарифов составил 50% - до \$18/МВтч и \$6,7/Гкал.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Ленэнерго

### Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	538,7	628,1	524,4	592,9
EBITDA, млн. \$	87,7	107,6	141,1	172,1
Чистая прибыль, млн. \$	36,7	58,8	88,8	113,3
P/E	7,5	4,7	3,1	2,4
EV/EBITDA	3,6	2,9	2,2	1,8
Капитализация, млн. \$	296,5			
EV, млн. \$	312,4			
Производство, ТВтч	7,9			
Мощность, ГВт	5,3			
Количество акций, млн.	897,3			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 58. Краткий обзор компании

<b>Преимущества</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Значительная (14%) доля акций принадлежит иностранным стратегическим инвесторам</li> <li>Наличие новой, энергичной и инициативной команды профессиональных менеджеров</li> </ul>
<b>Недостатки</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>34% поставок электроэнергии и 73% поставок тепла идут субсидируемым потребителям</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Компания имеет возможность поглотить соседние энергосистемы (мощностью до 1,4 ГВт и объемом поставок до 8 ТВтч)</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Возможна потеря компанией крупных потребителей (до 37% выручки), Киришской ГРЭС (39% мощностей) и высоковольтных линий</li> </ul>

Источник: оценка Альфа-Банка

## Иркутскэнерго

### Илл. 59. 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	-12,7	-9,6	-41,7	20,0
EV/ЕБИТДА	6,6	6,3	5,1	3,5
Капитализация, млн. \$	390,9			
EV, млн. \$	438,9			
Производство, ТВтч	53,8			
Мощность, ГВт	12,9			
Количество акций, млн.	4 767,0			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 60. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Избыток мощностей, низкие производственные издержки (более 70% энергии производится ГЭС)
- Экспортно-ориентированные промышленные потребители - 2/3 продаж

#### Слабые стороны

- Основные потребители, они же собственники Иркутскэнерго, препятствуют повышению тарифов

#### Возможности

- Высокая степень конкурентоспособности может реализоваться на свободном рынке
- Возможен рост продаж электроэнергии на оптовый рынок в краткосрочной перспективе

#### Угрозы

- Перераспределение собственности в пользу группы алюминиевых компаний

Источник: оценки Альфа-Банка

### Илл. 61. Основные события

Дата	Событие
3 декабря	<b>Тарифы Иркутскэнерго для всех групп потребителей вырастут на 25% в 2002 г. до \$6,7/МВтч</b> , таким образом, перекрестное субсидирование останется на высоком уровне. компаний, обратились в РЭК с просьбой повысить тарифы для населения на 400% до \$13/МВтч и понизить тарифы для алюминиевых компаний на 20% до \$4,5/МВтч, в то время как промышленность потребляет более 70% электроэнергии, производимой компанией. Однако РЭК повысило с 1 января 2002 г. тарифы для всех групп потребителей, в частности, для населения - на 50% (с \$3,3/МВтч до \$5/МВтч), для промышленности - на 15% (с \$5,8/МВтч до \$6,7/МВтч).
21 декабря	<b>Иркутскэнерго может получить дополнительные \$3-10 млн. выручки в результате конфликта вокруг угольного поставщика РАО ЕЭС.</b> По нашим оценкам, Иркутскэнерго может увеличить поставки на ФОРЭМ на 1,5-2 ТВтч с текущего уровня в 1 ТВтч, что означает дополнительную выручку в \$4,5-\$10 млн. (по \$3-\$5 за МВтч).

Источник: оценки Альфа-Банка

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

**Елена Роговина**  
(7 095) 795-3742

## Телекомы: рост выручки на 36% до \$8,4 млрд

Мы полагаем, что 2002 год будет удачным для российских телекоммуникационных компаний. Рост отрасли будет определяться следующими основными событиями:

### Илл. 62. Основные события, способствующие росту акций

Компания	Событие	Сроки
МТС	Приобретение компании «Кубань-GSM»	1-й кв. 2002 г.
	Приобретение компании СМАРТС	1-й кв. 2002 г.
	Увеличение доли в числе новых абонентов в Московской лицензионной зоне (~40%)	1-й кв. 2002 г.
Вымпелком	Получение GSM-лицензии на работу в г. Санкт-Петербурге	2-й кв. 2002 г.
	Выпуск еврооблигаций	2-й кв. 2002 г.
	Выход на рынки Уральского и Дальневосточного регионов	Вторая половина 2002 г.
Ростелеком	Реструктуризация задолженности перед Внешэкономбанком на \$70 млн	1-й кв. 2002 г.
	Повышение общей интегральной расчетной таксы на 50%	1-й кв. 2002 г, 3-й кв. 2002 г.
	Выход на рынок IP-телефонии Выплата дивиденда по обыкновенным акциям (10% от чистой прибыли по РСБУ)	Вторая половина 2002 г. 2-й кв. 2002 г.
Годен Телеком	Покупка 50% акций компании «Совинтел»	1-й кв. 2002 г.
	Данные о консолидированной чистой прибыли	2-й кв. 2002 г.
Региональные компании	Завершение консолидации	3-й-4-й кв. 2002 г.
	Повышение тарифов в регионах	1-й кв. 2002 г, 3-й кв. 2002 г.
	Выпуск АДР 2-ого уровня межрегиональными компаниями	4-й кв. 2002 г.

Источник: Альфа-Банк



**Рекомендуем следить за экспансией в регионах и ее влиянием на показатели рентабельности**

**Из-за замедления роста абонентской базы в МЛЗ снижение ARPU в 2002 г. будет не столь ощутимым**

В случае холдинговых компаний-операторов мобильной связи (МТС, Вымпелком) инвесторам следует следить за динамикой и структурой их абонентов, а также размером выручки в расчете на одного абонента и рентабельностью. Быстрый рост доли региональных абонентов в общем числе пользователей мы считаем в целом позитивным фактором, но с условием, что при этом не снизятся показатели консолидированной нормы прибыли. Мы полагаем, что у МТС бизнес в регионах будет развиваться быстрее, чем у конкурентов: во-первых, компания быстро вводит в строй новые станции; во-вторых, в 2002 г. не исключены крупные сделки по приобретению ряда компаний, в частности Кубани-GSM (свыше 300 тыс. абонентов) и SMARTC. Мы также полагаем, что компании МТС удастся сохранить норму EBITDA на уровне около 50%.

Еще один очень важный показатель – сокращение средней выручки в расчете на одного абонента (ARPU). По мере роста рынка мобильной связи в регионах снижение совокупной ARPU будет становиться все более и более ощутимым: индивидуальные абоненты в регионах, как правило, пользуются мобильной связью не столь интенсивно, как в столичных городах. С другой стороны, можно предположить, что в связи с заметным замедлением роста абонентской базы в Московской лицензионной зоне (по нашим оценкам, в 2002 г. он составит 29% по сравнению с 93% в 2001 г.) ARPU, по-видимому, будет относительно стабильной.

**Илл. 63. Основные индикаторы роста МТС**

	Число абонентов	Доля рег. абонентов, %	ARPU, \$	Норма EBITDA, %
1999 г.	307 000	Н/З	124	47
2000 г.	1 274 000	6	54	42
2001 г. (оц.)	2 543 480	18	35	48
2002 (оц.)	3 820 200	32	29	48
2003 (оц.)	5 003 100	42	26	47

Примечание: Н/З – не значимо

Источник: оценка Альфа-Банка

**Илл. 64. Основные индикаторы роста Вымпелкома**

	Число абонентов	Доля рег. абонентов, %	ARPU, \$	Норма EBITDA, %
1999 г.	372 300	6	99	11
2000 г.	863 500	6	38	Отр.
2001 г. (оц.)	2 003 100	8	24	32
2002 (оц.)	2 745 400	17	21	37
2003 (оц.)	3 536 300	28	18	38

Источник: оценка Альфа-банка

**Илл. 65. Основные индикаторы роста Ростелекома**

	Рост трафика в междугородней связи	Рост трафика в международной связи	Доля Ростелекома на рынке международной связи, %	Норма EBITDA, %
1999 г.	12	10	88	32
2000 г.	3	0	85	32
2001 г. (оц.)	22	21	84	37
2002 (оц.)	20	19	83	36
2003 (оц.)	16	15	82	38

Источник: оценка Альфа-банка

Что касается Ростелекома, то мы рекомендуем инвесторам следить за изменением доли компании в различных сегментах рынка междугородней связи, а также доли этого вида связи в выручке (ожидается, что этот сегмент будет расти опережающими темпами). Мы полагаем, что доля Ростелекома на рынке, в частности в сегменте международной связи, будет продолжать падать, но не столь быстро, как



**Доля доходов от регионального бизнеса в выручке МТС и Вымпелкома составит соответственно 31% и 17%**

**Снижение безрисковой ставки до 10-11% приведет к росту расчетной стоимости МТС и Вымпелкома**

**В 2002 г. целый ряд событий будет способствовать росту акций Ростелекома**

**С завершением консолидации в отрасли акции компаний связи станут намного привлекательнее**

**Рост тарифов как минимум на 35% и завершение консолидации – основные факторы роста акций в ближайшем будущем**

раньше: ожидаются реструктуризация тарифов и выход компании на рынок IP-телефонии.

