

Октябрь: рынок держит удар

28 сентября 2001

www.alfabank.ru

Москва

Тема: реформа банков – замедленный ход в течение года

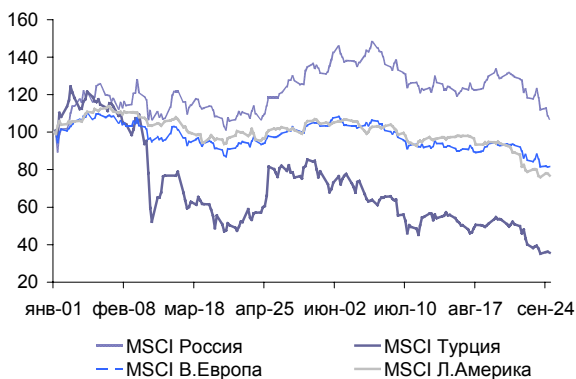
- Инвесторы стараются оценить новую ситуацию, сложившуюся на мировых финансовых рынках в результате недавних терактов (падение составило 15-20%)**
 Сложившаяся в мире новая ситуация делает необходимым пересмотреть прогноз в отношении темпов экономического роста в сторону понижения, а в отношении премии за риск, которую запрашивают инвесторы – в сторону повышения.
- Правительство утвердило программу ЦБ по реформированию банковской системы, однако ужесточение контроля не может привести к росту объема кредитования.**
 Российские банки мало поддерживают реальный сектор. В разработанной ЦБ программе по реформированию банковской системы основной упор сделан на ужесточение контроля, однако увеличение объема кредитования (в настоящее время лишь 11% ВВП) вряд ли осуществимо.
- Из-за того, что до сих пор не ясна будущая роль госбанков и неизвестно имя будущего председателя ЦБ, по крайней мере еще в течение года крупных изменений ждать не придется.**
 В соответствии с планом ЦБ продажа государственных пакетов предусматривается не раньше второй половины 2002 г.
- Типовые портфели: остаток денежных средств увеличен до 25%, а доля вложений в ликвидные акции сырьевых компаний - до 65%**
 В самом ближайшем будущем военная акция возмездия и ухудшение показателей развития мировой экономики могут еще больше осложнить ситуацию на рынке. В этих условиях самая дальновидная стратегия – сосредоточиться на наиболее ликвидных бумагах компаний, представляющих экспортные отрасли (ЛУКОЙЛ, Сургутнефтегаз, Юкос, РАО ЕЭС, ГМК «Норильский никель»). В долгосрочном плане сближение интересов США и России может принести инвесторам солидные дивиденды.

Основные идеи

Компания	Цена		Изменение за с нач. месяца года		ADV млн. \$	Расчетная цена \$	Потенциал роста %
	\$	%	%	%			
Газпром	0,459	0,07	62,62	0,68	0,950	107,0	
Сургутнефтегаз	3,150	-13,70	76,97	1,21	4,600	46,0	
Юкос	0,216	-17,71	3,85	1,32	0,410	89,8	
РАО ЕЭС	0,085	-21,28	3,78	3,79	0,154	81,0	
Голден Телеком	7,200	-30,2	25,7	0,17	16,600	130,6	
ВымпелКом	15,900	-12,4	9,1	1,91	24,000	50,9	

