



## Декабрь: Слабеет ветер в парусах

30 ноября 2001

www.alfabank.ru

Москва

## Тема: Дерегулирование экономики ускорит рост инвестиций

- В ноябре действия участников российского фондового рынка поначалу определялись политическими событиями, однако, в конце месяца на первое место вышел сырьевой характер российской экономики

Постепенный рост ведущих мировых фондовых рынков создал благоприятные условия для притока средств в российские акции: инвесторы рассчитывали на быструю материализацию договоренностей, достигнутых в ходе встречи Путина и Буша. Когда стало ясно, что немедленных результатов не будет, на первый план вышли риски, связанные с начинающейся на нефтяном рынке ценовой войной. В результате, произошел переток части средств в акции компаний, не связанных с нефтью.

- Рост прямых иностранных инвестиций на 40% в 1-м полугодии 2001 г. (\$2,4 млрд.) произошел в результате дополнительных вложений в действующие проекты  
Однако их нынешний объем - \$5 млрд в год – все еще на 20% ниже уровня 1997 г. (\$6,3 млрд.).
- 40% прямых иностранных инвестиций сосредоточено в Москве

Правительство (при участии Консультативного совета по иностранным инвестициям в России) прилагает много усилий для улучшения инвестиционного климата. 30 законопроектов по стандартизации, которые должны быть подготовлены к весне 2002 г., в значительной степени ускорят рост прямых иностранных инвестиций в 2002-2003 гг.

- Какими бы ни были стратегические расчеты в отношении будущего России, в ближайшее время ситуация на рынке будет зависеть от цен на нефть

До тех пор пока существует опасность обвала цен на нефть, расчеты на материализацию договоренностей с США, рост западных инвестиций и ускорение интеграции в глобальную экономику представляются необоснованными: России могут потребоваться антикризисные меры. В декабре рынок будет жить ожиданием ответа на предложение ОПЕК сократить добычу.

## Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV	Расчетная цена	Потенциал роста
	АДР	Локал	за с нач.				
			месяц	года			
	\$	%	%	млн. \$	\$	%	
ЛУКОЙЛ	43,91	10,89	-2	18	3,9	17,35	59
Сургутнефтегаз	13,18	0,264	4	27	1,6	0,41	55
Голден Телеком	12,9	-	12	127	0,2	16,60	29
ГМК Норильский Никель	15,08	12,25	-5	68	0,7	19,65	60

Примечание: ADV – средний объем торгов в день  
Источники: РТС, Блумберг, оценки Альфа Банка

## Последние публикации

Дивидендная доходность в 15-23% вполне реальна  
Виталий Зархин, Ольга Филиппова Ноябрь 14, 2001

Региональные телекомы: до 27% дивидендного дохода  
Андрей Богданов, Елена Роговина Ноябрь 14, 2001

Программа РСПП: новая концепция эффективности фондового рынка  
Ангелика Генкель Ноябрь 14, 2001

РАО ЭЭС: все еще больше вопросов, чем ответов  
Виталий Зархин, Ольга Филиппова Ноябрь 12, 2001

Иркутскэнерго: Рост затрат при сохранении объема продаж  
Виталий Зархин, Ольга Филиппова Ноябрь 5, 2001

Газпром: покупать на слухах, следить за событиями  
Сергей Глазер, CFA Ноябрь 1, 2001

РАО ЭЭС: издержки пусть и не столь быстро, но сокращаются  
Виталий Зархин, Ольга Филиппова Ноябрь 1, 2001

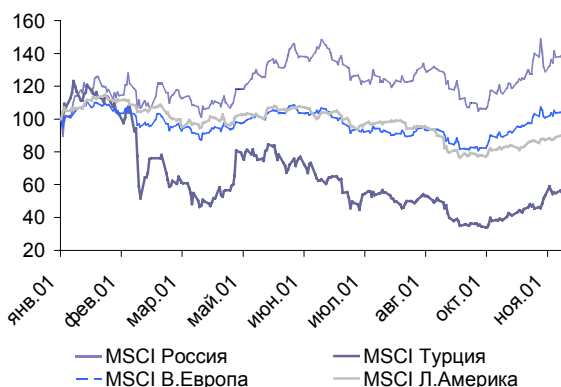
Ноябрь: Обходя подводные камни  
Ежемесячный обзор рынка Октябрь 26, 2001

Фондовые индексы: вес России растет  
Сергей Глазер, CFA Октябрь 22, 2001

Лишние денежные активы не заслуживают дополнительной оценочной привлекательности  
Сергей Глазер, CFA; Максим Матвеев, CFA; Константин Резников Октябрь 9, 2001

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

## Развивающиеся рынки



Источники: РТС, оценки Альфа Банка

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку .....	3
Тема: Дерегулирование экономики ускорит рост прямых иностранных инвестиций.....	6
Рост прямых иностранных инвестиций в 1-м полугодии на 40%, прогноз на год - \$5 млрд.....	6
Меры по улучшению инвестиционного климата.....	7
Дерегулирование экономики ускорит рост прямых иностранных инвестиций .....	7
Динамика и оценка акций .....	9
Графики .....	12
Календарь событий .....	14
Экономика и политика .....	15
Новости компаний и отраслей .....	17
Нефть и газ.....	17
Энергетика.....	21
Телекоммуникации.....	24
Металлургия.....	27
Машиностроение и автомобилестроение.....	28
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	29
Ценные бумаги с фиксированной доходностью .....	32
Технический анализ .....	34
Индекс РТС: пробой треугольника или "бычья" ловушка? .....	34



Сергей Глазер, CFA  
(44 20) 7382-4165

## Комментарии по рынку

### Обзор событий в ноябре: рынки «приходят в себя» после сентябрьских потрясений

**Приток средств в фонды акций вызвал рост индексов практически до максимальных значений этого года**

В ноябре международные фондовые рынки продолжали понемногу восстанавливаться после потрясений, вызванных терактами 11 сентября и боязнью эпидемии «сибирской язвы» в октябре. Многие индексы практически вернулись к максимальным значениям этого года, и теперь резко контрастируют с потоком сообщений об ухудшении состояния экономики и снижении финансовых показателей компаний. С другой стороны, отмечается постепенный приток средств в фонды, инвестирующие в акции крупных компаний (до \$2 млрд в неделю). Объем погашения паев в фондах акций развитых и развивающихся стран (помимо США) составил за тот же период лишь \$200-300 млн.

**Ожидание скорого завершения войны в Афганистане...**

Успехи союзных войск в Афганистане способствовали восстановлению оптимизма на рынках. Одновременно с усилением критики затянувшихся бомбовых ударов и призывов перейти к наземным военным действиям в оборонительной линии движения «талибан» появились первые трещины, позволившие Северному альянсу взять под свой контроль ряд стратегически важных районов. Рынок быстро понял, что победоносное завершение военной кампании в Афганистане не за горами: цены многих акций резко пошли вверх.

**...и вера в оживление экономической конъюнктуры в 2002 г. привели к росту цен на Уолл-Стристе**

Рост рынка действительно впечатляет, если учесть удручающие экономические показатели (например, продолжающийся 13-й месяц подряд спад промышленного производства) и пересматриваемые в сторону понижения расчетные данные о прибылях компаний. Усиливающаяся вера в то, что в следующем году начнется экономическое оживление, в конце концов перевесила опасения, порождаемые сообщениями об ухудшении показателей развития экономики и снижающихся прибылях компаний.

**Рост доверия потребителей сыграл важную роль, но оказался недостаточным**

Особенно важное значение имел рост доверия со стороны потребителей в конце ноября, когда в США начались традиционные распродажи по случаю Дня благодарения. Опасения новых терактов, вызванные сообщением о катастрофе самолета компании American Airlines в небе над Нью-Йорком были рассеяны: привлеченные большими скидками, покупатели устремились в супермаркеты (хотя объем продаж в был заметно ниже, чем в прошлые годы). И, наконец, более низкий, чем ожидалось, индекс доверия потребителей поставил под сомнение возможность поддержания традиционно высокой активности покупателей в период рождественских распродаж.

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	8,47	-12,94	1 149,5	1 389,1	944,8
Великобритания	FTSE 100 Индекс	4,49	-15,37	5 266,0	6 421,5	4 219,8
Германия	DAX Индекс	10,98	-21,36	5 059,6	6 813,3	3 539,2
Япония	Nikkei 225 Индекс	5,62	-20,58	11 064,3	15 273,4	9 383,0
<b>Развивающиеся</b>						
Польша	Warsaw Stock Exchange WIG 20 Индекс	3,22	-29,73	1 276,2	1 868,8	978,0
Венгрия	Budapest Stock Exchange Индекс	6,86	-7,79	7 238,0	8 241,4	5 599,4
Турция	Turkey Stock Market National 100	19,02	24,21	12 062,8	1 283,0	7 160
Бразилия	Brazil Bovespa Stock Индекс	19,69	-10,86	13 602,9	18 023,1	9 532,8
<b>Россия</b>	<b>РТС Индекс</b>	<b>11,09</b>	<b>58,19</b>	<b>226,67</b>	<b>243,14</b>	<b>130,06</b>

Примечание: \* данные на 22 октября 2001 г.

Источник: Блумберг

**Рост российских акций в ожидании экономических результатов встречи Путина и Буша...**

Российские акции росли, но устойчивым этот рост не назовешь: на рынке идет борьба двух разнонаправленных трендов. Дополнительные средства, пришедшие на рынок в ожидании успешного завершения встречи Путина и Буша, вызвали резкий ценовой всплеск: индекс РТС вырос до

**...сменился снижением цен в результате начавшейся на рынке нефти ценовой войны**

**Переток части средств в акции компаний, не связанных с нефтью, вряд ли приведет к существенному росту рынка**

**Динамика рынка будет зависеть от цен на нефть**

**Пока не следует предпринимать каких-либо действий в отношении портфелей**

рекордного для нынешнего года значения (236,5). Когда стало ясно, что переговоры не повлекут за собой немедленного заключения соглашений в области экономики (несмотря на очевидное потепление в российско-американских отношениях), приток средств начал уменьшаться.

С другой стороны, начавшаяся на нефтяном рынке ценовая война нанесла сильный удар по российским акциям: члены ОПЕК приняли решение сократить добычу на 1,5 млн баррелей в день с 1 января 2002 г. лишь в том случае, если нефтедобывающие страны, не входящие в ОПЕК, со своей стороны снизят добычу в общей сложности на 0,5 млн баррелей. В результате достигнутой между правительством и ведущими российскими нефтяными компаниями договоренности о сокращении добычи в 4-м кв. текущего года всего лишь на 50 тыс. баррелей в день с последующим рассмотрением возможности дополнительных сокращений в 2002 г. неопределенность в отношении динамики цен на рынке нефти лишь усилилась. Для российского фондового рынка, ориентированного в значительной степени на акции нефтяных компаний, такая неопределенность является фактором, способствующим снижению цен.

### Прогноз на декабрь: главное, как поведут себя цены на нефть

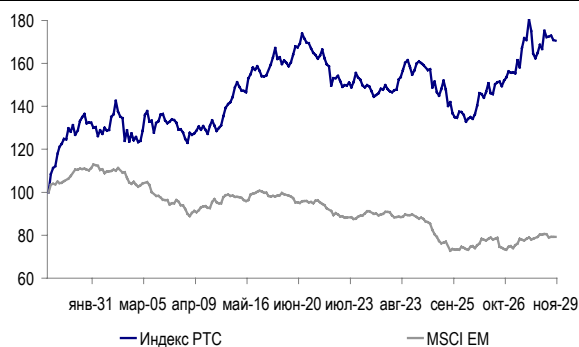
В декабре инвесторы обычно подводят итоги уходящего года и намечают стратегию действий в будущем. Если говорить о российских акциях, то с учетом их стремительного роста в 2001 г., вопрос стоит так: как будет дальше вести себя российский рынок?

В условиях нестабильности нефтяных цен, по-видимому, будет продолжаться переток части средств в другие отрасли. С другой стороны, дефицит возможностей для крупномасштабных инвестиций означает, что рынок вряд ли существенно вырастет. Независимо от того, сделают ли инвесторы в очередной раз ставку на изменения и возможную интеграцию в глобальную экономику или будут продолжать рассматривать Россию как сырьевой придаток, решающую роль с точки зрения цен на фондовом рынке будет играть динамика цены на нефть в будущем.

Российскому правительству предстоит тяжелые времена: надо будет наконец определиться в отношении предложений ОПЕК по сокращению добычи нефти. Весьма вероятно, что в декабре правительство ответит отказом. Соответственно, сохранение низких цен на нефть будет фактором, способствующим снижению цен на российском фондовом рынке.

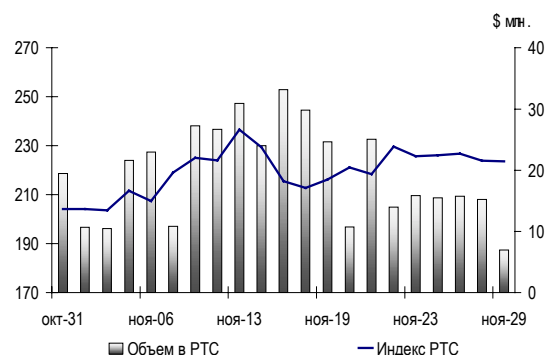
Следовательно, сохранение прежних позиций, в т.ч. по наиболее ликвидным акциям, представляется наиболее эффективным планом действий инвесторов в первой половине декабря. После того как перспективы ценовой войны на рынке нефти прояснятся (прекращение или, наоборот, усиление противостояния), можно будет основательно заняться разработкой стратегии на 2002 г.

**Илл. 2. Динамика индекса РТС в сравнении с изменением индекса MSCI EM в период с января по ноябрь 2001 г.\***



Примечание: \* цены открытия в январе 2001 г. приняты за 100  
Источники: РТС, Блумберг

**Илл. 3. Изменение индекса РТС за ноябрь 2001 г.**



Примечание: \* данные за период с 31.10.2001 по 29.11.2001  
Источник: Российская торговая система





Наталья Орлова  
(7 095) 795-3677

## Тема: Дерегулирование экономики ускорит рост прямых иностранных инвестиций

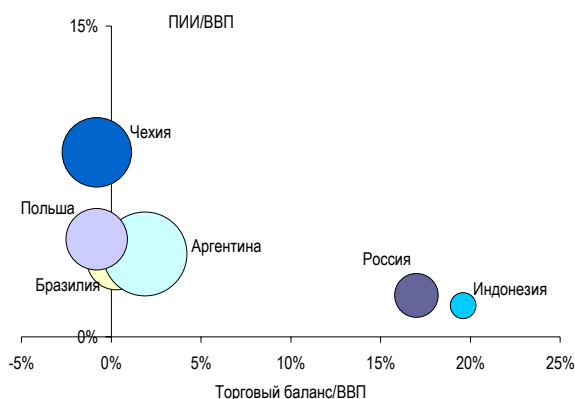
- Динамика прямых иностранных инвестиций отличается неустойчивостью: в 1-м полугодии 2001 г. они выросли на 40% (до \$2,4 млрд), а за 9 месяцев упали на 7 %.
- 40% прямых иностранных инвестиций сосредоточено в Москве, где нет такой неразберихи в законодательстве, как в регионах
- Подготовка 30 законопроектов по стандартизации к весне 2002 г. будет способствовать улучшению инвестиционного климата

### Рост прямых иностранных инвестиций в 1-м полугодии на 40%, прогноз на год - \$5 млрд

**Показатель прямых иностранных инвестиций в расчете на душу населения в 5 раз меньше, чем у Польши**

Анализ данных за прошлые периоды показывает, что при значительном счете текущих внешнеторговых операций приток прямых иностранных инвестиций, как правило, низкие. Данная взаимосвязь подтвердилась и на этот раз: при большом положительном сальдо по счету текущих операций в 2001 г. (15%), прямые иностранные инвестиции по-прежнему крайне незначительны. В 2000 г. в расчете на душу населения они составили лишь \$29 в год, тогда у Польши и Чехии аналогичный показатель достиг соответственно \$188 и \$458. Низка у России и доля прямых иностранных инвестиций в ВВП – всего 1,6% по сравнению с 4,7% у Польши и 8,9% у Чехии. Российский ВВП составляет 2% от мирового, а доля поступающих в страну прямых иностранных инвестиций – лишь 1% от их мирового объема.