Наиболее предпочтительными бумагами данной отрасли являются акции МТС и Вымпелкома, хотя абсолютные показатели этих компаний будут зависеть от стоимости их бизнеса и темпов экспансии в регионах. По нашим оценкам, в 2002 г. доля доходов от регионального бизнеса в общей выручке у МТС и Вымпелкома составит соответственно 31% и 17%. Кроме того, эти две компании выиграют больше других от притока новых средств на российский фондовый рынок: у них по сравнению с другими компаниями отрасли более высокие технико-экономические показатели и больше объем предоставляемой инвесторам информации.

Помимо изменения отдельных показателей у этих двух компаний мы ожидаем дальнейшего снижения безрисковой ставки до 10-11% (сейчас – 11,6%). Кроме того, мы полагаем, что ведущие мировые рейтинговые агентства повысят долгосрочные рейтинги эмитента по обеим компаниям. Повышение рейтинга на один пункт будет означать снижение стоимости капитала примерно на 50 б.п. Соответственно, рассчитываемая на основе наших моделей стоимость этих компаний резко вырастет.

В принципе, у Ростелекома резерв роста акций может оказаться еще больше. Если исходить из стоимостных коэффициентов, его акции дешевле бумаг компаний-операторов мобильной связи, и поэтому мы ожидаем, что в течение 2002 г. будет много хороших новостей, связанных с Ростелекомом. Нам представляется, что росту его акций будут способствовать главным образом три события: повышение интегральной расчетной таксы (на 25% с 1 января 2001 г.), реструктуризация долга перед Внешэкономбанком на \$70 млн и выход на новые рынки телекоммуникационных услуг, в т.ч. рынок IP-телефонии. Кроме того, из-за пессимистичного настроения инвесторов за весь 2001 г. цена акций Ростелекома практически не изменилась, и поэтому в 2002 г. она вполне может пойти вверх. В настоящее время расчетная цена акции Ростелекома составляет \$1,09, однако мы не исключаем возможности ее повышения в случае, если компания продемонстрирует понимание указанных выше факторов роста.

Мы полагаем, что объединение региональных компаний завершится к концу 2002 г., что сделает отрасль намного привлекательнее для инвесторов. Вместе с тем существует опасность того, что некоторые инвесторы, купившие акции региональных компаний на пике цены в предкризисный период, после завершения консолидации предпочтут выйти из бумаг этой отрасли. Несмотря на это, мы рекомендуем выбрать ряд узловых региональных компаний, имеющих наибольшие шансы на привлечение стратегического инвестора либо финансирования (хотя, с нашей точки зрения, это произойдет не ранее 2003-2004 гг.).

В краткосрочном плане факторами роста их акций является повышение тарифов для населения (предположительно в среднем на 35% в 2002 г.) и завершение объединения региональных компаний (в большинстве случаев во второй половине 2002 г.). Мы также считаем, что первостепенное значение для дальнейшего развития мобильной связи будут иметь реализация нового Закона о телекоммуникационных компаниях и создание независимого регулирующего органа. Среди бумаг региональных компаний связи в 2002 г. мы рекомендуем прежде всего акции НовосибирскЭлектросвязи, Южного Телекома и Нижновсвязьинформа с ориентацией на расчетную цену соответственно \$0,03, \$8,15 и \$1,29 за акцию.

## Операторы альтернативной связи

### Голден Телеком

#### Илл. 66. 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	(47,9)	69,0	30,5	17,0
EV/EBITDA	13,3	9,9	6,3	4,3
Капитализация, млн. \$	293,8			
EV, млн. \$	277,3			
Кол-во акций, млн.	24,1			

Источники: оценка Альфа-банка

#### Илл. 67. Краткий обзор компании

##### Сильные стороны

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

##### Слабые стороны

- Очень низкая ликвидность
- Отсутствие привлекательных активов на мобильном рынке

##### Возможности

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

##### Угрозы

- Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источник: оценка Альфа-Банка

### МТС

#### Илл. 68. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	859,0	1 132,6	1 305,0	1 488,6
EBITDA, млн. \$	410,8	544,7	611,7	691,2
Чистая прибыль, млн. \$	168,7	181,9	164,1	164,4
P/E	21,3	19,8	21,9	21,9
EV/EBITDA	8,7	6,5	5,8	5,2
Капитализация, млн. \$	3 597,9			
EV, млн. \$	3 560,6			
Число абонентов, '000	3 375,0			
Кол-во акций, млн.	99,7			

Источники: оценка Альфа-банка

#### Илл. 69. Краткий обзор компании

##### Сильные стороны

- Чрезвычайно прочное финансовое положение
- Высокая доходность на инвестированный капитал

##### Слабые стороны

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

##### Возможности

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

##### Угрозы

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

Источник: оценка Альфа-Банка

#### Илл. 70. Основные события

Дата	Событие
6 декабря	<b>МТС выходит на рынок Южного региона России посредством приобретения оператора Кубань GSM.</b> Мы оцениваем стоимость компании Кубань GSM в \$150 млн., или \$475 на абонента, в то время как стоимость строительства сети с нуля составляет порядка \$400. Мы считаем, что учитывая сильную позицию Кубань GSM на рынке и быстро растущую абонентскую базу, 16% премия за покупку компании оправдана.
13 декабря	<b>11 декабря МТС приступила к предоставлению услуг сотовой связи для широкого круга жителей Санкт-Петербурга и Ленинградской области.</b> По сведениям агентства Рейтерс, за первую половину первого дня после запуска услуги, МТС уже подписала контракты с 500 абонентами. Мы полагаем, что до конца текущего года МТС сможет получить до 30 000 абонентов, а к 2005 году сможет захватить 30% рынка.
24 декабря	<b>Повышение рейтинга МТС до В+ удешевит стоимость капитала в долгосрочной перспективе.</b> Повышение рейтинга позитивно для компании, так как в будущем снизит стоимость капитала. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

## ВымпелКом

### Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	430,5	586,7	635,3	731,5
EBITDA, млн. \$	138,3	214,1	239,3	311,4
Чистая прибыль, млн. \$	40,7	56,5	38,2	38,3
P/E	34,6	24,9	36,9	36,8
EV/EBITDA	10,5	6,8	6,0	4,6
Капитализация, млн. \$	1 408,9			
EV, млн. \$	1 446,3			
Число абонентов, '000	1 608,8			
Кол-во акций, млн.	53,8			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 72. 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

- Маржа компании может снизиться в результате выхода на рынок Соник Дуо

Источник: оценки Альфа-Банка

## Операторы традиционной связи

### МГТС

### Илл. 73. 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	33,3	12,0	11,1	11,6
EV/EBITDA	4,1	3,5	3,6	3,8
Капитализация, млн. \$	515,4			
EV, млн. \$	516,1			
Используется линий, '000	125,9			
Кол-во акций, млн.	95,8			

Источники: оценка Альфа-банка

### Илл. 74. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Относительно ликвидная региональная компания

#### Слабые стороны

- 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 результате консолидации
- Погашение значительного долга в 2002 г.

Источник: оценка Альфа-Банка

### Илл. 75. Основные события

Дата	Событие
13 декабря	<b>МГТС выпустит АДР на 12-18% акционерного капитала в первом квартале 2002 года.</b> Переговоры между МГТС и ЦентрТелекомом все еще не завершены, и что решение о возможном присоединении МГТС к ЦентрТелекому будет принято только после того, как консолидация в Центральном регионе будет завершена. Мы поддерживаем нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции МГТС.
18 декабря	<b>Агентство S&amp;P присвоило корпоративный кредитный рейтинг компаниям Центртелеком и Уралсвязьинформ, а также повысило рейтинг МГТС.</b> Повышение рейтинга МГТС было вызвано увеличением экономической активности компании в Москве, продемонстрированной возможностью обслуживать свои долги, а также возросшим потенциалом роста прибыли благодаря завершению строительства транспортных сетей.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Ростелеком

### Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	838,7	887,4	911,4	955,6
ЕБИТДА, млн. \$	308,4	323,7	348,8	373,7
Чистая прибыль, млн. \$	51,1	62,2	88,9	110,0
P/E	13,2	10,8	7,6	6,1
EV/ЕБИТДА	3,3	3,2	2,9	2,7
Капитализация, млн. \$	791,6			
EV, млн. \$	1 025,7			
Кол-во акций, млн.	971,6			

Источники: оценка Альфа-банка

### Илл. 77. 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

Источник: оценка Альфа-Банка

### Илл. 78. Основные события

Дата	Событие
21 декабря	Увеличение локальных тарифов для региональных телекомов на 25% является хорошим знаком, однако, недостаточно для того, чтобы сделать оказание услуг телефонной связи населению прибыльным бизнесом. На настоящий момент средний тариф региональных операторов для населения составляет 69 руб. при том, что затраты на поддержание услуги составляют 84 руб.