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

Развивающиеся рынки



Источники: РТС, оценки Альфа Банка

Последние публикации

- Российские нефтяные компании сравнительная оценка**
Константин Резников Сентябрь 25, 2001
- Регионы - Основа роста**
Андрей Богданов Сентябрь 21, 2001
- Металлургия: догнать и перегнать**
Максим Матвеев, CFA Сентябрь 20, 2001
- Портфели Альфа Банка: пора изменений**
Сергей Глазер, CFA Сентябрь 11, 2001
- Сан Интербрю: рентабельность растет**
Мария Чечурина Сентябрь 10, 2001
- Аэрофлот: все еще в подвешенном состоянии**
Ольга Филиппова Сентябрь 6, 2001
- Отчет РАО ЕЭС по МСБУ за 2000г.: тенденция к росту**
Наталья Сажина, Ольга Филиппова Сентябрь 6, 2001
- Газпром: ветер перемен**
Сергей Глазер, CFA Сентябрь 4, 2001
- Сентябрь: собираясь с силами**
Ежемесячный обзор рынка Август 31, 2001
- Балтика: расчетная цена теперь \$523**
Мария Чечурина Август 22, 2001
- ЛУКОЙЛ: цифры по US GAAP оказались выше ожиданий**
Константин Резников Август 19, 2001
- Ленэнерго: долг бюджета сократился**
Наталья Сажина Август 13, 2001
- Если Вас заинтересовала какая-либо из данных публикаций, пожалуйста, дайте нам знать и мы вышлем Вам ее незамедлительно*

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку	3
Тема: реформа банков – замедленный ход в течение года	7
Цель банковской реформы: повысить роль кредитования в развитии экономики	7
РСПП скорректировал план ЦБР	8
Для реформы нужна поддержка со стороны предприятий	10
Динамика и оценка акций	11
Календарь событий	14
Графики	15
Экономика и политика	17
Новости компаний и отраслей	19
Нефть и газ	19
Энергетика	23
Телекоммуникации	26
Металлургия	29
Машиностроение и автомобилестроение	30
Пищевая промышленность и розничная торговля	31
Ценные бумаги с фиксированной доходностью	34
Технический анализ	36
Индекс РТС: сильный медвежий тренд	36

Сергей Глазер, CFA
(44 20) 7382-4165

Комментарии по рынку

Сентябрь: осознание новой реальности вывело рынок из равновесия

Теракты возвестили о начале новой эпохи

В то самое время, когда завершился сезон летних отпусков и деловая активность в ведущих мировых финансовых центрах начала возвращаться в привычное русло, в США были совершены теракты, уничтожившие один из символов деловой Америки – башни Всемирного торгового центра. Взрывы в Нью-Йорке возвестили о начале новой эпохи. В своем собственном государстве, на улицах своих городов американцы оказались один на один с безликим врагом. Лишь после того, как мир облетели запечатленные бесстрастным объективом телекамеры страшные кадры хроники падающих небоскребов, мир начал понимать, насколько уязвимы великие достижения свободного постиндустриального общества.

Новый взгляд на экономику повлек за собой резкое падение цен как фондовых...,

В то время как американцы оправляются от потрясения и подсчитывают число жертв, другие страны стараются понять, как теракты отразятся на их финансовых рынках. В течение тех четырех дней, когда биржи в Нью-Йорке не функционировали, в результате массового сброса ценных бумаг ведущие мировые фондовые индексы упали на 15-20%. В отраслях, ставших непосредственными жертвами террора, начался спад, увлекший вниз и ряд родственных секторов – в первую очередь авиационную промышленность, туризм, индустрию развлечений и средства массовой информации.

...так и на сырьевых рынках

Сброс бумаг продолжался в течение целой недели после возобновления торгов на Уолл-Стрите: все боялись всеобщего спада и последствий широкомасштабных военных действий. Нестабильность вскоре перекинулась и на сырьевые рынки: цены на нефть стали неумолимо падать, пробивая один уровень за другим – сначала \$30 за баррель, а затем и нижнюю границу коридора, установленного ОПЕК (\$22-28).

Боевых действий не миновать. Однако до сих пор не ясно, против кого воевать

При нынешних настроениях в американском обществе у Белого дома, по-видимому, нет иного выбора кроме как нанести удар по тем или иным объектам на территории Афганистана, а, возможно, и Ирака. Сейчас перед Джорджем Бушем-младшим стоит более серьезная проблема, чем та, с которой когда-то столкнулся его отец, начавший войну в Персидском заливе для отражения агрессии Ирака против соседнего Кувейта: нападению безвестной террористической организации подверглись сами Соединенные Штаты.

Таким образом, будущее будет в значительной степени зависеть от ответа на следующие вопросы:

Каковы возможные последствия «джихада»?