Илл. 5. Относительно небольшое положительное сальдо по счету текущих операций способствует улучшению инвестиционного климата

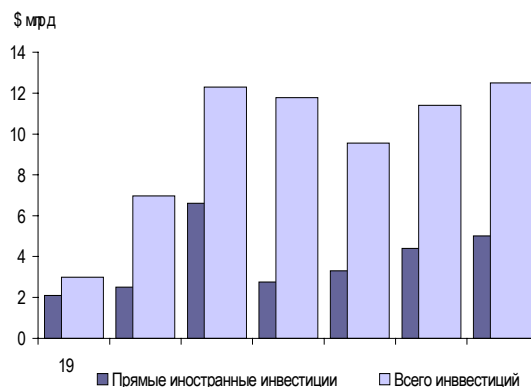


Источники: IMF, UNCTAD

**Несмотря на рост прямых иностранных инвестиций в 1-м полугодии 2001 г. на 40%, не достигнут даже и уровень 1997 г. (\$6,3 млрд)**

Динамика прямых иностранных инвестиций отличается неустойчивостью: в 1-м полугодии 2001 г. они выросли на 40% (до \$2,4 млрд), а за 9 месяцев упали на 7 %. По нашим оценкам, сделанный правительством прогноз прямых иностранных инвестиций в 2001 г. (\$4,2-4,5 млрд) представляется чересчур сдержанным: по нашим оценкам эти инвестиции будут на уровне \$5 млрд. Но даже и в этом случае общий объем иностранных инвестиций приблизится лишь к уровню 1997 г. (\$6,3 млрд).

Илл. 6. Объем прямых иностранных инвестиций в 2001 г. на 25% ниже уровня 1997 г.



Источник: Госкомстат



## Меры по улучшению инвестиционного климата

### *Консультативный совет по иностранным инвестициям в России*

Резкий рост прямых иностранных инвестиций в 1-м полугодии 2001 г. отчасти стал результатом усилий правительства, направленных на улучшение инвестиционного климата в стране. За изменением ситуации в этой области следит Консультативный совет по иностранным инвестициям в России, созданный в 2000 г.

В 2000-2001 гг. заметный прогресс достигнут по следующим направлениям:

- налог на прибыль снижен до 24% (ранее действовали ставки 35% и 43% соответственно для предприятий и финансовых учреждений);
- после выхода президентского указа о мерах по реализации закона о соглашениях о разделе продукции в июне 2001 г. и правительственного распоряжения об участии в них Роснефти СРП стали более привлекательными для инвесторов;
- должна начаться разработка законопроектов по дерегулированию экономики, в т.ч. об упрощении правил учреждения новых предприятий;
- ФКЦБ подготовила проект Кодекса корпоративного поведения; планируется внесение поправок в Закон об аффилированных учреждениях и Закон об инсайдерской информации;
- начиная с января 2004 г. должен быть осуществлен переход на МСФО;
- в августе 2001 г. Путин подписал Закон о защите прав предпринимателей в ходе государственных проверок;
- унификация стандартов призвана довести степень соответствия международным нормам до 60-70% (в настоящее время 35%);
- в соответствии с планом реформы судебной системы Россия расширяет свое участие в международных договорах.

### *Консультативный совет обсуждает реформу банковской системы*

Реформа банковской системы также способствовала улучшению инвестиционного климата. Состоявшееся в ноябре заседание Консультативного совета по иностранным инвестициям было почти целиком посвящено трем основным вопросам: 1) переход банковской системы на МСФО к 2004 г.; 2) приватизация Внешторгбанка и 3) отмена ограничений на деятельность иностранных банков в России.

### *«Карманный» характер банков недопустим*

Большинство участников заседания Консультативного совета согласились с тем, что «карманный» характер российских банков препятствует осуществлению реформы. Для решения этой проблемы ЦБ пошел на ослабление монополии госбанков и способствовал созданию независимых банковских учреждений.

## Дерегулирование экономики ускорит рост прямых иностранных инвестиций

### *Разрабатывается пакет законопроектов по дерегулированию экономики*

Пакет законопроектов по дерегулированию экономики, разрабатываемый в Минэкономразвития, должен стать эффективным инструментом решения проблемы недостаточности прямых иностранных инвестиций. С учетом поддержки со стороны администрации президента России можно предположить, что законопроекты могут существенно улучшить имидж России в глазах зарубежных инвесторов.

**Законопроект нацелен на борьбу с коррупцией и развитие малого бизнеса**

Пакет законопроектов по дерегулированию нацелен на решение стратегических задач, включая унификацию стандартов и защиту прав предпринимателей. Новые федеральные законы предусматривают:

- введение обязательных стандартов, регулируемых т.н. «горизонтальными» законами;
- введение прямого соответствия между стандартами и органами по их оценке;
- приведение законодательства в регионах в соответствие с федеральными законами;
- регулирование конкретных отраслевых стандартов с помощью т.н. «вертикальных» законов.

**40% FDI сосредоточено в Москве, где в отличие от регионов законодательство более упорядочено**

При этом главной задачей правительства является борьба с коррупцией, прежде всего на периферии. Наглядным подтверждением такого вывода может служить то, что около 40% всех прямых иностранных инвестиций направляются в Москву и Московскую область, где законы лучше исполняются. В настоящее время региональные администрации наделены полномочиями по введению новых стандартов: в новом законодательстве таких прав у них уже не будет.

**Инвесторы отдают предпочтение проектам с быстрой окупаемостью...**

Частые изменения в нормативной базе, за которыми в большинстве случаев просматривается стремление региональных властей «стричь купоны», привели к тому, что инвесторы отдают предпочтение в пользу проектов с быстрой окупаемостью. Именно по этой причине пищевая промышленность стоит на первом месте по привлечению прямых иностранных инвестиций (\$2,5 млрд).

**...в «платежеспособных» отраслях**

Часть иностранных инвестиций пошла в топливно-энергетический сектор и связь – отрасли, которым неплатежи практически не угрожают («платежеспособные» отрасли).

**Илл. 7. 60% всех прямых иностранных инвестиций направляются в быстро окупаемые проекты в «платежеспособных» отраслях**

Отрасль	Инвестиции нарастающим итогом, \$ млрд
Пищевая	2,5
Топливная	2,2
Связь	2,2
Розничная торговля	1,3

Источник: Минэкономразвития

**Подготовка 30 законопроектов ускорит рост прямых иностранных инвестиций**

Мы полагаем, что первый законопроект по стандартизации, а также пакет из первых 30 законопроектов будут представлены в Думу к весне 2002 г. С учетом того, что пропутинская Дума уже согласилась поддержать эти предложения, а Совет Федераций в значительной степени утратил былое политическое влияние, можно предположить, что решение кабинета представить данные законопроекты на утверждение приведет к заметному улучшению инвестиционного климата в стране.

**Илл. 8. Законопроекты по стандартизации направлены на улучшение инвестиционного климата**

Предложение	Нынешняя ситуация	Цель
Разработать перечень минимальных социальных стандартов	Региональные власти вводят собственные стандарты, что создает условия для взяточничества	Урезать полномочия региональных инспекторов с тем, чтобы положить конец коррупции
Сделать проверки открытыми	Оценку соответствия одно и того же стандарта проводят сразу несколько инспекторов	Каждым стандартом должен заниматься один инспектор
Стандарты должны регулироваться федеральными законами	Региональные власти устанавливают собственные ограничения	Искоренить практику частых изменений в законодательстве

Источник: Альфа-Банк





## Динамика и оценка акций

Илл. 9. Динамика АДР, с начала месяца, на 28 ноября

Компания	Биржа	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
						за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
<b>Нефть и Газ</b>										
Газпром	Фр	114А, REG S	10 в 1	1,4	8,8	-2,1	36,4	11,3	6,0	
ЛУКОЙЛ	Фр	1	4 в 1	31,0	43,7	3,1	22,4	54,9	32,1	
ЛУКОЙЛ прив.	Фр	1	2 в 1	5,0	21,3	4,4	22,1	26,9	15,9	
Сибнефть	Фр	1	10 в 1	4,0	6,3	4,1	145,7	7,4	2,2	
Сургутнефтегаз	Фр	1	50 в 1	19,0	13,3	3,5	27,4	14,8	9,2	
Сургутнефтегаз прив.	Бер	1	100 в 1	н/д	16,9	19,7	87,9	18,1	8,5	
Татнефть	Нью-Йорк	2	20 в 1	25,0	9,8	-0,1	42,3	11,7	6,5	
Юкос	Бер	1	15 в 1	20,0	63,7	17,8	н/д	н/д	н/д	
<b>Энергетика</b>										
Иркутскэнерго	Фр	1	50 в 1	16,0	3,7	6,1	6,1	5,7	2,8	
Кузбассэнерго	Фр	1	10 в 1	25,0	1,1	-4,8	28,4	1,6	0,7	
Ленэнерго	Бер	REG S	80 в 1	6,2	26,5	-1,0	27,4	28,0	13,5	
Мосэнерго	Фр	1	100 в 1	20,0	3,5	8,8	49,5	4,2	2,3	
РАО ЕЭС	Фр	1	100 в 1	22,0	14,0	45,3	82,9	14,3	6,9	
Ростовэнерго	Бер	1	100 в 1	н/д	1,5	17,4	47,7	1,8	0,8	
Ростовэнерго прив.	Бер	1	100 в 1	н/д	1,2	27,3	26,2	1,5	0,7	
Самарэнерго	Фр	1	70 в 1	н/д	1,7	4,5	121,9	2,1	0,7	
<b>Телекоммуникации</b>										
Челябинсксвязьинформ	Бер	1	1 в 5	н/д	2,7	-34,0	-53,3	5,7	2,6	
Голден Телеком	Фр	-	1 в 1	н/д	12,9	12,0	126,6	14,4	5,1	
ЮжТелеком	Фр	1	1 в 2	н/д	3,6	50,3	-32,8	5,8	2,1	
МГТС	Бер	1	1 в 10	н/д	4,9	-16,2	-14,3	7,1	3,7	
МТС	Нью-Йорк	3	20 в 1	17,0	33,9	21,2	41,4	37,9	22,0	
Нижновсвязьинформ	Фр	1	2 в 1	8,5	1,6	8,0	-43,9	3,4	1,2	
Ростелеком	Нью-Йорк	2	6 в 1	19,7	5,3	48,7	3,0	6,7	2,8	
Ростовэлектросвязь	Бер	1	5 в 1	н/д	2,7	2,3	-42,1	4,8	2,5	
Самарасвязьинформ	Бер	1	1 в 5	н/д	2,2	-8,3	-75,4	9,1	2,2	
Тюменьтелеком	Фр	1	1 в 1	н/д	1,0	8,9	170,5	1,2	0,3	
Тюменьтелеком прив.	Фр	1	2 в 1	н/д	1,1	23,8	178,1	1,4	0,4	
Уралсвязьинформ	Фр	1	200 в 1	н/д	1,4	-1,0	3,5	2,1	1,1	
ВымпелКом	Нью-Йорк	3	3 в 4	н/д	23,8	27,3	63,4	28,0	12,1	
<b>Прочие сектора</b>										
ГМК Норильский Никель	Фр	1	1 в 1	17,0	16,5	36,8	н/д	н/д	н/д	
Уралмаш-Заводы	Бер	144А, REG S	1 в 1	21,0	3,8	6,4	175,2	4,6	1,3	
ГУМ	Фр	1	2 в 1	32,2	3,2	-0,5	49,1	3,5	1,8	
ЦУМ	Фр	1	20 в 1	10,8	4,6	15,5	100,2	6,6	1,9	
Сан Интербрю В	Фр	144А, REG S	1 в 1	32,0	4,7	34,5	83,4	4,7	2,1	
Сан Интербрю А	Фр	144А, REG S	1 в 1	15,0	4,9	65,0	185,5	5,1	1,5	

Источники: Рейтер, Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 10. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек», с начала месяца, на 28 ноября