Источник: оценки Альфа-Банка

### Максим Матвеев, CFA

(7 095) 795-3736

**Показатели  
российских компаний  
зависят от  
конъюнктуры на  
внешних рынках**

## Металлургия: производство сокращается

Поскольку российские предприятия черной и цветной металлургии экспортируют соответственно около 80% и более 60% своей продукции, их производственные показатели определяются состоянием зарубежных рынков металлов. С учетом ожидающегося подъема мировой экономики можно предположить, что начиная со второй половины 2002 г. цены на цветные металлы начнут постепенно повышаться, однако средние цены никеля и меди в 2002 г. снизятся по сравнению с нынешним годом соответственно на 12% и 2,5%.

Мы сохраняем неизменным наш прогноз по цене платины (\$450/унция) и палладия (\$400/унция) на 2002 г., который не выходит за рамки рассчитанного нами на долгосрочную перспективу тренда цены этих металлов. Тем не менее возможное снижение экспорта металлов платиновой группы (МПГ) из России и рост спроса на эти металлы со стороны производителей автомобильных катализаторов (30% совокупного спроса на платину и 66% на палладий), могут стать сильными факторами, способствующими повышению цен на МПГ.

### Илл. 79. Динамика цен на металлы в 1998-2003 гг. (оц.)

	1998	1999	2000	2001 (оц.)	2002 (оц.)	2003 (оц.)
<b>Цветные металлы</b>						
Никель, \$/т	4 608	6 051	8 653	5 970	5 250	6 038
Изменение, %		31,3	43,0	-31,0	-12,1	15,0
Медь, \$/т	1 631	1 578	1 814	1 580	1 540	1 771
Изменение, %		-3,3	14,9	-12,9	-2,5	15,0
<b>МПГ</b>						
Платина, \$/унция	372	377	547	530	450	450
Изменение, %		1,3	45,0	-3,1	-15,1	0,0
Палладий, \$/унция	285	360	685	600	400	400
Изменение, %		26,3	90,4	-12,4	-33,3	0,0
<b>Сталь</b>						
Холоднокатаная сталь, \$/т	291	248	300	250	260	300
Изменение, %		-14,7	20,9	-16,8	4,0	15,4
Горячекатаная сталь, \$/т	206	170	215	170	175	210
Изменение, %		-17,2	26,3	-21,0	2,9	20,0

Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

**Акции ГМК  
«Норильский никель»  
наиболее  
предпочтительны для  
инвестиций**

С нашей точки зрения, акции ГМК «Норильский никель» являются наиболее предпочтительными для инвестиций по сравнению с бумагами других предприятий цветной металлургии. Мы полагаем, что в 1-м полугодии 2002 г. компания завершит программу реструктуризации. Аннулирование акций, находящихся на балансе компании, будет способствовать снижению рисков, связанных с проблемами корпоративного управления. Кроме того, мы предполагаем, что в 1-м кв. 2002 г. новое руководство Норильского Никеля объявит стратегию действий, направленную на выполнение производственного плана, осуществление капитальных затрат, дивидендной политики и корпоративного управления. Падение цен на металлы является фактором, способствующим снижению рентабельности компании (по предварительным оценкам, норма EBITDA снизится с 38% в 2001 г. до 26% в 2002 г.). С другой стороны, оно будет стимулировать сокращение издержек прежде всего за счет уменьшения расходов на оплату труда и повышение эффективности снабжения.

Мы полагаем, что у Норильского Никеля достаточно управленческих и финансовых ресурсов для продолжения реализации масштабного плана капзатрат, который позволит компании сохранить конкурентные позиции на мировом рынке. С учетом всего этого мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям ГМК «Норильский никель».

**Илл. 80. Основные события, способствующие росту акций**

Дата	Событие	Прогноз
1-й кв. 2002 г.	Объявление долгосрочной стратегии	Сохранение нынешней программы капзатрат и расширение участия в зарубежных проектах
1-й кв. 2002 г.	Объявление дивидендной политики	Исходя из консолидированных результатов, коэффициент выплаты дивидендов составит 10-15%
1-й кв. 2002 г.	Получение квоты на экспорт платины сроком на 5 лет	Предоставление компании пятилетней квоты будет способствовать стабилизации рынка платины
2-й кв. 2002 г.	Аннулирование акций, находящихся на балансе компании	После аннулирования этих акций степень разводнения долей миноритарных акционеров снизится до 12%
3-й кв. 2002 г.	Результаты за 2001 г. по МСФО	Выручка от реализации составит \$4 млрд, чистая прибыль - \$722 млн
2002 г.	Динамика цен МПГ	Если цены МПГ будут выше \$250 за унцию, у компании не будет проблем с реализацией программы капзатрат
2003 г.	Результаты 2002 г. по МСФО	Компания предоставит аудированную отчетность, в которой содержится более полная информация о ее деятельности
2003 г.	Реализация программы выпуска АДР 2-ого и 3-его уровней	Выпуск АДР 2-ого и 3-его уровней сделает компанию более открытой

Источник: оценка Альфа-банка

**Северсталь по-прежнему одна из наиболее прибыльных сталеплавильных компаний мира**

Что касается бумаг предприятий черной металлургии, то, с нашей точки зрения, наиболее предпочтительными для инвестиций остаются акции Северстали. Несмотря на то, что низкие цены на рынке стали в 2001 г. способствовали снижению рентабельности компании (норма чистой прибыли снизилась до 10% по сравнению с 22% в 2000 г.), Северсталь по-прежнему является одной из наиболее прибыльных сталеплавильных компаний мира. (Средняя расчетная норма чистой прибыли в 2001 г. у аналогичных производителей в зоне развивающихся рынков составляет 4%, а для компаний промышленно развитых стран -1%). Соглашения о сокращении мощностей скорее всего приведут к росту цен на рынке стали в 2002 г. Такая ситуация будет на руку Северстали, у которой доля экспорта в выручке составляет около 40%.

**Рекомендация  
НАКАПЛИВАТЬ по  
акциям Северстали  
сохраняется**

Расчеты по модели DCF показывают, что стоимость Северстали составляет \$1,2 млрд, или \$54 за акцию. Это означает, что резерв роста по обыкновенным акциям компании составляет 31%. По расчетному на 2002 г. коэффициенту EV/EBITDA акции Северстали торгуются с

дисконтом в 48% относительно аналогичных компаний в зоне развивающихся рынков. Принимая во внимание то, что эффективность программы капитальных затрат по-прежнему остается под вопросом, мы сохраняем рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ по акциям Северстали.

**Илл. 81. Основные события, способствующие росту акций**

Дата	Событие	Прогноз
1-й кв. 2002 г.	Достижение соглашения об управлении ОАО «Кузбассуголь»	Контроль над ОАО «Кузбассуголь» позволит обеспечить гарантированные поставки угля
2-й кв. 2002 г.	Результаты за 2001 г. по МСФО	Выручка от реализации - \$1,8 млрд, чистая прибыль - \$173 млн
2002 г.	Динамика цен на мировом рынке стали	Рост цен на сталь сделает металлургические компании более привлекательными для инвесторов
2002 г.	Выпуск еврооблигаций	Для финансирования проектов компания планирует выпустить облигации в на сумму \$100-150 млн
2003 г.	«Альянс-1420» должен начать производство труб диаметра 1420 мм	Начало производства труб диаметром 1 420 мм для Газпрома позволит Северстали занять выгодную нишу на рынке

Источник: оценка Альфа-банка

## Норильский Никель

**Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 046,0	3 474,9	3 921,1	4 231,0
EBITDA, млн. \$	1 459,8	837,0	1 318,8	1 594,7
Чистая прибыль, млн. \$	721,8	284,9	709,3	843,0
P/E	5,0	12,6	5,1	4,3
EV/EBITDA	2,5	4,3	2,7	2,3
Капитализация, млн. \$	3 593,6			
EV, млн. \$	3 593,6			
Кол-во акций, млн.	213,9			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 83. 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

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 84. Основные события**

Дата	Событие
25 декабря	В соответствии с консолидированной отчетностью за 9М01 чистая прибыль Норильского Никеля упала на 36% до \$1 млрд. из-за низких цен на металлы. Основываясь на модели дисконтированных денежных потоков, которая в долгосрочной перспективе предполагает цены на никель на уровне \$3,20 за фунт, на медь - \$0,85 за фунт, на платину - \$450 за унцию и на палладий - \$400 за унцию, справедливая цена акции ГМК составляет \$19,6. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции ГМК Норильский Никель.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Северсталь

### Илл. 85. 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	5,3	5,0	2,0	7,0
EV/ЕБИТДА	2,4	2,3	1,2	2,8
Капитализация, млн. \$	922,7			
EV, млн. \$	922,7			
Производство, млн. тонн	8,0			
Кол-во акций, млн.	22,1			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 86. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма чистой прибыли (МСБУ) в 2000 г. - 22%
- Профессиональная команда руководства

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

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

Источник: оценки Альфа-Банка

### Илл. 87. Основные события

Дата	Событие
7 декабря	Северсталь не получила полный контроль над Кузбассуглем. Выбор генерального директора Кузбассугля прояснит баланс сил в компании. Мы уверены, что Северсталь сможет достигнуть соглашения с другими акционерами компании, и, таким образом, Северсталь и ММК обеспечат себя стабильными поставками угля (в настоящий момент Кузбассуголь поставляет 30% угля для Северстали и 15% для ММК).