- Каков будет масштаб акции возмездия? Когда она начнется и как ответят на нее исламские фундаменталисты, исповедующие принцип *джихада-священной войны* (в т.ч. с применением оружия массового уничтожения)? Обладает ли нарождающаяся антитеррористическая коалиция достаточной боеспособностью для предотвращения широкомасштабной войны?

Могут ли страны надежно защитить себя от терроризма?

- Насколько глубоки корни террористических организаций в тех или иных странах? В состоянии ли правительства этих стран выследить их членов и предотвратить новые теракты?

Какими будут последствия военной операции для мировой экономики?

- Каким образом масштабы и продолжительность будущей военной операции повлияют на настроения потребителей и развитие мировой экономики в целом? Как новая ситуация в экономике скажется на оценке инвесторами перспектив развития и насколько высокой будет премия за риск, которую они запросят?

Figure 1. Динамика ведущих мировых фондовых индексов

Страна	Индекс	Изменение с начала месяца %	Изменение с начала года %	Последнее Закрытие*	Последние 52 недели	
					Максимум	Минимум
Развитые рынки						
США	S&P 500 Индекс	-10,7	-23,3	1 003,5	1 461,7	944,8
Великобритания	FTSE 100 Индекс	-12,1	-24,5	4 663,4	6 514,7	4 219,8
Германия	DAX Индекс	-19,6	-35,2	4 009,1	7 185,7	3 539,2
Япония	Nikkei 225 Индекс	-10,0	-30,1	9 694,0	16 192,8	9 383,0
Развивающиеся рынки						
Польша	Warsaw Stock Exchange WIG 20	-11,2	-44,3	1 003,1	1 868,8	978,0
Венгрия	Budapest Stock Exchange Индекс	-4,5	-22,6	5 974,5	8 481,8	5 599,4
Турция	Turkey Stock Market National 100	-23,1	-19,5	7 515,0	7 160,0	14 803,0
Бразилия	Brazil Bovespa Stock Индекс	-20,3	-33,0	10 532,8	18 023,1	9 532,8
Россия	PTC Индекс	-13,4	24,1	179,2	229,3	130,1

Примечание: * на основе цены закрытия на 25 сентября 2001 г.

Источник: Bloomberg

**Сильная
макроэкономика –
основа
стабильности,...**

В условиях новой реальности высокие макроэкономические показатели России и ее относительная экономическая самодостаточность могут помочь стране пережить потрясения в мировом хозяйстве. Анализ различных вариантов развития событий, предусматривающих проведение ограниченной военной операции, показывает, что российская экономика может устоять. Пересматривать сегодняшний благоприятный прогноз нам придется лишь в случае резкого и долговременного падения цен на нефть (ниже \$20).

**...однако акции могут
падать в результате
погашений в
инвестиционных
фондах**

С другой стороны, доля российских акций в портфелях крупных неспециализированных фондов была небольшой (менее 1% в портфелях глобальных акций и менее 5% в портфелях акций развивающихся рынков). Более того, до недавнего времени внимание менеджеров этих фондов было сосредоточено в основном на бумагах, имеющих наибольшие удельные веса. При этом они как бы не замечали, что российский рынок растет опережающими темпами. Однако с началом крупных погашений, отражающих усиливающуюся нервозность, на рынке начинает преобладать фиксация прибыли, охватывающая и российские акции.

Самая безопасная стратегия – ограничиться ликвидными акциями

**Последствия
возможной военной
операции начнут
ощущаться в начале
ноября...**

Поскольку акция возмездия со стороны США скорее всего будет осуществлена в виде военной операции, осознание ее экономических последствий неизбежно приведет к усилению неустойчивости и дальнейшему падению рынков, включая акции. В самое ближайшее время больше всего «достанется» акциям компаний, связанным с товарами широкого спроса, тогда как в ВПК и базовых отраслях скорее всего произойдет всплеск активности. Тем не менее преобладать на рынках будет, вероятно, понижательная тенденция.