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2001П	2002П	2001П	2002П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Газпром	0,497	13	70	0,606	0,248	0,6	13 080	3,8	3,4	5,0	3,8	0,95	91	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	10,89	-2	18	13,8	8,05	3,9	9 263	3,0	3,9	2,2	2,7	17,35	59	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	0,646	-6	141	0,725	0,239	0,5	3 063	3,2	3,4	2,4	2,3	0,58	-10	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,264	4	27	0,292	0,183	1,6	6 781	0,9	1,0	1,1	1,2	0,41	55	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,495	-1	40	0,581	0,324	0,3	1 123	1,5	2,0	1,4	2,0	0,72	45	ДЕРЖАТЬ
Юкос	4,235	13	138	4,46	1,58	1,8	9 474	3,3	3,7	2,0	2,4	4,60	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>Average for peers</b>								<b>9,3</b>	<b>5,9</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>			
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0,075	-4	-7	0,114	0,061	0,0	355	н/з	н/з	6,0	5,8	0,09	21	ДЕРЖАТЬ
Ленэнерго	0,377	14	110	0,378	0,150	0,0	311	9,9	5,1	4,5	3,2	0,35	-7	Пересмотр
Мосэнерго	0,036	12	48	0,042	0,022	0,7	1 003	15,6	8,3	3,6	3,0	0,06	66	Пересмотр
РАО ЕЭС	0,140	42	70	0,144	0,071	7,2	5 815	19,0	9,8	3,6	3,0	0,15	10	ПОКУПАТЬ
EdP	2,4	-6	-29	3,7	2,3	13,7	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	7,9	6,7			
Tenaga	2,6	12	-17	13,0	7,4	14,0	8 175	18,1	17,8	12,1	11,3			
<b>Average for peers</b>								<b>15,7</b>	<b>12,5</b>	<b>9,4</b>	<b>8,7</b>			
<b>Телекоммуникации</b>														
МГТС	4,8	-5	-25	7,0	4,8	0,0	407	114,9	15,5	3,7	3,3	6,50	37	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	9,9	25	0	12,5	7,1	9,8	4 974	9,8	7,4	3,5	3,1			
Tele Norte Leste	9,5	30	-16	15,5	7,0	19,5	4 143	19,0	13,0	2,2	2,0			
Average for peers								14,4	10,2	2,9	2,5			
Ростелеком	0,865	42	1	1,210	0,455	0,8	729	16,3	13,5	3,5	3,0	1,09	26	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,76	10	-4	1,08	0,64	1,2	815	5,8	5,4	2,6	1,9			
Embratel	3,31	38	-56	10,73	2,60	8,4	1 196	32,7	8,5	2,5	2,3			
<b>Average for peers</b>								<b>19,2</b>	<b>6,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>			
Вымпелком	23,8	27	63	28,0	12,1	3,1	1 280	32,0	15,1	9,1	5,1	24,0	1	ДЕРЖАТЬ
МТС	33,9	21	41	37,9	22,0	2,0	3 379	18,9	15,2	7,8	5,8	34,0	0	ДЕРЖАТЬ
Turkcell	0,006	102	-19	0,011	0,002	0,0	2 894	н/з	30,9	6,9	4,6			
Mobinil	9,5	-11	-50	24,9	8,9	н/д	937	9,1	7,1	5,4	4,5			
<b>Average for peers</b>								<b>9,1</b>	<b>19,0</b>	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>			
Голден Телеком	12,9	12	127	14,4	5,1	0,2	311	н/з	72,9	14,1	10,5	16,6	29	ПОКУПАТЬ
Netia	1,4	131	-92	21,3	0,5	1,0	46	н/з	н/з	27,6	11,8			
<b>Металлургия</b>														
ГМК Норильский Никель	12,3	-5	68	20,0	6,5	0,7	2 417	3,0	6,9	1,5	2,6	19,7	60	ПОКУПАТЬ
Amplats	34,6	11	-3	42,8	25,7	0,4	7 524	10,7	8,2	7,5	7,1			
Eramet	30,1	21	-22	42,2	19,4	0,0	744	7,7	8,4	3,3	3,5			
WMC	5,0	3	26	5,3	3,4	6,5	9 376	14,2	13,1	8,9	8,6			
<b>Average for peers</b>								<b>10,9</b>	<b>9,9</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>			
Северсталь	39,0	11	117	44,4	17,0	0,1	861	5,0	4,6	2,2	2,2	53,9	38	НАКАПЛИВАТЬ
China Steel	0,4	-2	-32	0,6	0,3	14,8	3 472	6,1	7,1	4,4	4,8			
POSCO	82,9	18	37	93,9	55,2	0,2	7 756	5,3	8,0	4,3	4,4			
<b>Average for peers</b>								<b>5,7</b>	<b>7,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>			
<b>Продукты</b>														
Балтика	9,0	15	27	5,6	3,8	н/д	1 078	7,9	6,2	7,0	5,5	9,7	8	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	4,9	65	186	5,1	1,5	0,3	517	5,6	3,3	6,1	4,7	6,3	29	СПЕК. ПОКУПКА
Okocim	2,6	0	-11	4,0	2,3	0,0	58	6,2	6,1	2,2	1,8			
Zywiec	48,4	2	-5	55,7	39,1	0,1	358	14,2	9,3	4,9	4,4			
<b>Average for peers</b>								<b>10,2</b>	<b>7,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>			
<b>Торговля</b>														
ГУМ	1,55	3	41	1,75	1,10	0,0	93	6,9	5,4	4,2	3,8	1,72	11	НАКАПЛИВАТЬ
Robinson & Co	2,4	-4	5	2,6	2,2	0,0	206	10,3	8,9	8,1	6,8			
Matahari Putra Prima	0,0	-7	-2	0,1	0,0	0,2	127	6,2	5,5	2,4	2,0			
<b>Average for peers</b>								<b>8,3</b>	<b>7,2</b>	<b>5,2</b>	<b>4,4</b>			
<b>Машиностроение</b>														
Уралмаш - Заводы	4,0	8	163	4,8	1,4	0,1	140	5,4	4,6	2,5	2,0	5,3	34	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	19,3	11	32	25,8	12,4	0,2	1 470	9,3	5,1	7,6	7,1			
Atlas Copco	21,9	7	13	22,8	15,3	1,2	4 492	16,1	15,3	7,1	6,9			
<b>Average for peers</b>								<b>12,7</b>	<b>10,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,0</b>			

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

Источники: оценки Альфа-Банка, Блумберг



Илл. 11. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 28 ноября

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	7	33	4	1,5	68,7	464	3,5	2,3	2,3	1,7	2,5	-38	ПОКУПАТЬ
Пурнефтегаз	3,1	0	63	3,95	1,8	0,1	292	6,5	7,2	2,6	3,2	2	-35	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	2,71	-10	-23	5	2,71	1,6	189	2,6	3,0	1,7	2,4	4,5	66	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	27,5	0	-8	30	22	0,0	101	0,8	0,9	0,6	0,6	32	16	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>														
Башкирэнерго	0,092	15	98	0,103	0,047	16,4	100	1,8	1,8	0,9	1,0	0,08	-13	ДЕРЖАТЬ
Красноярскэнерго	0,105	0	289	0,150	0,027	0,0	70	1,8	1,5	н/з	31,0	0,15	43	ДЕРЖАТЬ
Кубаньэнерго	1,60	0	100	2,60	0,65	0,1	29	2,5	1,3	1,0	0,7	2	25	ДЕРЖАТЬ
Кузбассэнерго	0,11	-4	42	0,155	0,075	3,8	67	н/з	4,8	9,5	3,0	0,15	36	ДЕРЖАТЬ
Новосибирскэнерго	1,80	0	140	2,27	0,75	0,0	26	н/з	н/з	н/з	106,1	2	11	ДЕРЖАТЬ
Пермэнерго	1,62	8	62	1,85	1,00	4,1	75	1,1	1,0	0,7	0,6	2,65	64	НАКАПЛИВАТЬ
Ростовэнерго	0,013	0	-3	0,019	0,010	0,8	47	н/з	1,6	6,7	1,0	0,02	59	ДЕРЖАТЬ
Самараэнерго	0,030	0	138	0,032	0,012	0,3	112	3,3	3,0	1,2	1,1	0,042	40	НАКАПЛИВАТЬ
Свердловэнерго	0,083	4	79	0,120	0,045	4,0	51	0,0	0,5	0,7	0,5	0,09	8	ДЕРЖАТЬ
Челябэнерго	0,065	-10	225	0,081	0,02	1,4	30	н/з	3,9	н/з	1,2	0,07	8	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	9,55	0	33	11,55	7,2	0,5	22	12,7	11,6	3,8	3,5	9,98	5	ДЕРЖАТЬ
Нижновсвязьинформ	0,81	9	16	1,32	0,7	5,2	84	9,2	6,7	3,1	2,6	1,29	59	НАКАПЛИВАТЬ
Новосибирскэлектросвязь	0,017	4	-99	2,100	0,017	13,5	52	5,3	3,7	2,3	1,7	0,03	72	ПОКУПАТЬ
Ростовэлектросвязь	0,38	0	-5	0,85	0,38	0,2	32	8,7	8,0	2,4	2,2	0,6	58	СПЕК. ПОКУПКА
Самарасвязьинформ	17,8	-6	-44	32	16,4	0,5	41	7,1	6,2	3,8	3,3	19,9	12	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,358	-1	-11	0,5	0,31	4,7	187	19,8	11,3	4,2	3,5	0,29	-19	ДЕРЖАТЬ
Тюменьтелеком	1,12	6	60	1,23	0,37	10,3	34	13,9	11,8	3,3	2,8	1,11	-1	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинфооом	0,008	13	11	0,010	0,007	2,9	68	46,1	15,1	2,8	2,1	0,013	67	ДЕРЖАТЬ
Уралтелеком	4,1	-3	-6	5,1	4,1	4,1	48	5,2	4,8	2,2	1,7	5,61	37	НАКАПЛИВАТЬ
Хантымансийскокртелеком	1	0	-33	2,05	1	0,5	20	1,8	1,6	1,1	1,0	1,45	45	СПЕК. ПОКУПКА
Челябинксвязьинформ	16	0	6	20	15,1	0,0	86	28,9	н/з	7,0	7,6	9,12	-43	СОКРАЩАТЬ
ЮжТелеком	6,25	25	-36	9,95	4,5	7,7	78	6,1	6,4	3,1	3,0	8,15	30	НАКАПЛИВАТЬ
<b>Другие сектора</b>														
Аэрофлот	0,288	4	36	0,369	0,205	10,5	319	34,3	21,3	4,7	3,9	0,335	16	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	15,1	40	844	16,1	1,5	69,1	453	2,8	1,2	2,7	2,2	16,9	12	СПЕК. ПОКУПКА
ГАЗ	17,5	0	-5	48,5	13,85	0,2	91	н/д	12,4	21,0	9,4	12	-31	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	5,0	-6	28	5,3	3,5	2,1	45	4,2	4,7	2,5	2,9	5,02	0	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	44,25	32	75	43,15	22,7	80,8	643	н/д	н/д	н/д	н/д	-	-	-
Челябинский трубный з-д	0,062	0	0	0,062	0,062	0,3	29	1,3	0,7	0,9	0,0	0,15	142	СПЕК. ПОКУПКА

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

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

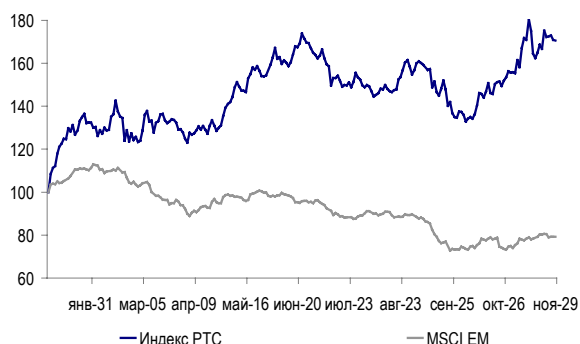
Илл. 12. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц,

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.	0,170	7	83	0,178	0,084	579	36	0,01	5	0,21	20,59	ПОКУПАТЬ
Татнефть прив.	0,300	8	50	0,314	0,190	41	39	0,03	9	0,28	-6,67	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>												
РАО ЕЭС прив.	0,084	34	154	0,088	0,028	275	40	0,00	7	0,16	91,16	ПОКУПАТЬ
<b>Телекоммуникации</b>												
Ростелеком прив.	0,405	45	-8	0,440	0,210	119	53	0,03	7	0,52	28,40	НАКАПЛИВАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

## Графики

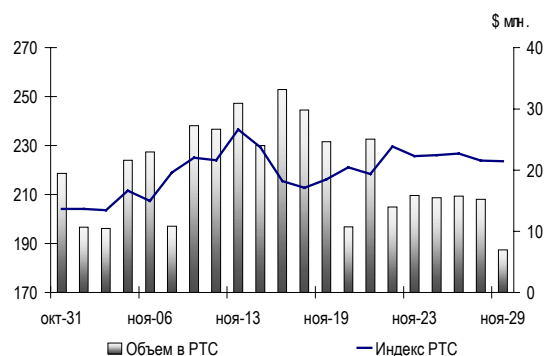
**Илл. 13. Индекс РТС относительно индекса MSCI EM, с начала года**



Источник: Рейтер

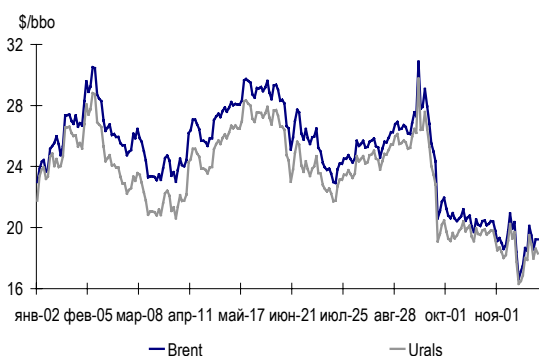
- Российский рынок вырос за месяц на 10% по индексу РТС при средненежном объеме торгов в \$20 млн., индекс развивающихся рынков MSCI EM показал рост на 6%

**Илл. 14. Динамика индекса РТС, за месяц**



Источник: РТС

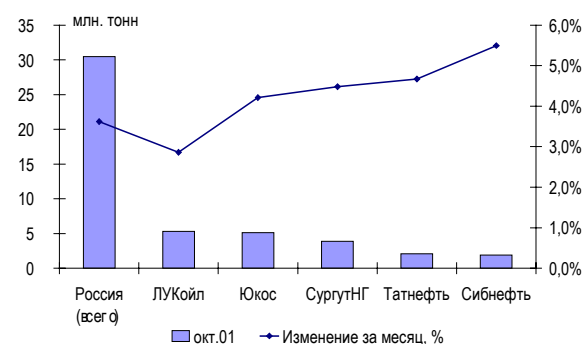
**Илл. 15. Цены на нефть: Brent и Уралс, с начала года**



Источник: Блумберг

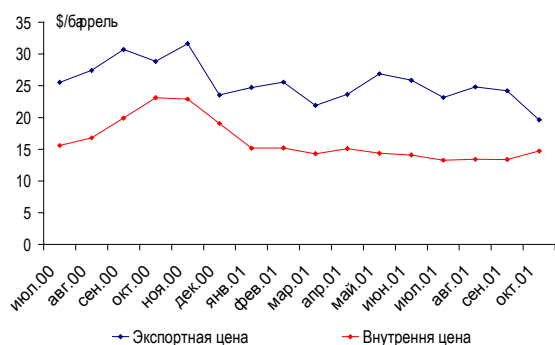
- На фоне неопределенности стран-членов ОПЕК в отношении сокращения квот на добычу, цены на нефть упали до \$19 за баррель к концу месяца
- В октябре возобновился рост добычи нефти российскими компаниями

**Илл. 16. Добыча нефти компаниями, октябрь 2001 года**



Источник: Министерство энергетики

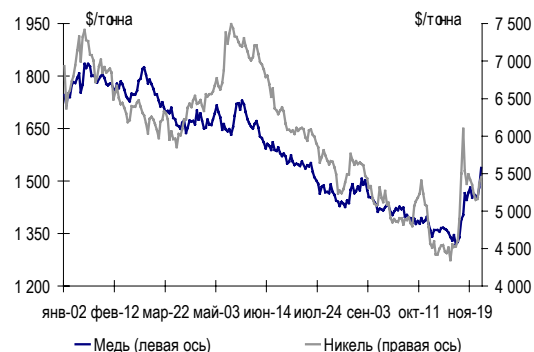
**Илл. 17. Динамика экспортных и внутренних цен на нефть, июль 2000 г. – октябрь 2001 г.**



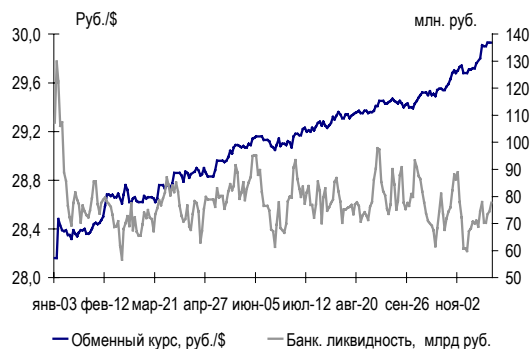
Источник: Министерство энергетики

- Спред между экспортными и внутренними ценами на нефть сократился до \$5 за баррель
- Цены на никель выросли в ноябре на 23%, медь подорожала на 13%.