Источник: оценки Альфа-Банка

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

**Портфель заказов у ОМЗ будет продолжать расти**

## Машиностроение: ожидается рост заказов

По нашим оценкам, в 2002 г. в связи с новыми заказами от компаний нефтегазового комплекса, металлургических предприятий, а также АЭС портфель заказов у группы «Уралмаш-Ижора» резко увеличится (до \$700 млн). Однако если цена нефти упадет ниже \$15/баррель, нефтяные компании будут вынуждены сократить капитальные затраты. Это, в свою очередь, приведет к снижению показателей у подразделений, производящих буровое оборудование, доля которого в выручке компании составит в 2002 г. предположительно около 32%.

### Илл. 88. Ключевые параметры модели группы «Уралмаш-Ижора»

	1999 г.	2000 г.	2001 г. (оц.)	2002 г. (оц.)	2003 г. (оц.)
Производство, тыс т					
Горнодобывающее оборудование	22,0	23,9	32,3	33,6	35,1
Металлургическое оборудование	17,1	24,0	25,2	26,2	27,2
Буровое оборудование	7,4	24,7	45,7	54,3	56,4
Стальной прокат	141,8	153,9	129,3	103,4	100,3
Отпускная цена, тыс \$/т					
Горнодобывающее оборудование	1,6	1,5	1,7	1,9	1,9
Металлургическое оборудование	1,2	2,3	2,4	2,5	2,6
Буровое оборудование	1,5	1,5	2,1	2,3	2,4
Стальной прокат	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Капитальные затраты, млн \$	6,8	23,0	41,0	40,0	37,5

Источник: оценка Альфа-банка

**Освобождение от непрофильных активов принесет компании дополнительно \$10-15 млн**

ОМЗ планирует продолжать реализацию плана по освобождению от непрофильных активов. В ближайшие два года компания намерена выделить в самостоятельные структуры неосновные виды деятельности, не имеющие для нее стратегического значения (в частности производство радиаторов, глушителей и т.д.), что даст дополнительно



около \$10-15 млн. Освобождение от непрофильных видов деятельности позволит компании направить все управленческие ресурсы на развитие основного производства.

Успешная реализация стратегии, направленной на приобретение компаний, будет способствовать развитию профильных видов деятельности, в первую очередь производства горного и бурового оборудования. Оценка методом DCF показывает, что стоимость компании в расчете на акцию составляет \$5,7, т.е. резерв роста акции относительно нынешней цены (\$4,1) достигает 40%. По расчетному на 2002 г. коэффициенту EV/EBITDA акции ОМЗ торгуются с дисконтом в размере 40-65% к цене бумаг аналогичных зарубежных компаний. Расчеты говорят о необходимости сохранить рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям ОМЗ.

**Илл. 89. Основные события, способствующие росту акций**

Дата	Событие	Прогноз
2001	Рост портфеля заказов	Новые заказы позволят сохранить высокие темпы роста выручки
1H02	Выпуск еврооблигаций	Компания планирует привлечь \$30 млн для финансирования пятилетней программы капзатрат (\$140 млн)
3Q02	Финансовые результаты за 2001 г. по U.S. GAAP	Выручка - \$350 млн, чистая прибыль - \$18 млн
2002-2003	Выделение непрофильного бизнеса в самостоятельные предприятия	Отделение неосновного производства принесет компании дополнительно \$10-15 млн
2002-2003	Новые сделки по приобретению компаний	Приоритетные направления производства ОМЗ будут зависеть от успехов в приобретении компаний

Источник: оценка Альфа-банка

**Уралмаш-Ижора**

**Илл. 90. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	352,6	394,6	404,7	445,3
EBITDA, млн. \$	55,0	68,2	66,6	79,6
Чистая прибыль, млн. \$	25,7	30,0	31,4	40,3
P/E	5,2	4,5	4,3	3,3
EV/EBITDA	2,4	2,0	2,0	1,7
Капитализация, млн. \$	134,7			
EV, млн. \$	134,7			
Кол-во акций, млн.	38,1			

Источники: оценка Альфа-банка

**Илл. 91. Краткий обзор компании**

**Сильные стороны**

- Монополист на рынке машиностроения; 70% рынка бурового, 78% металлургического, 95% горнодобывающего оборудования
- Рост ликвидности акций вследствие выпуска АДР 1-ур

**Слабые стороны**

- Рост пр-ва ограничен переборами в процессе пр-ва
- 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

Источник: оценка Альфа-Банка

**Илл. 92. Основные события**

Дата	Событие
3 декабря	Благодаря увеличению цен на конечную продукцию группа Уралмаш-Ижора по итогам первых трех кварталов 2001 года увеличила операционную рентабельность до 10%. В соответствии с финансовыми результатами по российским стандартам за первые три квартала 2001 года, выручка группы Уралмаш-Ижора увеличилась на 27%, и составила \$223 млн.
5 декабря	Продажи нефтегазового оборудования Уралмаш-Ижоры выросли на 190% за 9M2001 г. Группа Уралмаш-Ижора провела 4 декабря презентацию финансовых результатов за 9 месяцев 2001 года, в ходе которой представила детализированную информацию по итогам работы за отчетный период. Среди подразделений компании наибольший рост продемонстрировало отделение бурового оборудования, продажи которого достигли роста в 190%.
11 декабря	Приобретение судостроительного завода позволит группе Уралмаш-Ижора освоить на \$1 млрд. рынок буровых платформ.

Источник: оценки Альфа-Банка



Максим Матвеев, CFA  
(7 095) 795-3736

## Пищевая промышленность и розничная торговля: потребительский спрос будет расти

**По нашим оценкам, в 2002 г. потребление пива в России вырастет на 11%**

По потреблению пива Россия занимает одно из последних мест в Европе. Несмотря на то, что в период 1997-2000 гг. потребление пива в стране росло ежегодно в среднем на 29%, потребление на душу населения в России составляет лишь 48% от аналогичного среднего для Европы показателя. Мы ожидаем, что в ближайшем будущем потребление пива в стране в расчете на душу населения будет продолжать расти, хотя и не такими высокими темпами, как раньше (в 2002 г. рост составит предположительно 11%). Рост потребления должен сопровождаться изменением в системе предпочтений российского потребителя в пользу более высококачественного пива. В 2002 г. процессы объединения в отрасли, по-видимому, продолжатся и завершатся лишь в 2003 г.

**Наиболее предпочтительны для инвестиций акции Sun Interbrew**

Среди бумаг пивоваренных компаний наиболее предпочтительными для инвесторов мы считаем акции Sun Interbrew. Компания контролирует 14% российского и более 30% украинского рынка пива. Мы полагаем, что успешная сбытовая деятельность компании позволит ей сохранить эту долю и в дальнейшем. Последовательное сокращение издержек должно привести к росту рентабельности: ожидается, что норма EBITDA вырастет 23% в 2001 г. до 25% в 2002 г. По результатам оценки на основе модели DCF стоимость компании составляет \$6,3 за акцию, а резерв роста соответственно 57%.