**...Тогда же появятся и
новые данные о
состоянии
американской
экономики**

Новые и наиболее полные данные о нынешнем состоянии экономики (за исключением суммы прямого ущерба от недельного перерыва в деловой активности) появятся не раньше начала ноября. В этот период рынок будет находиться в состоянии неопределенности и ожидания глобального экономического спада.

**В ближайшее время
американские акции
будут, вероятно,
подвержены
колебаниям и упадут
еще на 10-15%**

Сказанное выше означает, что динамика акций будет волнообразной: кратковременный рост будет сменяться глубокой коррекцией. Следовательно, инвесторы не смогут использовать рынок в качестве ориентира общей экономической конъюнктуры. До тех пор пока не станут известны масштабы военной операции и направление дальнейшего развития экономики, преобладать на рынке по-прежнему будут негативные настроения. В этот период американские акции могут упасть еще на 10-15%.

В условиях нынешней неопределенности сосредоточение на ликвидных акциях ...

Таким образом, в условиях сохранения неопределенности в отношении перспектив политического и экономического развития привязка к наиболее ликвидным акциям может стать своеобразной защитной реакцией. Поскольку в ближайшие месяц-два рынок, по-видимому, будет неустойчивым, мы рекомендуем инвесторам по возможности продавать менее ликвидные акции (когда рынок растет) и покупать «голубые фишки» по выгодным ценам (когда рынок падает).

...нефтегазовых и...

Акции нефтегазовых компаний, стоимость которых составляет две трети от совокупной капитализации российских компаний, все еще являются относительно стабильным и безопасным инвестиционным инструментом – особенно в условиях роста объема экспортных поставок и сохранения довольно высоких цен на нефть. Мы считаем, что инвесторам следует ограничиться наиболее ликвидными бумагами типа ЛУКОЙЛа, Сургутнефтегаза, Юкоса и Газпрома. Вместе с тем мы полагаем, что акции Татнефти и Сибнефти по-прежнему сопряжены с повышенным риском и больше подходят для спекулятивных операций.

...металлургических компаний ...

Металлургические компании также должны ощутить рост спроса на цветные и драгоценные металлы. Вместе с тем в этой отрасли есть только одна компания, отвечающая требованиям ликвидности – ГМК «Норильский никель». Ее акции в ближайшее время могут стать хорошим вложением денег: у компании довольно высокие финансовые показатели.

...- менее рискованная и более надежная стратегия,...

С учетом нынешней ситуации инвестиции в другие отрасли и акции рассматриваются нами как чисто спекулятивные. Мы также хотели бы обратить внимание инвесторов на то, что они рискуют «зависнуть» с неликвидными акциями, которые могут обесцениться быстрее, чем другие бумаги (по крайней мере, спреда могут оказаться больше). Такой вариант особенно вероятен в случае глубокого спада в мировой экономике либо затяжного (или широкомасштабного) военного конфликта.

...позволяющая инвесторам быть на гребне волны в моменты ценовых скачков в будущем.

С другой стороны, если в результате занятой Россией позиции в поддержку антитеррористической коалиции в российско-американских отношениях произойдет качественный скачок, инвестиции в наиболее ликвидные акции могут позволить инвесторам быть на гребне волны в моменты ценовых скачков в будущем. Появившиеся в последние дни первые признаки взаимопонимания и выравнивания стратегических интересов двух стран позволяют надеяться на конвергенцию их политических курсов и поддержку структурных реформ в экономике.

Рекомендация по портфелям: увеличить остаток денежных средств

В условиях сложившейся на рынке новой ситуации мы вынуждены кардинально изменить структуру портфеля. Основные изменения сводятся к следующему:

- увеличение общего остатка денежных средств до 20-25% (не только для того, чтобы обезопасить вложения, но и для подстраховки на случай возможного погашения);
- переориентация всего портфеля на вложения в самые ликвидные акции с тем, чтобы в будущем более оперативно реагировать на динамику рынка;
- увеличение удельного веса наиболее защищенных отраслей, каковыми являются нефтегазовая промышленность и металлургия.