**Илл. 18. Цены на медь и никель, с начала года**

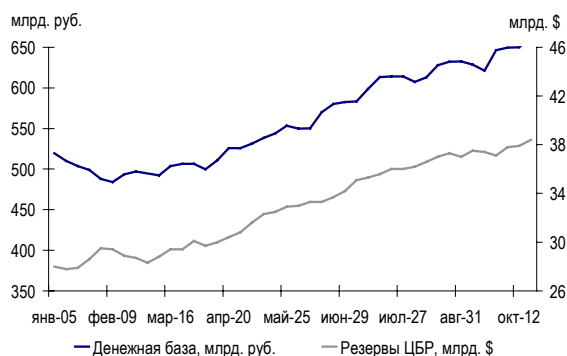


Источник: Блумберг

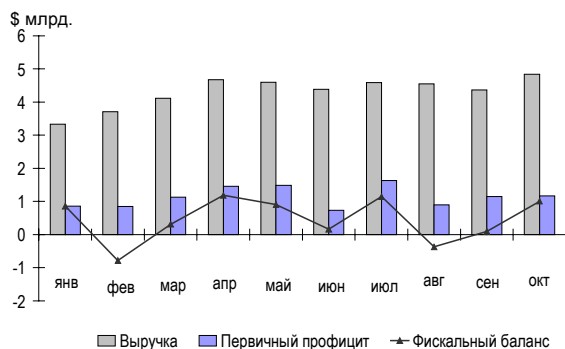
**Илл. 19. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года**


Источник: ЦБР

- Курс рубля к доллару достиг нового минимума на фоне падения цен на нефть
- Резервы ЦБР останутся на уровне \$39-40 млрд. к концу года

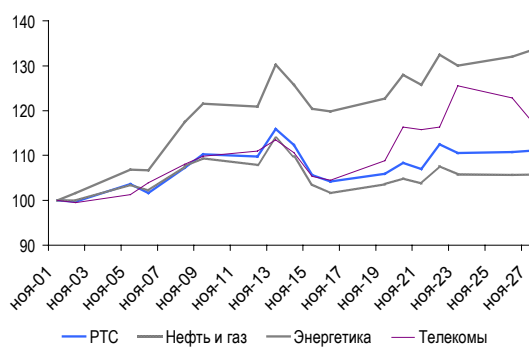
**Илл. 20. Денежная база и резервы ЦБР, за год**


Источник: ЦБР

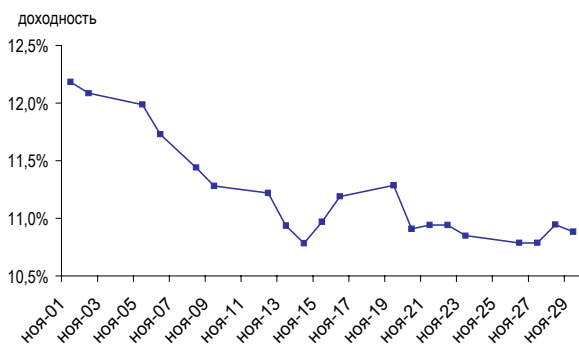
**Илл. 21. Динамика исполнения бюджета, с начала года**


Источник: Минфин

- Фискальный профицит бюджета составил в октябре \$1 млрд. против \$100 млн. в сентябре
- В ноябре акции энергетического и телекоммуникационного секторов росли быстрее рынка, в то время как инвесторы переключались из нефтяных акций в другие российские активы

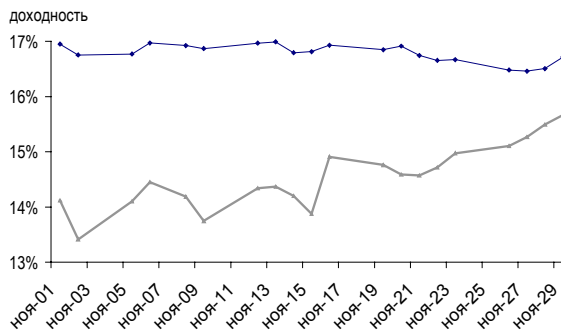
**Илл. 22. Динамика отраслевых индексов относительно индекса РТС, за месяц**


Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 23. Динамика Евро – 07, за месяц**


Источник: Рейтер

- Рост цен валютных облигаций в ноябре проходил на фоне притока средств из Аргентины и погашения Евро-01
- В ноябре инвесторы выходили из коротких ОФЗ, чтобы принять участие в аукционе по обмену ОФЗ 25030

**Илл. 24. ОФЗ 27001 – ОФЗ 28001, с начала года**


Источник: Рейтер





## Календарь событий

Илл. 25. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания	Событие
Декабрь		
1	ТНК	Окончание подачи заявок на конвертацию акций дочерних компаний ТНК в головную
6	Макроновости	Заседание правительства по вопросу тарифов естественных монополий
10	Нефть	Заседание правительства по вопросу сокращения добычи нефти
10	Ценные бумаги с фиксированной доходностью	Выплата купона на \$73,4 млн. по еврооблигациям с датой погашения в 2003 г.
11	Масго	Заседание FOMC
11	КрасноярскЭС	Внеочередное собрание акционеров по вопросу слияния с СибирьТелекомом
14	РостовЭС	Внеочередное собрание акционеров по вопросу слияния с ЮжТелекомом
14	Балтика	Внеочередное собрание акционеров по вопросу дополнительной эмиссии
15	Макроновости	Заседание правительства по вопросу поправок к бюджетному кодексу
17	ИркутскЭС	Внеочередное собрание акционеров по вопросу слияния с СибирьТелекомом
17	ОНАКО	Внеочередное собрание акционеров по вопросу консолидации дочерних предприятий
19	Ценные бумаги с фиксированной доходностью	МинФин размещает 6-месячные ГКО в объеме 4 млрд. рублей
20	Макроновости	Заседание правительства по вопросу регулирования с/х угодий
20	Макроновости	Предложения по вопросу страхования должны быть переданы в Госдуму
21	НовосибирскЭС	Внеочередное собрание акционеров по вопросу слияния
21	ЮжТелеком	Внеочередное собрание акционеров по вопросу слияния
24	ГМК Норильский Никель	Внеочередное собрание акционеров по вопросу уменьшения уставного капитала
26	Ценные бумаги с фиксированной доходностью	Выплата купона на \$120 млн. по еврооблигациям с датой погашения в 2007 г.
30	Белгородэнерго	Внеочередное собрание акционеров по вопросу реструктуризации компании
Декабрь	Ценные бумаги с фиксированной доходностью	Валютный аукцион для нерезидентов
Декабрь	Макроновости	Первое чтение законопроекта по пенсионному накопительному элементу
Декабрь	РАО ЕЭС	Правительство должно вынести решение по структуре Генкомпаний

Источник: оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова  
(7 095) 795-3677

## Экономика и политика

**При цене нефти \$15-17 за баррель правительству, возможно, удастся избежать сокращения расходных статей**

После резкого ноябрьского снижения цен на нефть широко распространились слухи о том, что правительству придется учесть новые реальности, скорректировав бюджет на 2002 г. Хотя представители кабинета не исключают того, что показатель суммарного роста ВВП сократится в будущем году с 4,3% до 3,5%, произвести перерасчет всех макроэкономических параметров, заложенных в основу бюджета, накануне третьего чтения не представляется возможным. Если средняя цена сорта Brent составит \$15-17 за баррель, правительство сумеет изыскать ресурсы (финансовые резервы в объеме \$3 млрд. и возможность заимствований на внутреннем рынке) и обойтись без сокращения расходных статей. Тем не менее, Алексей Кудрин призвал Думу заранее проголосовать за возможное сокращение непроцентных расходов на 68 млрд. рублей, что позволило бы предоставить дополнительные гарантии держателям облигаций в случае падения цен на нефть ниже \$14,5 за баррель.

**В декабре ожидается ускорение темпов обесценения рубля**

Судя по всему, в декабре начнут формироваться будущие тенденции экономического развития. Правительство должно предпринять усилия, направленные на достижение установленных им ориентиров – роста ВВП на 5,5% и инфляция на уровне 18%. Хотя официальный прогноз темпов экономического роста близок к нашей оценке – 5,6%, мы полагаем, что суммарный показатель инфляции может составить в этом году не менее 19%. В условиях повышения спроса на нефть и сокращения ее экспортных поставок в результате недавнего снижения цен можно ожидать ускорения темпов обесценения национальной валюты. С другой стороны, эта ситуация заставила ЦБ вплотную заняться реальным обменным курсом. Исходя из этого, можно предположить, что ускоренное обесценение номинального курса не обязательно повлечет за собой негативные последствия, поскольку ценовая конкурентоспособность отечественной продукции повысится.

**Илл. 26. Макроэкономические показатели**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Октябрь</b>						
Инфляция	1,0	11,5	1,2	1,6	1,5	
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	6,0	20,7	27,0	28,2	30,5	
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28,0	39,0	
<b>Годовые</b>						
Рост ВВП, %	0,8	-4,9	5,4	8,3	5,6	2,8
Инфляция, %	11,0	84,0	37,0	20,0	19,0	16,0
Курс рубля на конец года, руб./\$	6,0	20,7	27,0	28,1	30,3	33,5
Золотовалютные запасы на конец года, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28,0	39,0	39,0
Сальдо торгового баланса	16,6	16,9	36,0	61,0	51,0	35,0
Экспорт	89,0	74,9	75,8	105,0	102,0	90,0
Импорт	72,0	58,0	39,6	44,0	51,0	55,0

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

**Илл. 27. Ключевые события**

Дата	Событие
1 ноября	Решение правительства сократить непроцентные расходы на \$1,2 млрд. делает бюджет-2002 реалистичным даже при цене на нефть в \$17 за баррель
5 ноября	ЦБР выступает за консервативную банковскую реформу, реализации которой займет длительное время
6 ноября	Инфляция в России в октябре 2001 г составила 1,1%; за 10 месяцев потребительские цены выросли на 15,2%
8 ноября	Правительство РФ намерено проиндексировать тарифы естественных монополий уже в начале следующего года
9 ноября	Доходы бюджета в октябре составили 142,8 млрд. руб., увеличившись на 11% по отношению к сентябрю
12 ноября	Правительство РФ намерено избежать секвестирования расходов бюджета в 2002 г. даже при падении цен на нефть до 15 \$/баррель
13 ноября	Россия планирует сократить добычу на 30 тыс. баррелей в день, что составляет 0,4% от общей добычи нефти
14 ноября	Агентство по управлению госдолгом будет создано только через 2-3 года, однако, это не помешает решить проблему 2003 г.
19 ноября	По данным Госкомстата, промышленное производство в РФ в октябре выросло на 5,1% к октябрю прошлого года
20 ноября	Минэкономразвития не исключает возможность повышения тарифов естественных монополий в 2002 г сверх лимитов макроэкономического прогноза
21 ноября	Несмотря на текущие низкие цены на нефть, правительство не будет менять параметры бюджета на 2002 г., третье чтение которого состоится 30 ноября
22 ноября	В соответствии с поправками к бюджету на 2002 г, правительство не исключает секвестирования расходов в случае низких цен на нефть.
23 ноября	Усилия ЦБР предотвратить реальное укрепление рубля подтверждают наш прогноз роста ВВП на 2,8% в 2002 г.
27 ноября	По данным Минэкономразвития, объем ВВП в октябре по сравнению с предыдущим месяцем не изменился
28 ноября	Правительство РФ предполагает снижение экспортных пошлин на нефть до 17-18 евро за тонну
29 ноября	Предел внешних заимствований в 2002 г. останется неизменным при ценах на нефть выше \$9-10/баррель
30 ноября	Агентство Moody's повысило суверенный рейтинг РФ до «Ва3», прогноз «стабильный»
30 ноября	За 9 месяцев прямые инвестиции снизились на 7,4% против 40%-го роста в первом полугодии 2001 г.; реформы 2002 г. должны обеспечить основу их стабильного роста

Источник: оценки Альфа-Банка



## Новости компаний и отраслей

Константин Резников

(7 095) 795-3612

Анна Бутенко

(7 095) 795-3745

## Нефть и газ

В результате глобального спада, ускоренного терактами в США, падение цен на нефть оказалось более глубоким, чем мы предполагали. Ожидалось, что в условиях вызванного этими событиями обвала нефтяных цен ОПЕК сократит добычу в октябре. Однако картель заявил, что сократит добычу на 1,5 млн баррелей в день с 1 января 2002 г. только при условии, что нефтедобывающие страны, не входящие в организацию, сократят экспорт в общей сложности на 0,5 млн баррелей в день. Мексика, Норвегия и Оман откликнулись на призыв ОПЕК, заявив о готовности снизить добычу на 225-325 тыс. баррелей в день. Производители нефти (как входящие, так и не входящие в ОПЕК) ожидали от России, занимающей второе место в мире по экспорту после Саудовской Аравии - снижения добычи не менее чем на 200 тыс. баррелей в день. Однако решение России оказалось неожиданным: она пообещала сократить экспорт в 4-м кв. 2001 г. лишь на 50 тыс. баррелей в день и повторно рассмотреть вопрос о возможном снижении объема поставок в будущем 10 декабря. Если нефтедобывающие страны договорятся о сокращении добычи нефти в будущем году, средняя цена сорта Brent в 2002 г. составит, по нашей оценке, \$19 за баррель.

**При цене сорта Brent \$19 за баррель сильнее всего сократится чистая прибыль у Татнефти и ЛУКОЙла**

Анализ показывает, что от падения цен на нефть больше всего пострадают ЛУКОЙл и Татнефть. При падении средней цены Brent в будущем году до \$19 за баррель чистая прибыль у обеих компаний сократится на 31%. Если же цена нефти снизится до \$15 за баррель чистая прибыль у них снизится соответственно на 57% и 63%. При этом в среднем по отрасли снижение чистой прибыли для указанных выше двух ценовых уровней составит 22% и 42%. Столь серьезные последствия для ЛУКОЙла и Татнефти связаны с тем, что у обеих компаний есть проблемы с наращиванием добычи в среднесрочной перспективе, а у Татнефти относительно немного мощностей по переработке.

Илл. 28. Прогноз динамики чистой прибыли в зависимости от уровня цен на нефть

	Исходный прогноз на 2002 г., \$23/барр.			Новый базовый сценарий, \$19/ барр.		Наихудший сценарий, \$15/ барр.	
	2001 г. (оц.) млн. \$	2002 г. (оц.) млн. \$	2003 г. (оц.) млн. \$	2002 г. (оц.) млн. \$	Изменение относительно исходного прогноза, %	2002 г. (оц.) млн. \$	Изменение относительно исходного прогноза, %
ЛУКОЙл	3 064,3	3 080,1	2 916,2	2 120,6	-31,2	1 320,3	-57,1
ЮКОС	2 889,1	3 034,5	2 846,7	2 586,7	-14,8	2 074,7	-31,6
СургутНГ	2 458,5	2 514,5	2 482,6	2 142,3	-14,8	1 725,3	-31,4
Татнефть	692,9	750,5	658,7	515,5	-31,3	278,6	-62,9
Сибнефть	971,0	1 074,9	1 279,5	898,6	-16,4	767,2	-28,6

Источник: оценка Альфа-Банка

В ноябре нефтяные компании опубликовали финансовую отчетность за 1-е полугодие 2001 г. по МСБУ: показатели рентабельности, а также прибыль в расчете на баррель добытой нефти у них снизились. Список самых эффективных нефтяных компаний снова возглавляют Юкос и Сургутнефтегаз. Особо следует отметить показатели Сибнефти. В результате консолидации трейдинговых компаний прибыль за отчетный период резко выросла: норма EBITDA и прибыль на баррель добываемой нефти у Сибнефти сейчас выше, чем у Юкоса и Сургутнефтегаза.