**Илл. 93. Основные предположения, заложенные в модели компаний Sun Interbrew и Балтика, 1998-2003 гг. (оц.)**

	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г. (оц.)	2002 г. (оц.)	2003 (оц.)
Производство пива в России, млн гл	34	45	55	63	69	75
Изменение, %	28,7	32,4	23,1	13,8	10,4	8,2
Потребление пива на душу населения в России, л	23,0	30,6	37,9	43,4	48,3	52,7
Изменение, %	29,1	33,4	23,8	14,6	11,2	9,1
Производство пива на Украине, млн гл	6,5	8,4	10,7	12,5	14,4	16,2
Изменение, %	29,1	33,4	23,8	14,6	11,2	9,1
Потребление пива на душу населения на Украине, л	12,9	16,9	21,8	25,6	29,5	33,4
Изменение, %		31	29	17	16	13

Источник: оценка Альфа-Банка

**По нашим оценкам, в 2002 г. доля рынка, контролируемого Балтикой, увеличится до 23%**

По нашим оценкам, продуманная стратегия по продвижению бренда и высокопрофессиональный менеджмент позволят Балтике, занимающей лидирующие позиции в российской пивоваренной промышленности, увеличить долю на рынке с 22% в 2001 г. до 23% в 2002 г. В настоящее время рентабельность у компании очень высокая (расчетная за 2001 г. норма EBITDA - 39%), однако она будет постепенно сокращаться (до 30% к 2005 г.). Результаты оценки на основе DCF показывают, что стоимость компании составляет \$9,7 за акцию, а резерв роста ее акций соответственно 10%. Исходя из этого, мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

**Илл. 94. Основные события, способствующие росту акций**

Дата	Событие	Комментарий
1-й кв. 2002 г.	Завершение сделки по объединению Балтики, Балтики-Дон и Тульского пива	Не повлияет на финансовые показатели, но будет способствовать повышению ликвидности акций
2002 г.	Рост потребления пива внутри страны	В 2002 г. потребление вырастет предположительно на 11%
2-й кв. 2002 г.	Итоги финансовой деятельности компании за 2001 г. по МСФО	Чистая выручка - \$520,4 млн, чистая прибыль - \$121,9 млн
2-й кв. 2002 г.	Итоги финансовой деятельности ГУМа по GAAP	Выручка - \$89,8 млн, чистая прибыль - \$3,9 млн
2-й кв. 2002 г.	Итоги финансовой деятельности Sun Interbrew по GAAP	Чистая выручка - \$373,5 млн, чистая прибыль - \$24,3 млн

Источник: оценка Альфа-Банка

**В 2002 г. норма чистой прибыли у ГУМа увеличится до 16,5%, а оборот – на 2%**

Что касается розничной торговли, то здесь мы отдаем предпочтение самому известному в России предприятию данной отрасли – Торговому дому «ГУМ». Поскольку ГУМ ориентирован на потребителей с достатком выше среднего, рост покупательной способности этой и других групп населения является основой для улучшения финансовых показателей компании. По нашим оценкам, в 2002 г. норма чистой прибыли увеличится до 16,5%, а оборот – на 2%.

Расчеты на основе модели DCF показывают, что резерв роста по акциям ГУМа относительно текущей цены (\$1,38) составляет 25%. Исходя из этого, мы сохраняем рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ.

**Илл. 95. Основные предположения, заложенные в модель ГУМа, 1998-2003 г. (оц.)**

	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г. (оц.)	2002 г. (оц.)	2003 г. (оц.)
<b>Россия</b>							
Среднемесячный доход на душу населения, \$	161,0	99,5	64,5	74,9	88,5	95,4	100,9
Среднемесячные потребительские расходы на душу населения, \$	110,0	76,9	50,9	57,7	68,8	74,9	80,1
Оборот розничной торговли, млрд \$	144,0	101,6	69,1	80,0	97,1	106,9	115,4
Розничный товарооборот на душу населения, тыс \$	0,98	0,69	0,47	0,55	0,68	0,75	0,81
<b>Москва</b>							
Среднемесячный доход на душу населения, \$	608	407	275	303	375	418	458
Оборот розничной торговли, млрд \$	38,1	28,9	20,6	24,3	30,2	33,8	36,8
Розничный товарооборот на душу населения, тыс. \$	4,4	3,3	2,4	2,8	3,6	4,0	4,4
<b>ГУМ</b>							
Торговые площади всего, тыс кв м	34,8	38,0	40,0	41,3	44,9	48,5	52,2
Средняя ставка арендной платы, \$/кв м в год	4 470	1 769	1 011	923	888	879	886
Эффективность торговых операций, \$/кв. м	7 798	5 447	2 388	2 688	2 876	2 982	2 991

Источник: оценка Альфа-Банка

## ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

### Балтика

#### Илл. 96. 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	7,74	6,05	5,36	5,26
EV/ЕБИТДА	6,86	5,45	4,85	4,64
Капитализация, млн. \$	1056,0			
EV, млн. \$	1397,4			
Производство, млн. гл	13,9			
Кол-во акций, млн.	120,6			

Источники: оценки Альфа-банка

#### Илл. 97. 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

Источник: оценки Альфа-Банка

### Сан Интербрю

#### Илл. 98. 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	5,37	3,17	2,12	1,73
EV/ЕБИТДА	5,23	4,10	3,25	2,91
Капитализация, млн. \$	446,9			
EV, млн. \$	446,9			
Производство, млн. гл	12,8			
Кол-во акций, млн.	108,9			

Источники: оценки Альфа-банка

#### Илл. 99. 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

Источник: оценки Альфа-Банка

## РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ

### ГУМ

#### Илл. 100. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	86,59	94,74	102,65	110,88
ЕБИТДА, млн. \$	19,94	21,91	23,63	25,42
Чистая прибыль, млн. \$	13,50	17,09	17,19	18,46
P/E	6,36	5,02	4,99	4,65
EV/ЕБИТДА	3,86	3,52	3,26	3,03
Капитализация, млн. \$	85,8			
EV, млн. \$	77,0			
Кол-во акций, млн.	60,0			

Источники: оценки Альфа-банка

#### Илл. 101. 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

Источник: оценка Альфа-Банка

Наталья Орлова  
(7 095) 795-3677

**В правительство  
внесены поправки,  
связанные с  
банковской реформой**

**Основным событием  
2002 г. станет  
назначение нового  
руководства  
Центробанка**

## Банковский сектор: кто возглавит ЦБ?

В середине декабря после двухмесячного обсуждения с участием ЦБ, Минфина и Минэкономразвития концепция банковской реформы наконец-то внесена в правительство. Документ предусматривает введение нового требования достаточности капитала: с 2005 г. ЦБ будет обязан отзывать лицензию у банка с капиталом менее €5 млн в случае, если коэффициент достаточности капитала у него составит ниже 10% (в настоящее время - 2%). Еще одним мощным фактором ускорения банковской реформы должно стать решение о введении системы страхования депозитов.

Реализация банковской реформы в 2002 г. будет в значительной степени зависеть от того, кто станет новым председателем Центробанка. Кандидатура на этот пост будет названа Владимиром Путиным в июне 2002 г. и утверждена Думой в сентябре. Одним из наиболее вероятных кандидатов на должность, занимаемую в настоящее время Виктором Геращенко, является член совета директоров ЦБ, начальник главного управления Центробанка по Санкт-Петербургу Надежда Савинская.

### Илл. 102. Краткий обзор банковского сектора

#### Сильные стороны

- Российские банки не подвержены риску девальвации
- Банки по-прежнему высоко рентабельны (7-10%)

#### Слабые стороны

- 75% всех вкладов сосредоточено в Сбербанке
- Более активная кредитная политика привела к возникновению проблемы сомнительной задолженности
- Кредиты физлицам составляют около 6% всего объема кредитования

#### Возможности для роста

- \$30 млрд, хранящиеся «в чулке», могут быть вложены в частные банки

#### Возможные проблемы

- Страхование депозитов может привести к росту издержек на 10%
- Сокращение доходности по портфелям ценных бумаг

Источник: Альфа-Банк

## Сбербанк

**Риск допэмиссии акций  
Сбербанка в 1-й  
половине 2002 г.  
высокий**

Динамика цены акций Сбербанка по-прежнему будет зависеть от возможной допэмиссии. С учетом того, что, во-первых, коэффициент достаточности капитала у Сбербанка лишь 11,4% (минимальное требование Центробанка - 10%) и что, во-вторых, после назначения нового председателя ЦБ в составе совета директоров Сбербанка возможны изменения, мы считаем, что риск допэмиссии в 1-м полугодии 2001 г. высок. Именно допэмиссии является определяющим фактором динамики акций Сбербанка.

**Обыкновенные акции  
Сбербанка выросли в  
два раза (до \$73) на  
слухах о  
либерализации**

Обсуждение банковской реформы породило слухи о либерализации участия нерезидентов в банковском капитале. В настоящее время в случае Сбербанка они обязаны получать разрешение в ЦБ на владение акциями эмитента, что считается основной причиной столь низкой капитализации Сбербанка. Мы полагаем, что вероятность либерализации банковского сектора низка: правительство до сих пор не проявило заинтересованности в приватизации банков и поэтому увеличение капитализации Сбербанка не входит в число его приоритетов.

**Стоимость Сбербанка будет определяться размером депозитной базы, уровнем издержек на оплату труда и долей безнадежных долгов**

С нашей точки зрения, стоимость Сбербанка будет определяться главным образом следующими двумя факторами. Во-первых, его способностью поддерживать высокую рентабельность (на уровне нынешних 8-10%). Прежде всего это будет зависеть от роста объема депозитов, которые представляют собой источник дешевых денежных средств. Во-вторых, мы полагаем, что в условиях введения системы страхования вкладов и начала пенсионной реформы руководство постарается не допустить роста издержек. Важным показателем станет сокращение расходов на оплату труда в долларовом выражении. С учетом того, что последующий рост кредитного портфеля банка будет происходить скорее всего за счет кредитования малых и средних предприятий, можно предположить, что безнадежные долги по-прежнему будут составлять около 7% от всех выданных банком ссуд.