Рекомендации в отношении удельного веса по всем портфелям представлены в Илл. 2. Вместе с тем следует отметить, что при большей диверсифицированности «Потенциального инвестиционного портфеля»



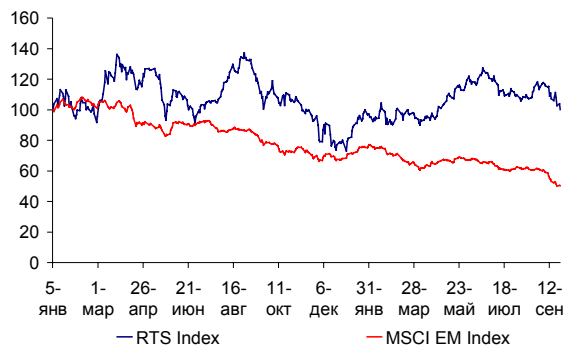
появляется возможность сохранить в нем ряд менее ликвидных акций. С другой стороны, удельные веса последних и без того уже сильно сокращены.

Илл. 2. Рекомендуемые веса в портфелях

Сектор/Акция	Удельный вес, %
Нефть и газ	60-65
ЛУКйол	15-17
Сургутнефтегаз	17-20
ЮКОС	12-15
Газпром	12-15
Электроэнергетика	
РАО ЕЭС	10-12
Металлы	
ГМК Норильский Никель	7-10
Денежная составляющая	20-25
Всего	100

Источник: Альфа Банк

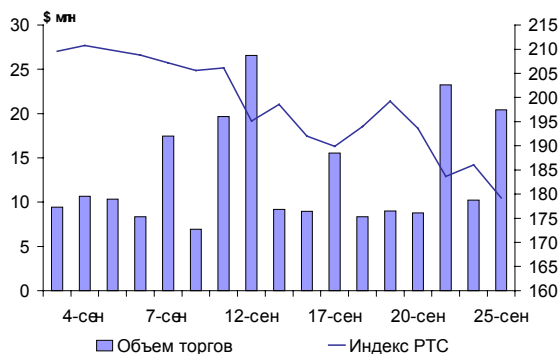
Илл. 3. Динамика индекса РТС в сравнении с изменением индекса MSCI EM в период с января 2000*г. по сентябрь 2001 г.



Примечание: * цены открытия в январе 2001 г. приняты за 100

Источники: РТС, Bloomberg

Илл. 4. Изменение индекса РТС за сентябрь 2001 г



Примечание: * данные за период с 31.08.2001 по 25.09.2001

Источник: Российская торговая система

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Тема: реформа банков – замедленный ход в течение года

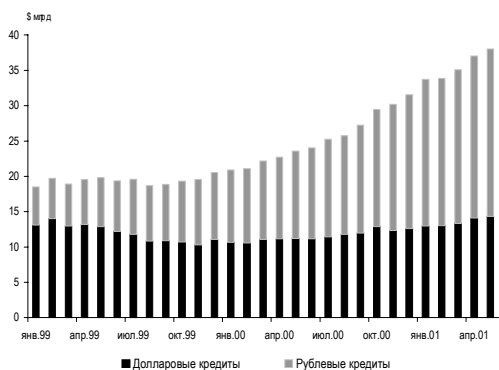
- Программа ЦБ нацелена на ужесточение контроля, это вряд ли поможет поднять кредитование с текущих 11% ВВП
- Предложения РСПП скорректировали план ЦБ
- Уход Геращенко в сентябре 2002 года позволит активизировать реформы в банковском секторе
- Концентрация 30% активов в госбанках остается проблемой

Цель банковской реформы: повысить роль кредитования в развитии экономики

Портфель рублевых кредитов увеличился в 3 раза...