**Илл. 29. Финансовые результаты нефтяных компаний за 1-е полугодие 2001 г. по МСБУ**

	ЛУКОЙЛ в млн. \$	Юкос в млн. \$	Сургутнефтегаз* в млн. \$	Татнефть в млн. \$	Сибнефть в млн. \$	Средний показатель в млн. \$
Выручка (нетто)	6 273,0	3 933,6	2 541,1	2 014,0	1 663,1	3 285,0
Операционная прибыль	1 989,0	2 152,1	1 423,9	767,1	688,4	1 404,1
ЕБИТДА	2 305,0	1 963,4	н/д	605,8	873,3	1 436,9
Чистая прибыль	1 421,0	1 540,2	990,7	504,3	613,2	1 013,9
Норма операционной прибыли, %	31,7	54,7	56,0	38,1	41,4	44,4
Норма ЕБИТДА, %	36,7	49,9	н/д	30,1	52,5	42,3
Норма чистой прибыли, %	22,7	39,2	39,0	25,0	36,9	32,5
Операционная прибыль в расчете на баррель	7,04	10,63	9,18	8,59	9,96	9,08
ЕБИТДА в расчете на баррель	8,16	9,70	н/д	6,79	12,63	9,32
Чистая прибыль в расчете на баррель	5,03	7,61	6,39	5,70	8,87	6,72

Примечания: \*по российским стандартам учета, н/д – нет данных  
Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

**Газпром****Илл. 30. 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	3,8	3,4	4,2	3,9
EV/ЕБИТДА	5,0	3,8	4,3	4,1
Капитализация, млн. \$	13 080,4			
EV, млн. \$	24 980,4			
Добыча, млрд. куб. см	3,2			
Запасы, млрд. куб. м	184,1			
Количество акций, млн.	23 673,5			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 31. Краткий обзор компании****Сильные стороны**

- Значительная доля выручки приходится на экспорт (63%)
- Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке (экспорт 131 млрд куб.м)

**Слабые стороны**

- Низкие цены на газ на внутреннем рынке (\$13-16 за тым. куб. м)
- Неплатежи за поставки газа некоторыми группами потребителей (\$3.4 млрд)

**Возможности**

- Новые проекты строительства экспортных газопроводов (рост экспорта до 175-200 куб. м)
- Рост цен на газ на внутреннем рынке будет обгонять инфляцию

**Угрозы**

- Правительство является держателем 38% акций компании
- Разделение компании на добывающее и транспортирующее предприятия

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 32. Ключевые события**

Дата	Событие
13 ноября	Газпром объявил о возросшей прибыли за 9М2001 г. Неконсолидированные результаты Газпрома за 9М2001 г. по российским стандартам бухучета в основном отражают выручку от экспорта газа и не учитывают внутренние операции концерна, которые, по нашим оценкам, добавят 35-40% в общую выручку.
26 ноября	Компания S&P присвоила «Газпрому» долгосрочный кредитный рейтинг местной и иностранной валюте с позитивным прогнозом на будущее. Позитивный прогноза отражает не только позитивную оценку общей ситуации в РФ, но и также способность компании выдержать любое давление с целью разделить деятельность компании по добыче газа и его транспортировке.

Источник: оценки Альфа-Банка



## ЛУКОЙЛ

### Илл. 33. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 787,9	11 089,8	11 593,5	12 065,7
EBITDA, млн. \$	4 812,3	3 926,0	4 337,5	4 608,6
Чистая прибыль, млн. \$	3 057,6	2 391,4	2 842,8	2 946,0
P/E	3,0	3,9	3,3	3,1
EV/EBITDA	2,2	2,7	2,4	2,3
Капитализация, млн. \$	9 262,6			
EV, млн. \$	10 437,6			
Добыча, млн. бнэ	567,2			
Запасы, млн. бнэ	14 243,0			
Количество акций, млн.	850,6			

Источник: оценки Альфа-Банка

### Илл. 34. 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. 35. Ключевые события

Дата	Событие
1 ноября	Опубликована отчетность «ЛУКОЙла» по стандартам U.S. GAAP за 1П2001 г. Снижение издержек «ЛУКОЙла» за 1П01 на 2% позволило поддержать чистую прибыль компании на уровне \$1,4 млрд. Чистая выручка «ЛУКОЙла» по стандартам U.S. GAAP составила \$6,27 млрд. Таким образом фактическая чистая выручка «ЛУКОЙла» на 3% выше нашего прогноза и на 0,4% выше аналогичного показателя за 1П2000 г.
5 ноября	ЛУКОЙл получит 20% в СРП по Харьягинскому месторождению в Ненецком АО. Суммарные запасы месторождения оцениваются в 140 млн тонн. В прошлом году в рамках проекта на месторождении было добыто 0,5 млн. тонн нефти. На данный момент доли в проекте разделены между двумя зарубежными компаниями: TotalFinaElf (50%) и Norsk Hydro (40%) и Ненецкой Нефтяной Компанией, которая владеет 10%.
16 ноября	ФКЦБ зарегистрировала выпуск 77,2 млн. обыкновенных акций ЛУКОЙла на общую сумму \$64,800 (1,93 млн. руб.), номиналом 0,025 руб. Эти акции будут использованы для конвертации привилегированных акций ЛУКОЙла в обыкновенные. После завершения конвертации, уставный капитал ЛУКОЙла будет представлен 815,6 млн. обыкновенных акций.
21 ноября	Совет директоров ЛУКОЙла обсудил предварительные итоги работы компании в 2001 году. Компания планирует достигнуть 78 млн. тонн добычи в этом году (0,4% рост год-к-году) и 31 млн. тонн нефтепереработки. Суммарный прирост запасов углеводородного сырья составит 100 млн. тонн из них 50 млн. тонн нефти с конденсатом и 50 млрд. куб. м. газа. В 2002 году ЛУКОЙл ожидает роста добычи на 2,8% до 80,2 млн. тонн и роста нефтепереработки на 28,4% до 39,8 млн. тонн.
22 ноября	Приостановлена в РТС торговля привилегированными акциями ЛУКОЙла — в целях завершения конвертации. В результате конвертации количество обыкновенных акций ЛУКОЙла вырастет с 773,4 млн. до 850,6 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сибнефть

### Илл. 36. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 119,4	3 068,5	3 603,7	3 354,4
EBITDA, млн. \$	1 519,1	1 558,3	1 961,4	1 836,3
Чистая прибыль, млн. \$	959,0	901,1	1 219,2	999,7
P/E	3,2	3,4	2,5	3,1
EV/EBITDA	2,4	2,3	1,8	2,0
Капитализация, млн. \$	3 062,9			
EV, млн. \$	3 620,4			
Добыча, млн. бнэ	124,8			
Запасы, млн. бнэ	4 644,0			
Количество акций, млн.	4 741,3			

Источник: оценки Альфа-Банка

### Илл. 37. 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

**Илл. 38. Ключевые события**

Дата	Событие
2 ноября	<b>Сибнефть ожидает получить кредитный рейтинг от Moody's для размещения \$250 еврооблигаций.</b> Сибнефть надеется на получение более высокого рейтинга, подобно ТНК с Ва2 рейтингом, что на три пункта превышает суверенный рейтинг.
12 ноября	<b>Сибнефть начала выплату промежуточных дивидендов в размере \$0,07 на одну акцию (2,32 руб.).</b> Дивидендная доходность по данным выплатам составила 10% от текущей цены акций Сибнефти. Данные дивидендные выплаты будут вторыми выплатами промежуточных дивидендов в этом году, впервые составили \$612млн.
15 ноября	<b>Сибнефть находится в последней стадии переговоров с ЛУКОЙлом на предмет приобретения 36,9% Московского НПЗ и 19,9% Моснефтепродукта.</b> Покупка Сибнефтью 37% Московского НПЗ увеличит нефтепереработку компании на 5 млн. тонн.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сургутнефтегаз

**Илл. 39. 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. \$	3 318,5	3 008,5	3 334,2	3 746,1
Чистая прибыль, млн. \$	2 469,4	2 242,7	2 436,2	2 681,9
P/E	2,2	2,4	2,2	2,0
EV/ЕБИТДА	2,0	2,3	2,0	1,8
Капитализация, млн. \$	6 781,0			
EV, млн. \$	6 781,0			
Добыча, млн. бнэ	373,3			
Запасы, млн. бнэ	6 820,0			
Количество акций, млн.	28 428,0			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 40. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05)
- Более 75% выручки в валюте

**Слабые стороны**

- Низкая доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды (4-5%)
- НПЗ компании – один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%)

**Возможности**

- Освоение новых запасов нефти в Тиман-Печоре и Восточной Сибири
- Модернизация НПЗ Кинеша к 2008 г. (\$800 млн.)

**Угрозы**

- Компания контролируется руководством (71%)
- Разводнение в результате возможного обмена привилегированных акций на обыкновенные

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 41. Ключевые события**

Дата	Событие
6 ноября	<b>Неконсолидированная чистая прибыль Сургутнефтегаза за 9М2001 г. снизилась на 14% до \$1,67 млрд.</b> Благодаря росту объема экспорта нефти, выручка компании выросла на 0,8% до \$4 млрд. по сравнению с 9М2000 г. Вместе с тем, в связи с ростом операционных расходов на 21,7% (в основном благодаря росту тарифов на электроэнергию и ужесточению налогового контроля), операционная и чистая прибыли компании снизились на 11,3% и 14,5%, соответственно.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Татнефть

**Илл. 42. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 409,3	3 050,2	3 158,6	3 255,9
ЕБИТДА, млн. \$	1 432,8	1 013,3	1 087,3	1 064,2
Чистая прибыль, млн. \$	712,4	541,5	636,2	645,8
P/E	1,5	2,0	1,7	1,7
EV/ЕБИТДА	1,4	2,0	1,9	1,9
Капитализация, млн. \$	1 122,7			
EV, млн. \$	2 043,3			
Добыча, млн. бнэ	179,6			
Запасы, млн. бнэ	5 944,0			
Количество акций, млн.	2 326,2			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 43. 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. 44. Ключевые события****Дата Событие**

5 ноября	<b>Ожидаемые дивиденды Татнефти по привилегированным акциям по итогам 2001 года составят 3,4 цента; дивидендный доход составит 12%.</b> Акционеры Татнефти повысили номинальную стоимость обыкновенных и привилегированных акций компании до 1 рубля с 10 копеек на последнем внеочередном собрании. Согласно уставу Татнефти, компания должна выплачивать дивиденды по привилегированным акциям в размере не меньше номинальной стоимости акций. Таким образом, мы ожидаем, что дивидендный доход составит 12%.
14 ноября	<b>Татнефть берет второй за этот год долгосрочный кредит в иностранной валюте, в результате чего долг компании вырастает на 15%.</b> Кредит на сумму \$100 млн. сроком на 30 месяцев был предоставлен компании швейцарским банком BNP Paribas под гарантии контрактов на поставки нефти. По нашим оценкам, общий долг компании к концу года составит до \$753 млн., а соотношение долга к собственному капиталу вырастет с 19% до 22%.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Юкос****Илл. 45. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	8 896,6	7 802,9	8 153,0	8 242,5
EBITDA, млн. \$	4 712,5	4 016,8	4 312,1	4 319,0
Чистая прибыль, млн. \$	2 914,3	2 587,5	2 804,8	2 847,0
P/E	3,3	3,7	3,4	3,3
EV/EBITDA	2,0	2,4	2,2	2,2
Капитализация, млн. \$	9 473,7			
EV, млн. \$	9 473,7			
Добыча, млн. бнэ	362,1			
Запасы, млн. бнэ	11 769,0			
Количество акций, млн.	2 237,0			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 46. 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. 47. Ключевые события****Дата Событие**

19 ноября	<b>Юкос должен будет выплатить \$225 млн., чтобы удержать контроль над Томскнефтью (20% добычи компании).</b> Правительство хочет продать 36,8% в Восточной Нефтяной Компании (ВНК) до конца года и назначило стартовую цену в \$225 млн. ВНК держит 38% в Томскнефти, добыча которой составляет 19,6% от общей добычи Юкоса, и 38% в Ачинском НПЗ, переработка которого составляет 22,1% от общей переработки Юкоса. Юкос контролирует 54,7% ВНК и мы ожидаем, что Юкос будет участвовать в тендере на покупку доли в компании, несмотря на то, что ее собственная оценка 36,8% доли составляет лишь \$100 млн.
27 ноября	<b>Юкос накапливает акции энергокомпаний и намерен контролировать до 2500 МВт мощностей к 2005г.</b> Компания намерена производить 13 ТВтч электроэнергии ежегодно, используя собственное топливное сырье, начиная с 2005г., что соответствует производственным мощностям до 2500 МВт. Согласно заявлениям местной прессы, Юкос уже приобрел более 30% акций Томскэнерго, Белгородэнерго, Кубаньэнерго, что по нашим оценкам могло стоить компании \$10-12 млн. Также Юкос сделал заявки на приобретение акций нескольких других энергетических компаний.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Виталий Зархин**

(7 095) 795-3676

**Ольга Филиппова**

(7 095) 795-3735

**Энергетика**

Главным событием ноября должно стать решение правительства о структуре генерирующих компаний (генкомпаний). 19 ноября РАО ЕЭС представила в правительство план, предусматривающий создание 10 генкомпаний с целью создания условий для конкуренции на новом оптовом рынке. В соответствии с планом РАО в состав генкомпаний должны войти 6 тепловых и 4 гидроэлектростанций.

Проведенный нами анализ показывает, что с учетом величины мощностей ГРЭС и накопленной амортизации, миноритарные акционеры 11 торгуемых на рынке электростанций получают блокпакет только в одной генерирующей компании. В то же время в результате передачи ряда ГРЭС генерирующим компаниям акционеры Мосэнерго, Пермэнерго, Ленэнерго и Свердловэнерго могут потерять от 30 до 85% мощности.

**Миноритарные акционеры получают блокпакет только в одной генерирующей компании**

## РАО ЕЭС

### Илл. 48. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 931,6	14 106,4	13 908,3	15 585,6
ЕБИТДА, млн. \$	2 205,5	2 611,8	2 883,2	3 389,0
Чистая прибыль, млн. \$	301,0	586,5	835,0	1 178,7
P/E	19,0	9,8	6,9	4,9
EV/ЕБИТДА	3,6	3,0	2,7	2,3
Капитализация, млн. \$	5 815			
EV, млн. \$	7 894			
Производство, ТВтч	622			
Мощность, ГВт	156			
Количество акций, млн.	42 117			

Источник: оценки Альфа-Банка

### Илл. 49. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Наиболее репрезентативная компания – наиболее ликвидные российские акции
- Положительное влияние любых позитивных изменений в макроэкономике России

#### Слабые стороны

- Устаревшее оборудование (аккумулированная амортизация -59%)

#### Возможности

- Установленный лимит роста тарифов (32%) на 2002 год превышает лимит роста цены на газ (20%)
- Потенциально может выиграть от реформирования, рынок должен адекватно оценить активы

#### Угрозы

- Риск разделения активов в процессе реструктуризации

Источник: оценки Альфа-Банка

### Илл. 50. Ключевые события

Дата	Событие
31 октября	<b>Финансовые результаты РАО «ЕЭС России» за 1П200 г. по МСБУ демонстрируют улучшения в операционной деятельности компании и выше наших ожиданий.</b> Операционная прибыль РАО подскочила до 312 млн. долл. с 12 млн. долл. операционного убытка в 1П2000 г. Чистая прибыль за 1П2001 г. упала до 29 млн. долл. с 214 млн. долл. в 1П2000 г. в связи с отложенными налоговыми платежами.
12 ноября	Доля субсидируемых покупателей в задолженности перед РАО ЕЭС выросла до 87% за 9М2001 г. с 85% в 2000 г. Несмотря на снижение общей дебиторской задолженности РАО ЕЭС, ЖКХ и сельское хозяйство стоят в стороне. Их доли в общей задолженности перед РАО ЕЭС выросли с 34% и 10% до 36% и 11%, соответственно.
19 ноября	РАО ЕЭС объявило агрегированные финансовые результаты за 9М2001 г. по российским стандартам бухучета (РСБУ), которые демонстрируют позитивную динамику. Агрегированная выручка компании выросла на 37% до \$11,1 млрд. в связи с ростом тарифов на электроэнергию и тепло на 34% и 33% до \$16/МВтч и \$5,7/Гкал, соответственно. Издержки компании выросли на 30% до \$9,1 млрд. основным фактором роста издержек был рост затрат на топлива на 40-50%. Доля затрат на топливо в общем объеме издержек составила 50%.
19 ноября	<b>Миноритарные акционеры региональных компаний и торгующихся ГРЭС и ГЭС потеряют блокирующие пакеты акций в создаваемых генерирующих компаниях.</b> РАО ЕЭС практически согласовало структуру будущих 10 генкомпаний, включающую шесть компаний на базе ГРЭС и четыре компании на базе ГЭС. Миноритарные акционеры получат блокирующий пакет акций только в одной из этих компаний. Согласно последним предложениям РАО ЕЭС, Мосэнерго потеряет более 30% своих генерирующих мощностей, Ленэнерго и Пермэнерго потеряют 39% и 32%, в Свердловэнерго и Вологдаэнерго – 85% и 95%, соответственно. Конкретный механизм компенсации для каждой энергокомпании еще должен быть определен, и есть риск того, компенсация будет заниженной. В связи с этим, мы пересматриваем наши рейтинги по акциям Мосэнерго и Ленэнерго.
22 ноября	<b>Крупные промышленные группы подтверждают свой интерес к генерирующим активам РАО ЕЭС</b> Наиболее проработанный на сегодняшний день проект между РАО ЕЭС и ЛУКОЙлом касается либо слияния Волгоградского НПЗ и Волгоградской ТЭЦ (мощностью в 300 МВ, в собственности Волгоградэнерго), либо приобретения этой ТЭЦ нефтяной компанией. Ранее Юкос показывал такой же интерес к генерирующим активам региональных энергокомпаний, в частности, к Томскэнерго.
28 ноября	<b>28 участников АТС одобрили структуру АТС, ее уставный капитал, а также избрали руководителя системы.</b> Создание АТС будет первым шагом по организации оптового рынка электроэнергии, который заменит ФОРЭМ (де-факто управляемый РАО ЕЭС под контролем ФЭКа). Мы положительно относимся к учреждению АТС, однако, думаем, что ее окончательная структура дает слишком широкие возможности РАО ЕЭС. На наш взгляд, РАО ЕЭС получит практически полный контроль над деятельностью АТС.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Мосэнерго