**Илл. 103. Основные показатели Сбербанка**

	2002 (оц.)	2003 (оц.)	2004 (оц.)
Депозиты, млрд \$	17,6	18,6	20,2
Процент от всех депозитов в банковском секторе, %	74	73	70
Фактическая ставка по процентным доходам, %	20	19	19
Фактическая ставка по процентным расходам, %	10	11	11
Фактическая ставка налога, %	24	24	24
Кредиты клиентам, млрд \$	12,6	13,5	14,9
Расходы на содержание персонала, млн \$	1 026	975	926
Безнадежные долги в % от всех долгов	7	7	7

Источник: Альфа-Банк

**Илл. 104. Основные события, способствующие росту акций Сбербанка**

	Сроки
Утверждение правительством системы страхования депозитов	Январь 2002 г.
Назначение нового председателя ЦБ РФ	Кандидатура должна быть представлена в июне 2002 г. и утверждена в сентябре 2002 г.
Коэффициент достаточности капитала	В первой половине 2002 г., по-видимому, будет, как и прежде, превышать 11%
Допэмиссия акций	Первая половина 2002 г.

Источник: оценка Альфа-Банка

**Илл 105. Ключевые финансовые индикаторы**

	1999	2000	2001E	2002E	2003E
Активы, млн. \$	13 617	19 554	24 353	28 308	31 660
Прибыль до налогообложения, млн. \$	531	591	838	952	1 064
Чистая прибыль, млн. \$	333	398	637	723	809
EPS, \$	23,7	28,3	33,4	24,8	27,8
P/E	4,2	3,5	2,2	1,9	1,7
P/BV	2,1	1,0	0,8	0,5	0,4
Капитализация, млн. \$	1407,71				
Кол-во акций, млн.	19				

Источники: Отчеты компании, оценки Альфа-Банка

**Илл. 106. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Монопольное положение на рынке депозитов для физлиц (75%)
- Участие государства позволяет устранить риск массового снятия вкладов

**Слабые стороны**

- Увеличение объемов кредитования таит в себе угрозу роста сомнительной задолженности
- Малоэффективная и дорогостоящая филиальная сеть (1 329 филиалов и 21 тыс отделений)
- Из-за участия государства банк не заинтересован в увеличении своей капитализации
- Низкая ликвидность акций: средний объем торгов за день - \$12 тыс.

**Возможности для роста**

- Разветвленная филиальная сеть будет способствовать реализации схем ипотечного кредитования
- Расходы (составляют до 40% от уровня доходов) могут быть сокращены на 25%

**Возможные проблемы**

- Реформа пенсионной системы представляет собой потенциальную угрозу: 60% рублевых вкладов – средства пенсионеров
- Страхование депозитов может увеличить стоимость их обслуживания на 10%

Источник: Альфа-Банк

Людмила Храпченко  
(7 095) 795-3743

## Рынок облигаций: дисконты сокращаются

Оксана Клыпина  
(7 095) 795-3743

**В первой половине декабря российский рынок долговых бумаг вырос...**

В течение первой половины декабря на российском рынке долговых бумаг продолжался значительный рост котировок. Толчок этому процессу дало повышение агентством Moody's в конце ноября (после погашения 27 ноября первого выпуска российских еврооблигаций) суверенного рейтинга России. Хотя рынок ожидал повышения рейтинга после погашения еврооблигаций, инвесторы исходили в своих ценовых прогнозах из повышения рейтинга на одну ступень. После того, как Moody's повысило рейтинг России сразу на две ступени (с "B2" до "Ba3"), рынок отреагировал резким взлетом котировок. Кроме того, благоприятное влияние на курс российских еврооблигаций и ОВВЗ оказало решение J.P. Morgan снизить удельный вес Аргентины в индексе "EMBI+" с 10,6% до 5,2% с одновременным повышением весов Бразилии, России и Мексики примерно на 1%. Наконец, российские нефтяные компании пошли на сокращение экспорта нефти на 150 тыс. баррелей в сутки (решение вступит в силу с начала 2002 г.), давшее инвесторам основания считать новое значительное снижение цен на нефть маловероятным.

В результате российские облигации подорожали между 3 и 12 декабря на 2,0-7,5%, а цена суверенных еврооблигаций с погашением в 2030 г. достигла самого высокого уровня за всю историю этой бумаги уровня – 57,25% от номинала. Соответственно, российский рынок долговых бумаг выиграл от последовавшей корректировки структуры инвестиционных портфелей.

**...однако после резкого сокращения резервов ЦБ рост приостановился**

Во второй половине декабря, после впечатляющего роста котировок, ситуация на российском рынке долговых бумаг стабилизировалась. Из-за неблагоприятных международных и внутренних событий фиксация прибыли стала более активной. Инвесторы были встревожены негативной динамикой золотовалютных резервов Центробанка, сократившихся за две недели (с 30 ноября по 14 декабря) на \$2,4 млрд. На котировки облигаций повлияло, кроме того, ухудшение ситуации в Аргентине. Однако события в Аргентине оказывают все меньше влияния на развивающиеся рынки, о чем свидетельствует довольно спокойная реакция рынка на отставку правительства Аргентины и дефолт этой страны.

**Рост цен, по-видимому, возобновится в январе и продолжится в первой половине 2002 г.**

Все большее число экспертов оценивает состояние российской экономики как достаточно устойчивое даже при низких ценах на нефть. Более позитивному отношению инвесторов к России способствовали недавние оценки экспертов МВФ и комментарии рейтинговых агентств. После недавнего пересмотра рейтинга России агентствами Moody's и S&P он оказался лишь на одну ступень ниже максимальных уровней, достигнутых в 1996-1997 г.г. При этом базовые экономические показатели России благоприятны как никогда, политическая ситуация более стабильна, структурные реформы продолжаются.

С учетом этого есть все основания ожидать дальнейшего повышения рейтинга в 2002 г. (на 1-2 ступени), а также увеличения удельного веса России в индексе "EMBI+" J.P. Morgan. С началом пенсионной реформы крупным игроком на российском рынке облигаций в 2002 г. может стать Государственный Пенсионный Фонд, способный вкладывать \$1-1,5 млрд. как в рублевые, так и в валютные облигации. В этих условиях спреда российских облигаций относительно казначейских векселей США в начале 2002 г. будут, вероятно, сокращаться, и к середине 2002 г., по-видимому, снизятся примерно на 100-150 б.п. Это может способствовать увеличению числа российских компаний, выпускающих еврооблигации,



что означало бы расширение инвестиционных возможностей у держателей облигаций.

В 2002 г. Россия также может вернуться на рынки капитала в качестве суверенного заемщика и привлечь \$1-2 млрд. путем размещения еврооблигаций. Хотя при цене нефти выше \$19 за баррель страна не будет испытывать острой потребности во внешних заимствованиях, мы более склонны связывать такое решение с уровнем процентных ставок. В случае снижения доходности 5-7-летних облигаций ниже 10% новая эмиссия еврооблигаций станет весьма вероятной.

Мы также ожидаем, что в начале 2002 г. Россия завершит реструктуризацию оставшейся части своей задолженности перед частными кредиторами (долги внешнеторговых организаций). Кредиторам будут предложены такие же условия, как и Лондонскому клубу, и суммарный объем обязательств по суверенным облигациям погашаемым в 2010 и 2030 гг. повысится примерно на \$3-4 млрд. Реструктуризация долга может вызвать временное снижение котировок еврооблигаций, однако большого интереса инвесторов к России, можно предположить, что оно будет непродолжительным. Мы считаем, что это будет хорошая возможность для покупки облигаций.

**Во второй половине 2002 г. рост цен может замедлиться**

Во второй половине 2002 г. рост цен на российском рынке облигаций, вероятно, замедлится по ряду причин. Во-первых, если в США начнется экономическое оживление, Федеральная Резервная Система не замедлит начать повышение процентных ставок. Во-вторых, определенная часть капиталов может пойти из России обратно в Аргентину, где после выхода страны из кризиса активы будут выглядеть дешевыми. И, наконец, мы по-прежнему не исключаем, что с приближением 2003 г. на рынке возникнет некоторая нервозность.