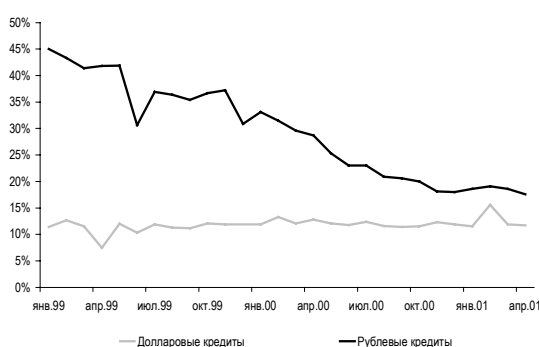
Последняя статистика о банковских кредитах весьма показательна: кредитный портфель банков удвоился, увеличившись с послекризисных \$20 млрд (1999-2000 гг.) до \$40 млрд в начале 2001 г. Следует отметить важную деталь: резкий рост объема кредитования не сопровождался увеличением задолженности по валютным кредитам. Опасность девальвации уменьшилась (см. динамику процентных ставок в Илл. 6), и рублевые кредиты стали более выгодными. Доля последних в структуре совокупного кредитного портфеля банков увеличилась втрое, а доля валютных, наоборот, уменьшилась.

Илл. 5. Объем кредитования (рубли и валюта), \$ млрд



Источник: ЦБ РФ

Илл. 6. Процентные ставки по кредитам в рублях и валюте, %



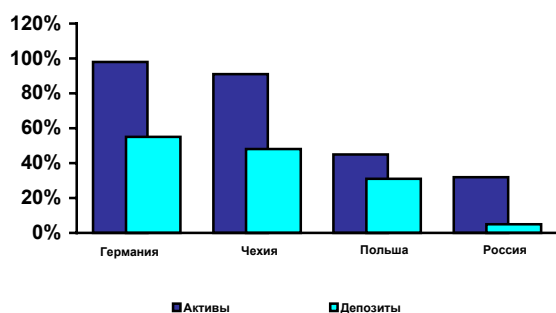
Источник: ЦБ РФ

...однако доля кредитов в ВВП всего 11%

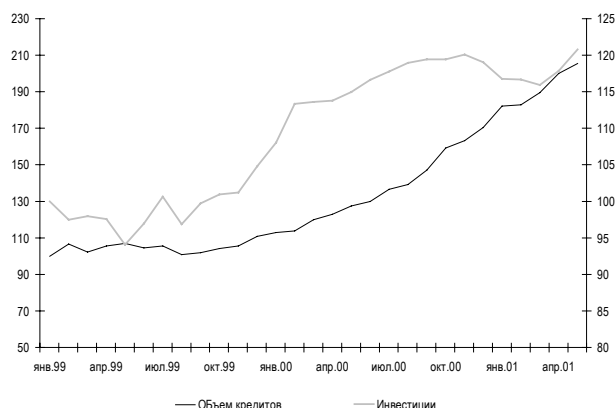
При дальнейшем анализе обнаруживается, однако, что влияние банковского сектора как движущей силы оздоровления экономики по-прежнему недостаточно. Несмотря на существенный рост объемов кредитования, банки все еще мало способствуют экономическому росту. Активы всех российских банков составляют лишь 30% ВВП, тогда как в развитых странах этот показатель превышает 100%. Объем кредитования по-прежнему находится на уровне лишь 11% ВВП. Более того, денежный мультипликатор (соотношение агрегатов M2 и M0), используемый для оценки объема кредитования в банковском секторе, все еще составляет порядка 2. Это намного ниже, чем в развитых странах (20-30).

Кредитование должно стимулировать инвестиции

Кроме того, резкий рост объема кредитования не предшествовал ускорению темпов экономического развития. Скорее наоборот: статистические данные говорят о том, что инвестиционная деятельность достигла пика в период с октября 1999 г. по апрель 2000 г., а рост объемов кредитования начался лишь в середине 2000 г. Таким образом, банковский сектор не смог стать надежной основой экономического роста. Осознав это, правительство наконец-то начало активнее заниматься реформой.