### Илл. 51. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 424,6	1 583,5	1 659,7	1 784,8
ЕБИТДА, млн. \$	399,8	482,1	336,2	463,9
Чистая прибыль, млн. \$	64,4	121,0	136,0	183,8
P/E	15,6	8,3	7,4	5,5
EV/ЕБИТДА	3,6	3,0	4,3	3,1
Капитализация, млн. \$	1 003,5			
EV, млн. \$	1 443,4			
Производство, ТВтч	68,9			
Мощность, ГВт	14,9			
Количество акций, млн.	28 267,0			

Источник: оценки Альфа-Банка

### Илл. 52. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Сильная клиентская база: 41% отпуска приходится на население и коммерческий сектор
- Крупнейшая и наиболее ликвидная компания среди региональных Энерго

#### Слабые стороны

Погашение выпуска еврооблигаций в октябре 2002 г. (основная сумма – 155 млн. долларов)

#### Возможности

- Продажи излишков электроэнергии на спец. аукционах (до 5% отпуска)

#### Угрозы

- Риск потери активов в процессе реструктуризации касается 3х станций и высоковольтных линий

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 53. Ключевые события**

Дата	Событие
5 ноября	<b>Чистая прибыль Мосэнерго по стандартам US GAAP подскочила до \$64 млн. с \$19 млн. за первое полугодие 2001 г.</b> Рост выручки на 56% до \$765 млн. был обусловлен ростом тарифов на электроэнергию и тепло на 50% до \$18/МВтч и \$6,8/Гкал, а также ростом спроса на 1%. Операционные расходы выросли на 30% до \$607 млн., прежде всего за счет роста цен на топливо. Мосэнерго продемонстрировало впечатляющий рост нормы операционной прибыли до 21% с 4% в 1П2000 г., что, на наш взгляд, свидетельствует о прогрессе руководства в части сокращения издержек. Мы оставляем наш рейтинг при расчетной цене в \$0,059 за акцию Мосэнерго.
13 ноября	<b>Мосэнерго не включено в выгодный проект «Москва-Сити».</b> Для энергообеспечения проекта «Москва-Сити» (проект гигантского делового центра, площадью 2,5 кв. м) к 2003 г. будет запущена новая станция. Оборудование для новой ТЭЦ будет поставлять французский концерн Alstom. То, что Мосэнерго не включено в проект (при наличии избыточных мощностей), не влияет на нашу оценку, так как мы не закладывали в модель участие компании в проекте.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Ленэнерго

**Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	538,7	634,0	701,9	778,1
EBITDA, млн. \$	76,1	105,8	40,6	44,4
Чистая прибыль, млн. \$	29,2	57,2	76,3	95,4
P/E	9,9	5,1	3,8	3,0
EV/EBITDA	4,5	3,2	8,4	7,7
Капитализация, млн. \$	311,5			
EV, млн. \$	341,4			
Производство, ТВтч	7,9			
Мощность, ГВт	5,3			
Количество акций, млн.	897,3			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 55. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Значительная доля принадлежит стратегическим иностранным инвесторам 14%</li> <li>Новая профессиональная и достаточно эффективная команда менеджеров</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>34% электричества и 73% тепла поставляются субсидируемым потребителям</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Потенциал развития экспорта (Финляндия и Нордпул) за счет географического положения</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Может потерять 40% генерирующих мощностей если РАО ЕЭС прекратит аренду</li> </ul>

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 56. Ключевые события**

Дата	Событие
22 ноября	<b>Ленэнерго предоставит план реструктуризации на совете директоров.</b> План включает в себя объединение генерирующих активов Ленэнерго и соседних региональных энергокомпаний на базе Ленэнерго. Также план предполагает выделение сетевых активов Ленэнерго в 100%-ную дочернюю компанию с возможным объединением с соответствующими активами соседних региональных энергокомпаний. На наш взгляд, благодаря определенным факторам, таким как сильный менеджмент и хорошее географическое положение, Ленэнерго сможет консолидировать до 6%-10% общей генерирующей мощности России, а также более 10% поставок электроэнергии и тепла.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Иркутскэнерго

**Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	333,9	350,6	355,5	418,0
EBITDA, млн. \$	66,9	69,8	114,8	132,3
Чистая прибыль, млн. \$	-30,7	-40,6	-9,4	19,5
P/E	н/з	н/з	н/з	18,2
EV/EBITDA	6,0	5,8	3,5	3,0
Капитализация, млн. \$	355,1			
EV, млн. \$	403,1			
Производство, ТВтч	53,8			
Мощность, ГВт	12,9			
Количество акций, млн.	4 767,0			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 58. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Избыток мощностей, низкие производственные издержки (более 70% энергии производится ГЭС)</li> <li>Экспортно-ориентированные промышленные потребители - 2/3 продаж</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Основные потребители, они же собственники иркутскэнерго, препятствуют повышению тарифов</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Высокая степень конкурентоспособности моржет реализоваться на свободном рынке</li> <li>Возможен рост продаж электроэнергии на оптовый рынок в краткосрочной перспективе</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Перераспределение собственности в пользу группы алюминиевых компаний</li> </ul>

Источник: оценки Альфа-Банка



**Илл. 59. Ключевые события**

Дата	Событие
12 ноября	Иркутскэнерго разорвало договор с основным поставщиком угля - компанией Востсибуголь. Мы видим две основные причины такого решения Иркутскэнерго. Во-первых, после того как Востсибуголь поднял цены на 60% с начала года, Иркутскэнерго так и не смогло нивелировать негативный эффект от возросших топливных расходов. Во-вторых, возможно, что Иркутскэнерго пытается оказать давление непосредственно на поставщика с тем, чтобы Востсибуголь снизил отпускные цены.

Источник: оценки Альфа-Банка

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

**Елена Роговина**  
(7 095) 795-3742

**В декабре МТС, возможно, выпустит глобальные облигации**

**Мы полагаем, что компания выпустит 3-летние облигации в объеме \$250-300 млн.**

**Примеру МТС и Вымпелкома могут последовать другие компании связи**

## Телекоммуникации

В декабре МТС, возможно, выпустит глобальные облигации. Компания отказалась обсуждать условия эмиссии, однако учитывая, что агентство S&P присвоила облигациям МТС долгосрочный кредитный рейтинг «В» (прогноз рейтинга - «стабильный») и судя по результатам выпуска еврооблигаций Роснефти, можно предположить, что облигации МТС будут иметь аналогичную доходность – примерно на 200 б.п. пунктов выше доходности суверенных облигаций. Т.о., по нашей оценке, доходность облигаций МТС составит около 10,7-11% при сроке погашения 3 года или около 12,5% при сроке погашения 5 лет.

Мы полагаем, что компания выпустит 3-летние облигации в объеме \$250-300 млн. В настоящее время соотношение привлеченных и собственных средств у компании ниже, чем у Вымпелкома, поэтому увеличение объема привлеченных средств может оказаться целесообразным, тем более если доходность российских суверенных облигаций будет и далее снижаться. Однако с увеличением доли привлеченных средств стоимость компании станет в большей степени зависеть от динамики безрисковой ставки.

По нашему мнению, условия размещения облигаций МТС будут весьма важны для рынка эмиссионных бумаг компаний связи. Недавно о своем намерении разместить в первом полугодии 2002 г. облигации на зарубежном финансовом рынке объявил также и Вымпелком. Если размещение облигаций у МТС и Вымпелкома пройдет успешно, их примеру могут последовать другие компании связи, в т.ч. объединенные предприятия проводной связи в регионах.

## Операторы альтернативной связи Голден Телеком

**Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	144,3	180,2	199,1	222,6
ЕБИТДА, млн. \$	20,9	28,1	43,9	64,6
Чистая прибыль, млн. \$	(6,1)	4,3	9,6	17,3
P/E	(50,6)	72,9	32,3	18,0
EV/ЕБИТДА	14,1	10,5	6,7	4,6
Капитализация, млн. \$	310,6			
EV, млн. \$	294,1			
Кол-во акций, млн.	24,1			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 61. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

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

**Слабые стороны**

- Очень низкая ликвидность
- Отсутствие привлекательных активов на мобильном рынке

**Возможности**

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

**Угрозы**

- Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 62. Ключевые события**

Дата Событие

8 ноября **Голден Телеком опубликовала убедительные результаты за 3кв.01г.** Выручка и EBITDA выросли на 9,4% и 39,6%, соответственно, а чистые долги компании снизились до \$1,9 млн. с \$3,5 млн. в 2кв.01г. Показатель EBITDA, составивший \$7,4 млн., превысил рыночные ожидания и нашу оценку, которая составляла \$6,5 млн. Компания продемонстрировала не только убедительный рост основных показателей Голден Телеком, а также расширение бизнеса Интернет-услуг, при этом норма EBITDA увеличилась с 5,8% в 2кв.01г. до 17,1% в 3кв.01г.

Источник: оценки Альфа-Банка

**МТС****Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	900,2	1 191,6	1 344,0	1 542,7
EBITDA, млн. \$	429,1	571,9	632,9	760,0
Чистая прибыль, млн. \$	179,1	221,7	228,9	259,8
P/E	18,9	15,2	14,8	13,0
EV/EBITDA	7,8	5,8	5,3	4,4
Капитализация, млн. \$	3 378,7			
EV, млн. \$	3 341,3			
Число абонентов, '000	3 167,1			
Кол-во акций, млн.	99,7			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 64. 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: оценки Альфа-Банка

**Илл. 65. Ключевые события**

Дата Событие

15 ноября **Чистая прибыль МТС выросла за третий квартал 2001 г. на 124%, однако, результаты за 4Кв.2001 г.** МТС по-прежнему показывает рост абонентов в регионах – на 145 тыс. человек на третий квартал 2001 г. (благодаря приобретению РеКом и Телеком-900). Тем не менее, мы считаем, что результаты за 4Кв.2001 г. не будут столь впечатляющими, учитывая ожидания выхода на рынок третьего GSM-оператора с потенциально низкими тарифами, снижение тарифов МТС в ноябре и более высокие расходы компании в связи с агрессивной экспансией на рынке Санкт-Петербурга.

Источник: оценки Альфа-Банка

**ВымпелКом****Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	430,6	624,8	730,2	808,1
EBITDA, млн. \$	145,4	260,6	330,8	391,6
Чистая прибыль, млн. \$	40,0	84,9	94,8	110,0
P/E	32,0	15,1	13,5	11,6
EV/EBITDA	9,1	5,1	4,0	3,4
Капитализация, млн. \$	1 279,9			
EV, млн. \$	1 317,2			
Число абонентов, '000	1 465,2			
Кол-во акций, млн.	53,8			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 67. 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

**Илл. 68. Ключевые события**

Дата	Событие
21 ноября	<b>Появление Sonic Duo's не повлияет на доходность МТС и ВымпелКома. Sonic Duo начал работу в Москве.</b> Сеть компании уже покрывает Москву в пределах МКАД, основные автомагистрали и аэропорты и некоторые города Московской области. Сейчас у компании работает 260 базовых станций в Москве, еженедельно вводится в эксплуатацию 16 базовых станций. Мы считаем, что несмотря на определенные преимущества, тарифы Sonic Duo не окажут отрицательного влияния на доходности действующих операторов. Кроме того, в свете гораздо меньшего покрытия, по сравнению с МТС и ВымпелКомом, объявленные тарифы кажутся достаточно высокими.
27 ноября	<b>Финансовые результаты ВымпелКома за 3Кв.2001 г.</b> Выручка, EBITDA и чистая прибыль выросли на 21%, 14% и 48%, соответственно. Несмотря на рост абонентской базы на 25% за третий квартал, выручка на абонента осталась без изменений. Более того, уменьшение нормы EBITDA было минимальным. Мы ожидаем выравнивания темпов роста числа абонентов в регионах ВымпелКома и МТС. ВымпелКом ожидает, что его региональный бизнес станет рентабельным по показателю EBITDA к 2003 году.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Операторы традиционной связи МГТС

**Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	247,4	283,6	294,8	283,5
EBITDA, млн. \$	109,0	122,2	143,0	135,6
Чистая прибыль, млн. \$	4,0	29,3	47,8	46,8
P/E	95,7	12,9	7,9	8,1
EV/EBITDA	3,7	3,3	2,9	3,0
Капитализация, млн. \$	407,1			
EV, млн. \$	407,8			
Используется линий, '000	99,5			
Кол-во акций, млн.	95,8			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 70. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Относительно ликвидная региональная компания</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Одни из наиболее устаревших региональных сетей</li> <li>Сильная оппозиция росту тарифов и введению поминутной тарификации</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Наибольший потенциал роста после пересмотра тарифов</li> <li>Рост ликвидности благодаря выпуску АДР 3-го уровня в марте 2002 г.</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах в результате консолидации</li> <li>Погашение значительного долга в 2002 г.</li> </ul>

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 71. Ключевые события**

Дата	Событие
1 ноября	<b>МГТС объявила финансовые результаты за 3 квартала 2001 г.</b> Выручка за 9 месяцев составила \$195,1 млн., что по нашим оценкам означает выручку за весь 2001 г. \$247,4 млн. Эта цифра на 7% превышает наши ожидания. Чистая прибыль сократилась до \$3,5 млн., по сравнению с \$21,8 за аналогичный период прошлого года. Мы считаем, что повышение тарифов на местную связь (как абонентской платы, так и платы за установку телефона) несколько улучшит положение МГТС в 2002 г.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Ростелеком

**Илл. 72. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	837,3	887,4	911,4	722,6
EBITDA, млн. \$	276,3	319,4	328,1	260,9
Чистая прибыль, млн. \$	51,5	62,2	88,9	48,5
P/E	12,2	10,1	7,1	13,0
EV/EBITDA	3,5	3,0	2,9	3,7
Капитализация, млн. \$	728,7			
EV, млн. \$	962,8			
Кол-во акций, млн.	971,6			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 73. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2003 г.</li> <li>Обладает инфраструктурой национального значения</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Бизнес не диверсифицирован</li> <li>Значительный объем долга</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Стать ведущим провайдером услуг Интернет</li> <li>Более справедливая схема расчетов с региональными компаниями</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Консолидация региональных компаний связи</li> <li>Значительная девальвация рубля</li> </ul>

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 74. Ключевые события**

Дата	Событие
15 ноября	Выручка Ростелекома по международным стандартам бухучета за 1П2001г. снизилась на 14% по сравнению с 1П2000г., чистая прибыль составила \$57 млн. Результаты Ростелекома по МСБУ за 1П2001 г. неоднозначны: выручка, EBITDA и операционная прибыль упали на 14%, 6,1% и 22%, соответственно. В то же время, прибыль до налогов подскочила на 37% и составила \$56,7 млн. по сравнению с убытком в \$12,2 млн. в 1П2000г., при этом большая часть этой прибыли – внереализационные доходы. Вместе с тем, снижение операционных издержек на 13% позитивно, так как свидетельствует об эффективности усилий компании по сокращению расходов.