**Илл. 107. Динамика валютных облигаций с начала месяца (по состоянию на 27 декабря 2001 г.)**

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
<b>Облигации Минфина</b>						
Минфин 4	14.05.03	90,00	0,14	11,2	3,33	1,21
Минфин 5	14.05.08	56,00	7,18	13,8	5,36	4,86
Минфин 6	14.05.06	69,38	2,78	12,5	4,32	3,57
Минфин 7	14.05.11	45,00	0,84	13,8	6,67	6,47
Минфин 8	14.11.07	62,00	5,08	13,1	4,84	4,69
<b>Еврооблигации</b>						
Евро-03	10.06.03	106,00	-0,47	7,3	11,08	1,33
Евро-05	24.07.05	98,50	-0,25	9,2	8,88	2,90
Евро-07	26.06.07	97,25	0,26	10,7	10,28	4,12
Евро-10	31.03.10	86,25	2,99	11,4	9,57	0,11
Евро-18	24.07.18	95,38	1,19	11,6	11,53	7,01
Евро-28	24.06.28	107,50	2,14	11,8	11,86	7,99
Евро-30	31.03.30	56,88	7,06	12,7	8,79	0,13
<b>Муниципальные облигации</b>						
Ст-Петербург	18.06.02	101,50	0,12	6,2	9,36	0,46
Ниж.Нов	10.03.02	81,00	5,19	20,1	5,40	0,06
Ямало-Ненец. АО	15.12.02	88,00	3,53	27,5	10,80	0,28
<b>Корпоративные облигации</b>						
Татнефть	29.10.02	99,00	-0,11	10,2	9,09	0,78
Мосэнерго	09.10.02	99,25	0,51	9,4	8,44	0,73

Источники: Рейтер, оценка Альфа-Банка

**Илл. 108. Основные события**

Дата	События, комментарий
3 декабря	<b>ОАО «Мобильные телесистемы» рассматривает возможность выпуска еврооблигаций в начале декабря 2001 г</b>
3 декабря	<b>Агентство Fitch понизило суверенный рейтинг Аргентины с «С» до самого низкого уровня «DDD».</b> Это решение было принято после завершения первого этапа обмена облигаций 30 ноября.
4 декабря	<b>J.P. Morgan снизил вес Аргентины в индексе EMBI+ с 10,64% до 5,2%.</b> До 31 декабря вес Аргентины возможно будет снижен до 3,6%. Одновременно в среднем на 1% увеличены веса Бразилии, Мексики и России. Это сообщение вызвало резкий рост цен российских облигаций и приток средств на российский рынок долговых бумаг.
5 декабря	<b>Агентство Moody's повысило рейтинги российских регионов.</b>
5 декабря	<b>Россия объявила о сокращении экспорта в 2002 г. на 150 тыс баррелей в день.</b> Эта новость положительно повлияла на рынок нефти и российский рынок долговых бумаг. Тем не менее до тех пор, пока ОПЕК окончательно не утвердит сокращение добычи на 1,5 млн баррелей (28 декабря), ситуация будет оставаться напряженной.
6 декабря	<b>Вслед за Фондом ряд кредитных организаций (Всемирный банк, Американский банк развития) отложили выделение Аргентине кредитных траншей.</b> Это сообщение встревожило инвесторов, поскольку стране будет очень трудно обслуживать долг без внешнего финансирования.
10 декабря	<b>Альфа-банк планирует в середине 2002 г выпустить еврооблигации на сумму не менее \$175 млн</b>
12 декабря	<b>Опубликован обзор МВФ, позитивно оценивающий ситуацию и перспективы экономики России.</b> МВФ заявил, что в случае ухудшения ситуации в мировой экономике, Фонд предусматривает возобновление кредитования России. Благоприятная оценка ситуации в стране укрепила позитивный настрой инвесторов в отношении к России и привела к росту цен российских облигаций.
13 декабря	<b>Золотовалютные резервы ЦБ РФ снизились за две недели (с 23 ноября по 7 декабря) на \$2,5 млрд.</b> Сокращение резервов – самое крупное со времени кризиса 1998 г. – обеспокоило инвесторов и усилило фиксацию прибыли на российском рынке долговых бумаг.
14 декабря	<b>Москва доразместила трехлетние еврооблигации на 50 млн евро под доходность 9,43% годовых.</b> С учетом доразмещения объем выпуска в обращении составил 350 млн евро. Доразмещение можно назвать успешным, в частности, благодаря невысокой стоимости заимствования. Для сравнения, при первичном размещении этого выпуска доходность к погашению составила 10,25%.
18 декабря	<b>Газпромбанк увеличил объем выпуска евробондов на €50 млн до €200 млн.</b>
18 декабря	<b>Санкт-Петербург выплатил купон по еврооблигациям в сумме \$5,132 млн.</b>
18 декабря	<b>ОАО "Мобильные телесистемы" полностью разместило 3-летние еврооблигации на сумму \$250 млн по доходности 11,25% годовых.</b> Облигации МТС являются привлекательным инструментом для инвесторов на рынке российских валютных бумаг. При рейтинге S&P, совпадающем с суверенным рейтингом России доходность по облигациям МТС на 250-275 б.п. превосходит доходность суверенных еврооблигаций.
19 декабря	<b>Проведен аукцион по продаже \$50 млн для нерезидентов-владельцев счетов типа «С».</b> Премия к официальному курсу составила 7,3%.
19 декабря	<b>Standard &amp; Poor's повысило долгосрочный рублевый и валютный рейтинги РФ с В до В+.</b> Поскольку это решение ожидалось в начале следующего года, новость вызвала рост цен российских облигаций.
20 декабря	<b>Внешэкономбанк произвел выплату купона по суверенным еврооблигациям, погашаемым в 2028 г. в размере (\$159,4 млн) и в 2007 г. (\$120 млн).</b>
20 декабря	<b>Золотовалютные резервы России с 7 по 14 декабря возросли на \$100 млн до \$36,2 млрд.</b> Поскольку ожидалось сокращение резервов на \$0,5-1 млрд, это сообщение помогло удержать цены облигаций на высоком уровне и нивелировало потери от негативных новостей из Аргентины.
20 декабря	<b>Правительство Аргентины ушло в отставку.</b> Эта новость вызвало небольшое падение цен по всему спектру долговых бумаг. События в Аргентине не оказывают сильного влияния на рынок.
23 декабря	<b>Представитель партии перонистов Родригес Саа был утвержден Конгрессом Аргентины в качестве исполняющего обязанности президента.</b> Саа объявил о том, что Аргентина приостанавливает обслуживание внешнего долга. Поскольку дефолт Аргентины по внешнему долгу был ожидаемым, он не оказал влияния на цены облигаций.
24 декабря	<b>Агентство Fitch повысило долгосрочный кредитный рейтинг Москвы с «В» до «В+»</b>

Источник: оценки Альфа-Банка

Владимир Кравчук  
(7 095) 795-3742

## Технический анализ

### Январь: обозревая горизонт

Илл. 109. Индекс РТС – Основные технические индикаторы, 28 декабря 2001 г.

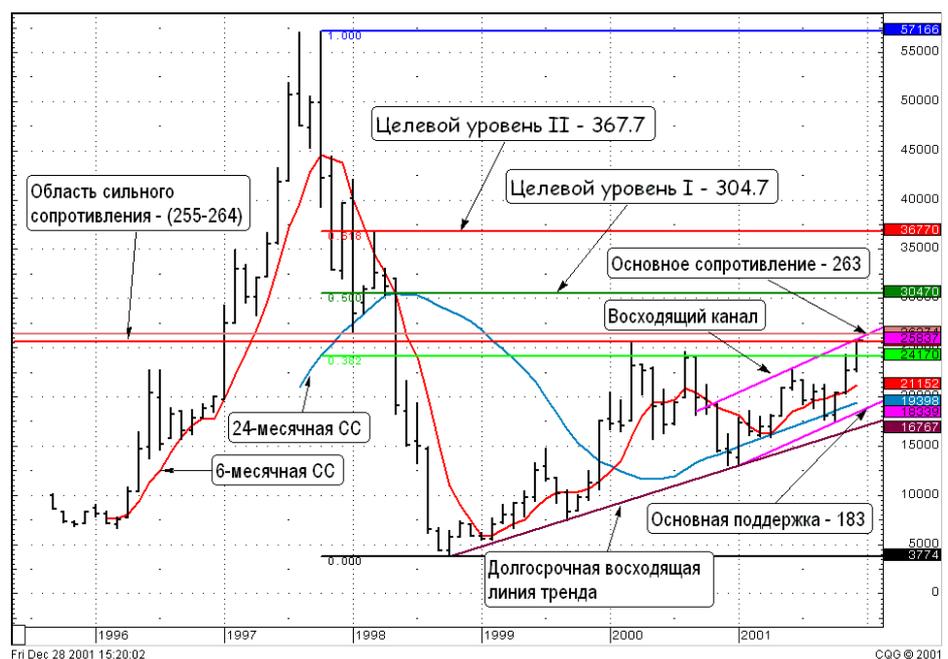
Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапаз. недели (17-21 декабря)		
		Краткосрочный	Долгосрочный							
РТС	Держать	257	Бычий	Бычий	С4 367,70	61,8%-ая корр. Фибо.	П1 241,70	38,2%-ая корр. Фибо.	Откр.	232,77
	Покупать	выше 263			С3 304,70	50,0%-ая корр. Фибо.	П2 211,08	6-месячная СС	Макс.	248,47
	Покупать	220-200			С2 263,00	Основной	П3 200,00	Психологический	Мин.	232,77
	на откате				С1 258,37	Линия канала	П4 193,87	24-месячная СС	Закр.	248,47

Источник: оценка Альфа Банка

### Основные положения

- Мы полагаем, что индекс РТС имеет большой потенциал роста (вплоть до уровня 370) в следующем 2002 году.
- Мы ожидаем коррекцию на РТС от уровня 258-263; мы рассматриваем потенциальную коррекцию как хорошую возможность для долгосрочной покупки.