Илл. 7. Банковские активы и депозиты, в % от ВВП


Источник: Минэкономразвития

Илл. 8. Рост инвестиций и кредитов *


Примечание: * январь 1999 г. = 100

Источники: REСЕР, ЦБ РФ, оценка Альфа Банка

РСПП скорректировал план ЦБР

Программа ЦБ: упор на ужесточение контроля, а не развитие кредитования

Основной упор в программе ЦБ по развитию банковского сектора, рассмотренной на совещании в правительстве 27 сентября, сделан на усилении контроля за деятельностью банков. Более жесткий контроль конечно же поможет предотвратить развитие кризиса в банковской системе. Однако он вряд ли будет способствовать росту объема кредитования. С другой стороны, предложения, связанные с повышением минимального размера уставного капитала банков и уменьшением роли госбанков, пока являются предметом обсуждения.

Илл. 9. Сроки проведения банковской реформы

Область реформ, документ	Сроки предоставления для рассмотрения в правительстве
Разработка новой редакции закона «О валютном регулировании и валютном контроле»	2002
Разработка проекта закона «Об инсайдерской информации»	1П02
Разработка проекта закона, определяющего понятие «срочный рынок» и «срочная сделка»	2П02
Внесение поправок в законодательстве «О несостоятельности»	2002
Внесение поправок в Закон «О Центральном банке РФ» и «О банках и банковской деятельности», устанавливающих обязательные нормативы для банковских групп	1кв02
Внесение поправок в Закон «О Центральном банке РФ», предусматривающих выход Банка России из капитала Внешторгбанка	2002
Внесение поправок в Закон «О Центральном банке РФ», предусматривающих выход Банка России из состава акционеров российских заграничных банков	4кв01
Внесение поправок в регулирование деятельности страховых компаний	2002
Внесение изменений в законы «О реструктуризации кредитных организаций» и «О несостоятельности кредитных организаций», предполагающих выполнение АРКО функций корпоративного ликвидатора	1кв02
Разработка схемы страхования депозитов	2001
Поправки в Закон, регулирующий порядок выпуска банками облигаций	2002

Источники: ЦБР, Министерство Финансов

РСПП скорректировал план ЦБ

Программа РСПП может стать основой для корректировки ряда положений программы ЦБ. Хотя предложение о введении особой лицензии для региональных банков вряд ли найдет поддержку в ЦБ, но общее число банков скорее всего все равно будет сокращаться. Следует отметить, угроза повышения требования по размеру уставного капитала уже заставила банки наращивать размер собственных средств.