Источник: оценки Альфа-Банка

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

**24 декабря на внеочередном общем собрании акционеров ГМК «Норильский никель» будут внесены поправки в устав компании**

**В феврале 2002 г. акционеры ГМК «Норильский никель» примут решение о сокращении уставного капитала компании**

**В 1-м кв. 2002 г. ожидается завершение программы реструктуризации и объявление корпоративной стратегии "Норильского никеля"**

## Металлургия

В ноябре Норильский Никель объявил предварительный план мероприятий по реализации программы реструктуризации компании, предусматривающей ликвидацию перекрестного держания акций между ГМК «Норильский никель» и РАО «Норильский никель». В декабре акционеры ГМК проведут заочное внеочередное общее собрание, результаты которого будут объявлены 24 декабря (Дата, на которую составлен список акционеров, -30 октября). Собрание должно утвердить поправки к уставу, позволяющие снижать уставный капитал путем приобретения или выкупа акций. Внесение поправок необходимо для аннулирования акций, находящихся на балансе компании.

В начале февраля ГМК «Норильский никель» проведет еще одно внеочередное общее собрание акционеров, на котором должно быть принято решение о снижении размера уставного капитала путем сокращения числа акций компании на 38,7 млн штук. В настоящее время РАО «Норильский никель» владеет 44,5 млн акций ГМК (17,7% уставного капитала). Остальные 5,8 млн акций, которые будут принадлежать РАО после аннулирования части акций, будут предложены миноритарным акционерам РАО в обмен на их акции. В настоящее время миноритарные акционеры владеют около 5,8 млн акций РАО, что позволяет произвести обмен с коэффициентом 1:1. В результате общее число акций ГМК будет снижено с 253 млн до 214 млн.

Компания предполагает завершить аннулирование акций к концу марта. Т.о. подтверждается наше предположение о том, что в 1-м кв. 2002 г. Норильский Никель завершит реализацию программы реструктуризации путем аннулирования перекрестного владения акциями. Мы также ожидаем, что к тому времени новое руководство объявит корпоративную стратегию, включающую такие разделы, как плановые производственные показатели, капиталовложения, дивидендная политика и корпоративное управление.

## Норильский Никель

**Илл. 75. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 172,9	3 575,5	3 908,8	4 253,6
EBITDA, млн. \$	1 586,7	937,7	1 306,5	1 617,3
Чистая прибыль, млн. \$	810,6	350,4	701,3	857,7
P/E	3,2	7,5	3,7	3,1
EV/EBITDA	1,7	2,8	2,0	1,6
Капитализация, млн. \$	2 620,3			
EV, млн. \$	2 620,3			
Кол-во акций, млн.	213,9			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 76. 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. 77. Ключевые события**

Дата	Событие
1 ноября	<b>«Норильский Никель» получит пятилетнюю квоту на экспорт платины и родия.</b> Компания имеет десятилетнюю квоту на экспорт палладия, в то время как квота на экспорт платины пересматривается на ежегодной основе. Мы ожидаем выручку ГМК «Норильский Никель» в этом году в размере 4,2 млрд. долл., из которых 1,6 млрд. долл. приходится на продажи палладия и 0,5 млрд. долл. – на продажи платины.
6 ноября	<b>Согласно финансовым результатам ГМК Норильский Никель за 9М01г. выручка компании снизилась на 11% по сравнению с прошлым годом.</b> Средняя цена на никель, на долю которого пришлось 33% выручки Норильского Никеля в 2000 году, упала на 31% за 9М01г. по сравнению с соответствующим показателем прошлого года. Снижение цен объясняется инфляцией, негативным образом отразившейся на прибыльности компании, при этом норма операционной прибыли снизилась с 66% за 9М00г до 58% за 9М01г. Так же снизилась и норма чистой прибыли с 41% за 9М00г до 36% за 9М01г.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Северсталь****Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 751,4	1 871,3	2 248,1	1 958,6
EBITDA, млн. \$	391,5	394,0	771,8	324,3
Чистая прибыль, млн. \$	172,6	185,2	468,6	131,2
P/E	5,0	4,6	1,8	6,6
EV/EBITDA	2,2	2,2	1,1	2,7
Капитализация, млн. \$	860,9			
EV, млн. \$	860,9			
Производство, млн. тонн	8,0			
Кол-во акций, млн.	22,1			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 79. 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. 80. Ключевые события**

Дата	Событие
2 ноября	<b>Чистая прибыль Северстали Оза 9 месяцев 2001 г. упала на 57% по сравнению с 9М2000 г.</b> Падение цен на металлы в купе с ростом издержек привело к низкой прибыльности компании: норма чистой прибыли упала с 32% в 3Кв.2000 г. до 16% в 3Кв.2001 г. Мы прогнозируем чистую прибыль компании в \$173 млн. за весь 2001 г. по МСБУ, что соответствует норме чистой прибыли в 10%. Мы сохраняем нашу рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ акции Северстали.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев, CFA  
(7 095) 795-3736

**Машиностроение и автомобилестроение****Уралмаш-Ижора****Илл. 81. 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	5,4	4,6	4,5	3,5
EV/EBITDA	2,5	2,0	2,1	1,8
Капитализация, млн. \$	139,6			
EV, млн. \$	139,6			
Кол-во акций, млн.	38,1			

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 82. 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: оценки Альфа-Банка



**Илл. 83. Ключевые события****Дата Событие**

5 ноября **Уралмаш-Ижора расширяет свою книгу заказов на 23%**. Группа Уралмаш-Ижора получила заказ на строительство атомных реакторов для индийской атомной станции. В настоящее время книга заказов компании в части оборудования для атомных станций составляет \$185 млн., при этом основными заказчиками являются Tian Wan NPP (Китай) и Busher NPP (Иран).  
Мы считаем, что увеличение книги заказов Уралмаш-Ижоры позволит компании удержать ежегодный рост выручки в среднем на 7% среднего в период 2002-2005 гг. Мы поддерживаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Уралмаш-Ижора.

Источник: оценки Альфа-Банка

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

## Пищевая промышленность и розничная торговля

**Высокие результаты за 9 мес. 2001 г. у Балтики и Sun Interbrew**

В ноябре Балтика" и Sun Interbrew опубликовали результаты финансовой деятельности за 9 мес. 2001 г. Результаты хорошие: благодаря росту объемов реализации пива на 29%, Балтика сумела повысить выручку на 61% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. У Sun Interbrew выручка выросла меньше (41%), однако за счет оптимизации структуры издержек у нее значительно увеличилась рентабельность. Норма прибыли от основной деятельности выросла по сравнению с аналогичным периодом прошлого года с 14% до 17,5%.

**15 декабря на внеочередном общем собрании акционеры Балтики примут решение по вопросу слияния с двумя пивоваренными предприятиями**

В декабре состоится заочное внеочередное собрание акционеров Балтики. Дата окончания приема бюллетеней – 15 декабря. Дата, на которую составлен список акционеров, - 30 октября. Собрание будет решать вопрос о включении в состав холдинга двух пивоваренных предприятий («Балтика-Дон» и «Тульское Пиво») путем конвертации акций. В настоящее время Балтика владеет 50% акций «Тульского Пива» и 83% акций «Балтики-Дон» (см. Илл 84) Акции «Балтики-Дон» и «Тульского Пива» будут обмениваться на акции Балтики в соотношении соответственно 1:60 и 1:5.

**Для проведения обмена акциями Балтика выпустит 10 млн новых акций**

Чтобы провести обмен, Балтике необходимо будет выпустить 10 073 490 обыкновенных акций и 59 550 привилегированных акций. Акционеры, голосующие против объединения или не участвующие в собрании, получают возможность продать свои акции компании по цене 117,56 руб. (\$3,93) за одну обыкновенную акцию и 58,78 руб. (\$1,97) за одну привилегированную акцию.

Поскольку финансовая отчетность Балтики включает результаты деятельности «Балтики-Дон» и «Тульского Пива», обмен акций не окажет существенного влияния на финансовые показатели компании. Анализ стоимостных коэффициентов показывает, что обмен акциями не приведет к разводнению долей миноритарных акционеров. Исходя из этого, мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ по акциям Балтики.

**Илл. 84. Коэффициенты обмена акций «Балтики-Дон» и «Тульского Пива»**

	Общее число акций	% акций, контролируемых Балтикой	% акций, подлежащих обмену	Число акций, подлежащих обмену	Коэффициент обмена	Число новых акций Балтики
"Балтика-Дон"						
обыкновенные	176.088	82,9	17,1	30.061	60	1.803.660
привилегированные	0	0	0	0	Н/Д	0
"Тульское Пиво"						
обыкновенные	3 319 842	50,2	49,8	1 653 966	5	8 269 830
привилегированные	11.910	0,0	100,0	11.910	5	59.550

Примечания: Н/Д – нет данных  
Источник: отчеты компаний





Илл. 85. Изменения в структуре уставного капитала Балтики

	До обмена акций	Дополнительная эмиссия	После конверсии	Изменение
	#	#	#	%
Обыкновенные акции	107.087.200	10.073.490	117.160.690	109,4
Привилегированные акции	13.485.600	59.550	13.545.150	100,4

Источник: отчеты компаний

Илл. 86. Стоимостные коэффициенты

	EV* Производство, 2001 г.	EBITDA, 2001 г.	EV / Производство	EV/EBITDA
	(оценка)	(оценка)		
	млн. \$	млн. гл	млн. \$	\$/гл
"Балтика-Дон"	113,2	1,9	23,4	58,6
"Тульское Пиво"	176,7	3,4	46,5	52,3
"Балтика"	1.061,4	13,9	203,8	76,6

Примечание: \* EV (стоимость предприятия) рассчитана исходя из цены \$9 за одну обыкновенную и \$7,25 за одну привилегированную акцию Балтики и соответствующих коэффициентов обмена.

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

## Пищевая промышленность

### Балтика

Илл. 87. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	520,43	660,26	765,78	868,70
EBITDA, млн. \$	203,77	256,54	288,20	301,04
Чистая прибыль, млн. \$	121,93	155,85	176,06	179,41
P/E	7,90	6,18	5,47	5,37
EV/EBITDA	6,97	5,53	4,93	4,72
Капитализация, млн. \$	1078,4			
EV, млн. \$	1419,8			
Производство, млн. гл	13,9			
Кол-во акций, млн.	120,6			

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 88. 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. 89. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	373,54	441,75	515,73	585,90
EBITDA, млн. \$	85,45	108,94	137,64	153,40
Чистая прибыль, млн. \$	24,33	41,18	61,72	75,30
P/E	5,60	3,31	2,21	1,81
EV/EBITDA	6,05	4,75	3,76	3,37
Капитализация, млн. \$	517,3			
EV, млн. \$	517,3			
Производство, млн. гл	12,8			
Кол-во акций, млн.	108,9			

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 90. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

#### Возможности

- Программа фокусировки продаж на основных марках обеспечит рост выручки

#### Угрозы

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

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 91. Ключевые события**

Дата	Событие
14 ноября	Согласно опубликованным финансовым результатам компании Сан Интербрю за 9М01г. (МСБУ) выручка компании увеличилась по сравнению с прошлым годом на 53%. Доля основных брендов в выручке компании увеличилась на 71% в 3кв01г. с 61% в 3кв00г. Существенное снижение в среднем общих издержек на 8,1% в 3кв01г. по сравнению с прошлым кварталом, позволило компании улучшить рентабельность с 11,4% за 9М00г. до 13,9% за 9М01г. Результаты за 9М2001 г. предполагают, что компания сможет достичь прогнозируемой нами выручки в \$74 млн. за 2001, и получить чистую прибыль в размере \$24 млн. (норма чистой прибыли в 6,5%). Мы поддерживаем нашу рекомендацию СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА по акциям Сан Интербрю.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Розничная торговля****ГУМ****Илл. 92. 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	6,89	5,44	5,41	5,04
EV/ЕБИТДА	4,23	3,85	3,56	3,31
Капитализация, млн. \$	93,0			
EV, млн. \$	84,2			
Кол-во акций, млн.	60,0			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 93. 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: оценки Альфа-Банка



Людмила Храпченко  
(7 095) 795-3743

Оксана Клыпина  
(7 095) 795-3743

**В ноябре наблюдался рост котировок российских валютных облигаций**

**Резкое падение цен на рынке нефти в середине месяца стало главной причиной сдерживающей рост котировок**

**В ближайшее время российский рынок долговых бумаг будет волатильным**

## Ценные бумаги с фиксированной доходностью

В ноябре наблюдался рост котировок российских валютных облигаций, а уровень торгов был существенно выше аналогичного среднего показателя предыдущих месяцев. По итогам месяца рост цен еврооблигаций составил 4-10%, ОВВЗ – 1-6%. Положительная динамика котировок российских еврооблигаций объяснялась предстоящим погашением Euro-01, а также возможным повышением странового рейтинга, которое, по мнению многих экспертов, произойдет до конца года. С другой стороны, результатом предложенных Аргентиной жестких условий обмена долга стало снижение почти вдвое удельного веса этой страны в индексе EMBI+ (с 14-15% до 8,6%) и соответствующее повышение веса России. Т.о. российский долговой рынок выиграл от корректировки структуры инвестиционных портфелей. Кроме того, ввиду существующих ограничений на инвестиции в страны с рейтингом "D" (6 ноября S&P присвоила Аргентине рейтинг "SD") часть средств с аргентинского рынка была перенаправлена в российские долговые бумаги.

Тем не менее, резкое падение цен на рынке нефти в середине месяца стало главной причиной сдерживающей рост котировок. Неожиданное заявление ОПЕК о сокращении добычи на 1,5 млн. баррелей в день только в случае принятия аналогичных мер странами, не входящими в картель, сделало стабилизацию на рынке нефти труднодостижимой. Нежелание России удовлетворить эти требования и существенно сократить экспорт нефти снижает вероятность восстановления цен на рынке нефти в ближайшем будущем.