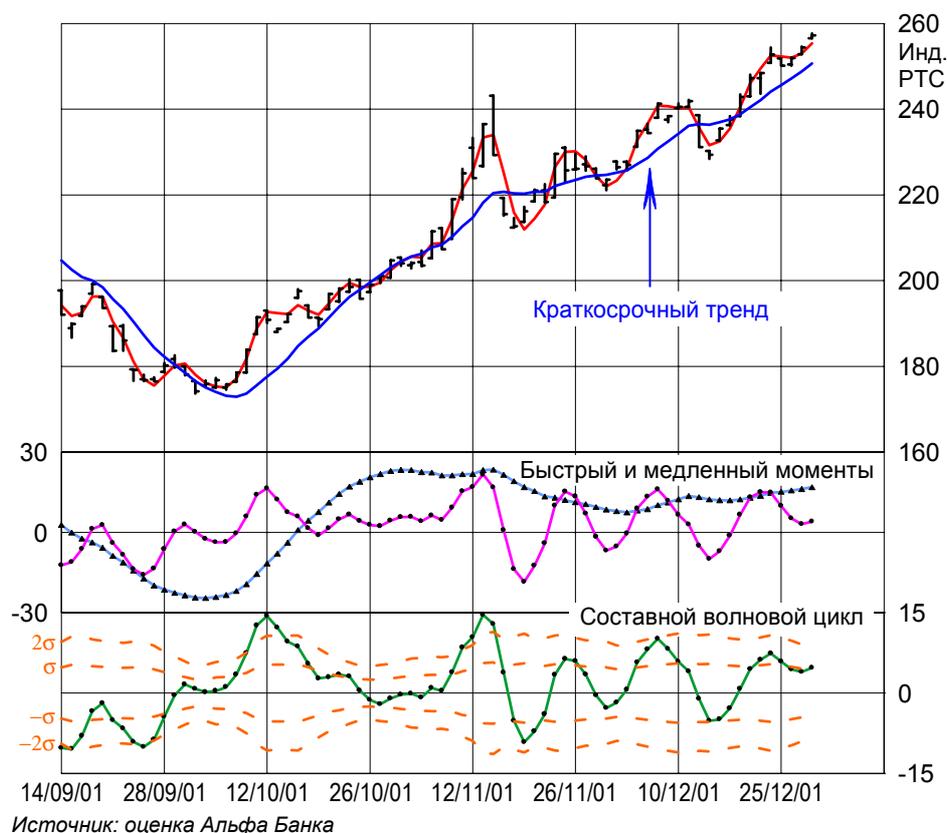
Илл. 110. Индекс РТС – Основные месячные технические индикаторы по состоянию на 28 декабря 2001 г.



### Краткосрочный тренд и циклы

**Краткосрочный тренд на рынке РТС все еще бычий**

Медленная линия в верхней части Илл. 111 указывает на то, что краткосрочный тренд на рынке РТС в настоящее время является бычьим. Однако наблюдаются один достаточно слабый медвежий сигнал. В частности, линия быстрого момента в средней части Илл. 111 приближается к нулевому уровню. В то же время, линия медленного момента все еще находится в области положительных значений и даже растет, что указывает на возможность дальнейшего роста на РТС.

**Илл. 111. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 28 декабря 2001 г.**


**Краткосрочная составная волна находится в умеренно перекупленной области**

Краткосрочный составной волновой цикл в нижней части Илл. 111 несколько дней назад миновал высшую точку своего развития (вершину) в «перекупленной» области выше  $\sigma$ , затем дошел до локального минимума (это случилось вчера) и в настоящее время возобновил рост, находясь в умеренно перекупленной области. Здесь  $\sigma$  – стандартное отклонение (т.е. волатильность) суммы ограниченного по полосе частот составного волнового цикла. Мы оцениваем потенциал возможного падения индекса РТС за счет краткосрочного составного волнового цикла приблизительно в 10-15 пунктов.

**Долгосрочный тренд на РТС также бычий**

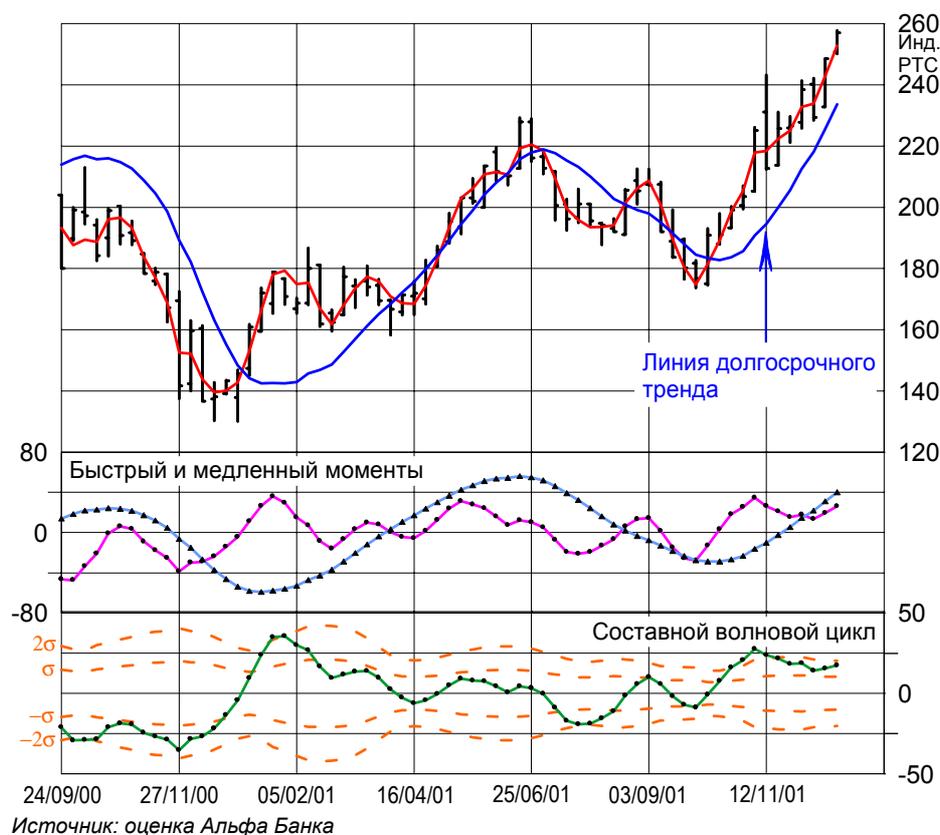
### Долгосрочный тренд и циклы

В настоящее время, долгосрочный тренд на РТС также бычий. На это прямо указывает медленная линия тренда на Илл. 112. Быстрый и медленный момент в средней части Илл. 112 растут, находясь в области положительных значений. В настоящее время в верхней и средней частях Илл. 112 не наблюдается никаких медвежьих сигналов.

**Сумма долгосрочных рыночных циклов находится в «перекупленной» области**

Линия, представляющая сумму активных долгосрочных (имеющих большие периоды) рыночных циклов, находится в «перекупленной» области вблизи выше. Потенциально – это медвежий сигнал, указывающий на приближающуюся коррекцию в сторону понижения. Мы оцениваем потенциал падения индекса РТС за счет долгосрочного торгового цикла до 40 пунктов. Этот потенциал может вскоре реализоваться.

**Илл. 112. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 28 декабря 2001 г.**



**Основной уровень  
сопротивления для  
индекса РТС – 263**

**Индекс РТС имеет  
большой потенциал  
роста (вплоть до 370)  
в 2002 году**

### Уровни поддержек и сопротивлений

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений показаны на Илл. 109 и Илл. 110. Основной уровень сопротивления для индекса РТС – 263. Основной уровень поддержки индекса РТС - 183.

### Потенциал роста и падения индекса РТС

В заключение, опираясь на показания всех используемых нами технических инструментов, мы предполагаем следующее.

Во-первых, индекс РТС достиг области сильного сопротивления (см. Илл. 110) и, поэтому, мы ожидаем на РТС коррекции в сторону понижения от уровня 258-263, которую следует рассматривать как хорошую (и возможно последнюю) возможность для долгосрочной покупки с промежуточной целью 300. В случае если ожидаемая нами коррекция так и не наступит, мы рекомендуем делать покупки лишь в случае уверенного пробоя вверх значения 263.

Во-вторых, мы полагаем, что индекс РТС имеет большой долгосрочный потенциал роста (вплоть до 370) в 2002 году.

Эта страница специально оставлена пустой.

# Информация

**Начальник управления рынков и акций** Доминик Гуалтери  
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.