В ближайшее время российский рынок долговых бумаг, ожидающий мер по стабилизации нефтяного рынка и обеспечению формирования финансового резерва для внешних выплат, будет волатильным. В этой связи большое значение будет иметь запланированная на декабрь встреча Михаила Касьянова с руководителями крупных нефтяных компаний по вопросу сокращения экспорта в 2002 г., а также утверждение проекта бюджета на 2002 г. (в т.ч. поправок, обеспечивающих формирование финансового резерва при низких ценах на нефть.) Вместе с тем, мы полагаем, что российские облигации сохраняют высокий «запас прочности», так как сильное негативное влияние низких цен на рынке нефти будет уравновешено реинвестированием

**Илл. 94. Динамика валютных облигаций за месяц, на 29 ноября**

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
<b>Облигации Минфина</b>						
Минфин 4	14.05.03	89,50	0,56	11,2	3,35	1,28
Минфин 5	14.05.08	51,88	4,01	15,2	5,78	4,83
Минфин 6	14.05.06	66,50	7,26	13,5	4,51	3,60
Минфин 7	14.05.11	43,50	1,16	14,2	6,90	6,48
Минфин 8	14.11.07	58,50	7,83	14,3	5,13	4,70
<b>Еврооблигации</b>						
Евро-03	10.06.03	106,38	1,19	7,3	11,05	1,33
Евро-05	24.07.05	98,38	3,83	9,3	8,89	2,97
Евро-07	26.06.07	96,38	5,33	10,9	10,38	3,98
Евро-10	31.03.10	82,75	5,41	12,3	9,97	0,12
Евро-18	24.07.18	93,75	5,19	11,9	11,73	7,01
Евро-28	24.06.28	104,63	4,23	12,2	12,19	7,45
Евро-30	31.03.30	52,13	9,45	13,8	9,59	0,14
<b>Муниципальные облигации</b>						
Ст-Петербург	18.06.02	101,38	0,75	6,9	9,37	0,51
Ниж.Нов	10.03.02	77,00	6,21	22,1	5,68	0,07
Ямало-Ненец. АО	15.12.02	85,00	0,00	13,4	11,18	0,13
<b>Корпоративные облигации</b>						
Татнефть	29.10.02	99,11	0,81	10,0	9,08	0,85
Мосэнерго	09.10.02	98,75	0,25	9,9	8,48	0,80

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

**Илл. 95. Основные события за месяц**

Дата	Событие
1 ноября	Аргентина объявила о реструктуризации всего своего долга. Обмен задолженности перед местными инвесторами состоялся 19-30 ноября, перед иностранными – начнется в начале следующего года. Это сообщение обеспокоило инвесторов и вызвало снижение цен облигаций (особенно сильно упали аргентинские долговые бумаги). Разрешение неопределенности в Аргентине – очень позитивная новость для российского рынка. Приток средств с аргентинского рынка вызвал рост цен российских облигаций.
5 ноября	С учетом объявленных Аргентиной условий обмена Fitch понизило суверенный рейтинг этой страны до «СС» с «ССС-», оставив прогноз «негативным»
6 ноября	Агентство Moody's присвоило рейтинг «B1» планируемому выпуску еврооблигаций «Сибнефти» на \$250 млн, прогноз «стабильный»
8 ноября	Агентство Standard&Poor's снизило долгосрочные рейтинги Аргентины в национальной и местной валюте до уровня «SD» («выборочный дефолт») с «СС», а Fitch – до «С» с «СС». Решение вызвало отток средств с аргентинского рынка, поскольку ряд инвестиционных фондов не имеют права вкладывать деньги в страны с рейтингом «дефолт».
13 ноября	Компания «Роснефть» разместила 5-летние еврооблигации под доходность 13%. Первое корпоративное размещение еврооблигаций со времени кризиса 1998 г прошло успешно. Премия по доходности к ЕВРО-7 составила 200 б. п. Размер премии объясняется тем, что компания является малоизвестным эмитентом для западных инвесторов, а также резким ростом цен суверенных еврооблигаций за несколько дней до размещения.
13 ноября	Агентство Standard&Poor's повысило долгосрочные рейтинги Самарской области и республики Башкортостан до «В» с «В-», прогноз «позитивный»
13 ноября	Проведен валютный аукцион для владельцев счетов типа «С» по продаже \$50 млн. Премия к курсу ЦБ составила 4%.
14 ноября	Агентства Moody's, Standard & Poor's присвоили рейтинги ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат». S&P присвоило ММК рейтинг на уровне «В», прогноз «положительный». Moody's присвоило предполагаемому выпуску еврооблигаций ММК рейтинг на уровне «B1». Высокий уровень рейтингов ММК, несмотря на то, что компании они были присвоены впервые, объясняется тем, что Moody's, запланировала повышение рейтинга РФ до конца года.
15 ноября	Правительство Аргентины объявило основные условия обмена долга. Инвесторам будут предложены облигации с более низкой купонной ставкой. Кроме того, процентные платежи в период с 6 ноября 2001 г. по 30 марта 2002 г. будут капитализироваться (это обстоятельство особенно обеспокоило инвесторов). Платежи по облигациям будут гарантированы налоговыми платежами, что также вызывает вопросы: налоговые поступления очень незначительны.
20 ноября	Мексика и Норвегия сделали совместное заявление о намерении сократить добычу нефти. Сообщение вызвало рост цен на рынке российских долговых бумаг.
23 ноября	Решение России сократить экспорт лишь на 50 тыс. баррелей в день (рынок ожидал сокращения в размере как минимум 100 тыс. баррелей в день) вызвало к резкому падению цен на нефть и активизации продаж российских облигаций.
26 ноября	Moody's присвоило выпуску еврооблигаций компании Gazinvest Finance B.V рейтинг «B1», прогноз «стабильный». Гарантом является Газпромбанк.
27 ноября	Вследствие погашения Евро-01 цены российских валютных облигаций резко выросли. Первое после кризиса погашение выпуска российских еврооблигаций оказало сильное психологическое влияние на рынок (игра на повышение, начавшаяся за 2-3 недели до погашения, постепенно сходить на нет). Кроме того, на рынке сложился консенсус, что погашение выпуска еврооблигаций приведет к повышению суверенного рейтинга России.

Источник: оценки Альфа-Банка

Владимир Кравчук  
(7 095) 795-3742

## Технический анализ

### Индекс РТС: пробой треугольника или "бычья" ловушка?

Илл. 96 Индекс РТС – Основные технические индикаторы, 29 ноября 2001 г.

Индекс	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапаз. недели (19-25 ноября)			
		Краткосрочный	Долгосрочный					Откр.	Макс.	Мин.	Закр.
РТС	Продавать		Боковой	С4 304,70	50%-ая коррект. Фибо.	П1 220,13	Линия треугольника	Откр.	213,75		
	ниже 220	(нейтральный)	Бычий	С3 255,89	Максимум 27.03.00	П2 200,91	13-недельная СС	Макс.	231,16		
	Покупать	185-180	Замедляется	С2 243,00	Основной	П3 187,42	52-недельная СС	Мин.	213,75		
	Цель 300			С1 231,16	Максимум 23.11.01	П4 180,00	Основной	Закр.	225,72		

Источник: оценка Альфа Банка

- Мы все еще видим риск падения индекса РТС до уровня 180; при этом мы рассматриваем диапазон 180-185 как хорошую возможность для долгосрочной покупки с целью 300.
- На наш взгляд, индекс РТС уже достиг своего годового максимума 243 и вероятность роста выше этого уровня в 2001 году очень мала.

Илл. 97 Индекс РТС – Основные недельные технические индикаторы по состоянию на 30 ноября 2001 г.



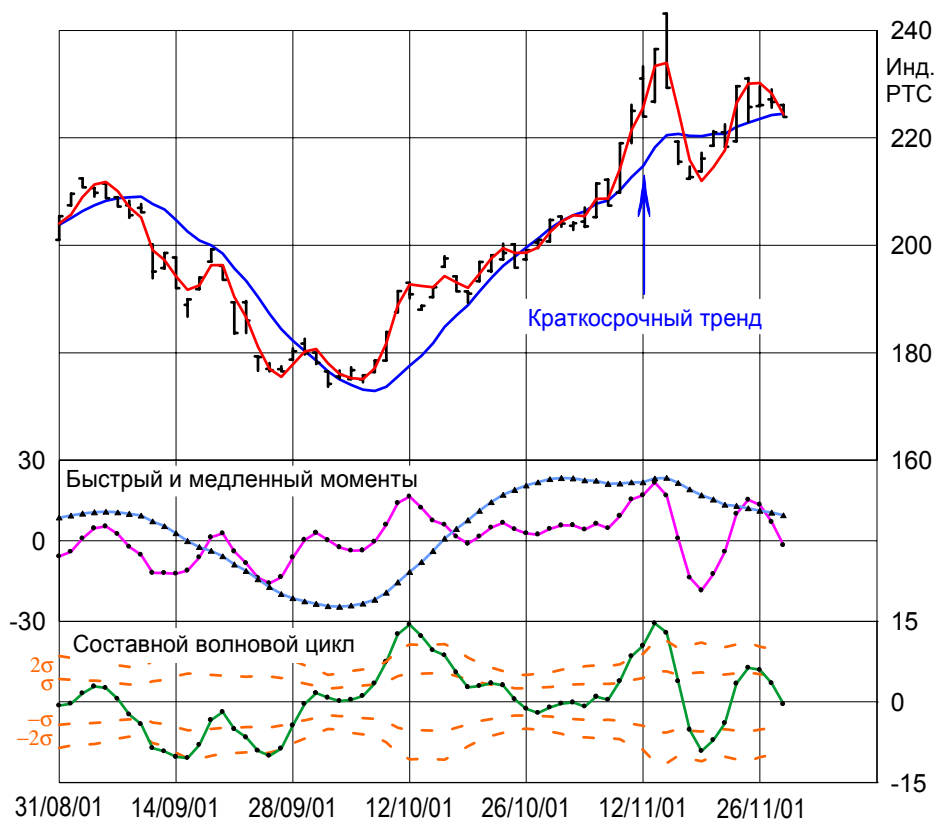
Источник: CQG, оценка Альфа Банка

### Краткосрочный тренд и циклы

**Краткосрочный тренд на рынке РТС нейтральный, но есть ряд медвежьих сигналов**

Медленная линия в верхней части Илл. 98 указывает на то, что краткосрочный тренд на рынке РТС в настоящее время является нейтральным. Однако наблюдаются несколько медвежьих сигналов. В частности, линия медленного момента в средней части Илл. 98 падает и приближается к нулевому уровню. Более того, линия быстрого момента недавно миновала свой локальный максимум и в настоящее время падает, находясь ниже нулевого уровня. Еще одним надежным медвежьим сигналом является отрицательное (сверху вниз) пересечение быстрой линией тренда медленной линии тренда (см. верхнюю часть Илл. 98).

**Илл. 98 Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 26 октября 2001 г.**



Источник: оценка Альфа Банка

**Краткосрочная составная волна находится в фазе падения в нейтральной области**

Краткосрочный составной волновой цикл в нижней части Илл. 98 миновал высшую точку своего развития (вершину) в «перекупленной» области выше  $\sigma$  и в настоящее время также находится в фазе падения, находясь в нейтральной области. Здесь  $\sigma$  – стандартное отклонение (т.е. волатильность) суммы ограниченного по полосе частот составного волнового цикла. Мы оцениваем потенциал падения индекса РТС за счет краткосрочного торгового цикла до 10-15 пунктов.

**Долгосрочный тренд на РТС все еще бычий**

### Долгосрочный тренд и циклы

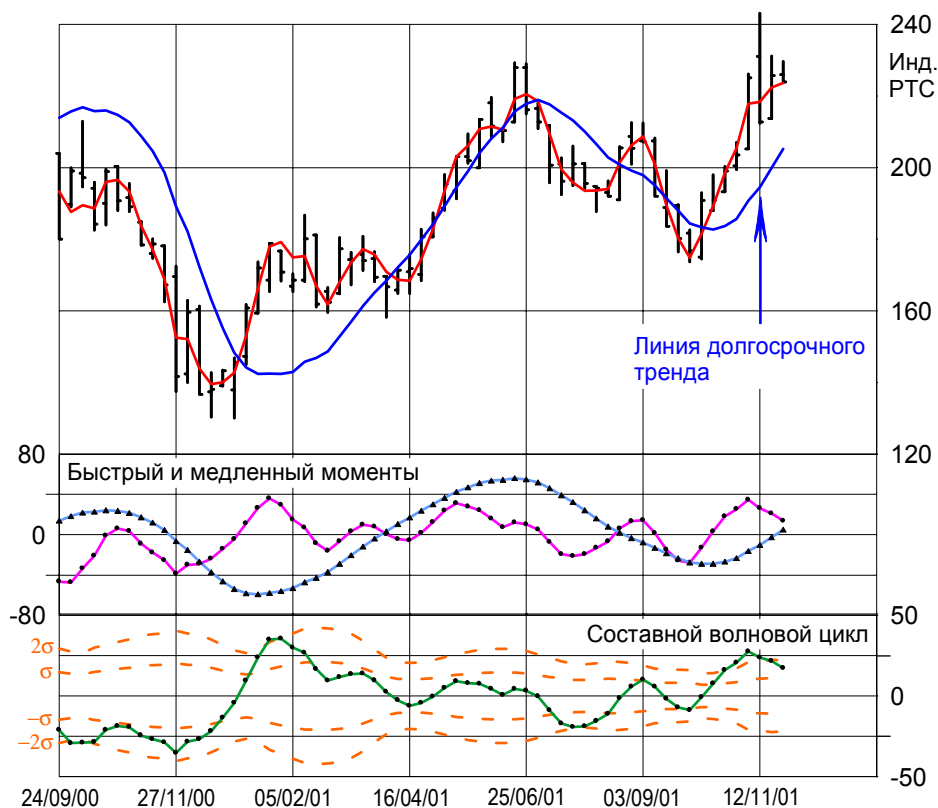
В настоящее время, долгосрочный тренд на РТС все еще бычий. На это прямо указывает медленная линия тренда на Илл. 99. Значение медленного момента находится вблизи нулевого значения. Однако он (медленный момент) все еще растет. Поэтому сохраняется некоторый потенциал роста индекса за счет долгосрочного тренда.

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

Линия, представляющая сумму активных долгосрочных (имеющих большие периоды) рыночных циклов, находится в «перекупленной» области вблизи выше  $\sigma$  и уже падает. Мы оцениваем потенциал падения индекса РТС за счет долгосрочного торгового цикла до 20-25 пунктов.



Илл. 99. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 26 октября 2001 г.



Источник: оценка Альфа Банка

### Уровни поддержки и сопротивлений

**Основной уровень поддержки для индекса РТС – 180**

Ближайшие уровни поддержки и сопротивлений показаны на Илл. 96 и Илл. 97. Основной уровень поддержки для индекса РТС – 180. Основной уровень сопротивления индекса РТС - 243.

### Потенциал роста и падения индекса РТС

**Мы все еще видим риск падения индекса РТС до основного уровня поддержки 180**

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

Во-первых, мы все еще видим риск падения индекса РТС до уровня 180; при этом мы рассматриваем диапазон 185-180 как хорошую возможность для долгосрочной покупки с целью 300. Однако продавать индекс РТС можно только в том случае, если он опустится ниже 220. До этого момента наша рекомендация «держаться».

Во-вторых, на наш взгляд, индекса РТС уже достиг своего годового максимума 243 и вероятность роста выше этого уровня очень мала.

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

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

## Аналитический отдел

Начальник аналитического отдела Андрей Руденко  
Стратегия/Нефтяная и газовая промышленность Сергей Глазер, CFA  
Макроэкономика, банковский сектор Наталия Орлова  
Нефтяная и газовая промышленность Константин Резников  
Анна Бутенко  
Энергетика Виталий Зархин  
Энергетика, Транспорт Ольга Филиппова  
Телекоммуникации/Интернет Андрей Богданов  
Елена Роговина  
Металлургия, автомобилестроение, машиностроение/Розничная торговля, Пищевая промышленность Максим Матвеев, CFA

Государственные ценные бумаги Валентина Крылова  
Людмила Храпченко  
Группа по работе с российскими клиентами Ангелика Генкель  
Переводчик Ринат Гайнуллин  
Редактор Валентина Белкина  
Телефон (7 095) 795-3676, (7 095) 795-3677  
Факс (7 095) 745-7897  
E-mail research@alfa-bank.com

## Торговые операции и продажи

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

## Alfa-Securities (Лондон)

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

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

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

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