Илл. 10. Программа Банка России: предложения и обсуждение

Обсуждаемый вопрос	Предложения ЦБ РФ	Альтернативные предложения и оценки	Комментарий
Цель реформирования банковской системы	Центробанк должен укрепить банковский сектор путем выведения с рынка услуг нежизнеспособных кредитных организаций и с помощью повышения капитализации банков. Увеличение объема средств на депозитах и более активное кредитование реального сектора экономики также является приоритетной задачей.	В программе А. Мамута отмечается, что реформирование банковской системы отстает от структурных преобразований, осуществляемых правительством. Именно банки должны обеспечить экономику инвестиционными ресурсами.	Контроль за деятельностью банковской системы – одна из естественных функций Центробанка. Вместе с тем нынешний уровень финансовых рисков в банковской системе не представляет угрозы. Принимая во внимание увеличение доли государственных банков, приоритетной задачей становится структурная перестройка банковской системы.
Препятствия на пути развития банковской сферы	Отсутствие структурных реформ в экономике, неразвитость судебной системы, неэффективное управление банками и большие риски, в т.ч.: <ul style="list-style-type: none"> кредитный риск, препятствующий развитию кредитования отсутствие достаточных долгосрочных ресурсов (лишь 7% суммарных пассивов) низкая капитализация (4% ВВП) 	<ul style="list-style-type: none"> Неспособность предоставить долгосрочные кредиты (максимальный срок, на который банки могут предоставить кредит - 3 года, тогда как предприятиям, как правило, нужны кредиты на 5 лет) Отсутствие доверия (средства, составляющие профицит бюджета, находятся на счетах Казначейства, а население хранит свои сбережения в «чужке») Отсутствие внешних источников для увеличения капитализации банков (на бирже торгуются только акции Сбербанка) 	К сожалению, отсутствие доверия и неспособность привлекать средства на фондовом рынке - это результат недальновидных действий коммерческих банков в 1998 г., когда они прибегли к использованию т.н. «бридж-банков» для вывода активов. Самая большая проблема заключается в том, что после кризиса государственные банки получили доступ к долгосрочным ресурсам и теперь являются монополистами на рынке депозитов.
Участия государства в капитале банков	<ul style="list-style-type: none"> Государство будет регламентировать деятельность Российский Банк Развития и Россельхозбанка реформирование Сбербанка не является первоочередной задачей данной программы Предварительный срок выходы Центробанк из капитала Внешторгбанка установлен на январь 2003 г. 	Программа А. Мамута предусматривает предоставление госбанкам особой лицензии - в зависимости от их специализации. Например, Сбербанк должен сосредоточиться на ипотечном кредитовании и потребительских ссудах.	Госбанки стали конкурентами коммерческих банков: используя дешевые средства, хранящиеся на долгосрочных депозитах, они могут предоставлять корпоративным клиентам крупные недорогие кредиты. С другой стороны, разделение Сбербанка на несколько учреждений – сберегательные банки, агентство по управлению средствами внутреннего долга и т.д. – представляется более целесообразным, чем регулирование деятельности Сбербанка с помощью специальной лицензии.
Налоговая политика	Ставка налога на прибыль снижена с 45% до 24%. Предлагается отменить налог на покупку иностранной валюты и операции с ценными бумагами.	Предлагается внести изменения в правила формирования обязательных резервов.	Несмотря на существенное сокращение налога на прибыль, фактическая ставка составляет около 20%. С другой стороны, целесообразнее идти по пути дальнейшего сокращения ставки налога на прибыль, чем снижать норматив резервирования, поскольку в последнем случае риски в банковской системе возрастают.
Структурные преобразования	<ul style="list-style-type: none"> Банковская система будет по-прежнему состоять из двух компонент: Центральный банк и коммерческие банки ЦБ собирается рассмотреть возможность увеличения минимального размера капитала 	Банковская система должна быть трехуровневой: Центральный банк, коммерческие банки с генеральной лицензией и региональные банки. Генеральную лицензию получают банки с капиталом не менее 1 млрд руб. (\$30-35 млн), рассчитанным по МСБУ. Для получения региональной лицензии банку необходимо к началу 2000 г. довести капитал до 200 млн руб. (\$7 млн). Региональная лицензия предполагает, что при открытии филиалов в соответствующих регионах и осуществлении платежей за рубеж данный банк обязан действовать только через банки, имеющие генеральную лицензию.	Предложение А. Мамута может привести к некоторому сокращению утечки капитала из России. С другой стороны, оно призвано решить те трудности, которые крупные коммерческие банки испытывают из-за нехватки достаточных ресурсов. Запрет на осуществление прямых операций с зарубежными банками приведет к тому, что крупные региональные клиенты начнут переводить счета в московские банки. В результате последние могут получить доступ к средствам в размере \$2-3 млрд
Иностранные банки на российском рынке	Приход иностранных банков на российский рынок должен рассматриваться как позитивный фактор, поскольку он позволит расширить диапазон услуг. Для того, чтобы российский банковский сектор стал более привлекательным, необходимо решить проблемы корпоративного управления и создать соответствующую законодательную базу.		Иностранные банки не рассматриваются в качестве потенциальных конкурентов, поскольку они пока еще не проявляют большого интереса к российскому рынку. Если ситуация изменится и они проявят интерес к российскому рынку, крупные банки могут использовать эту возможность для продажи им долей в капиталах.
Страхование депозитов	Страхование депозитов будет сильным стимулом для увеличения объема привлекаемых средств. Разработка схемы страхования депозитов должна осуществляться с учетом сроков перехода на МСБУ, а также задач по повышению эффективности контроля за банковской системой.	По оценкам экспертов РСПП, страхование депозитов позволит банкам привлечь те \$70 млрд, которые население сейчас держит в «чужке», плюс \$50 млрд, находящихся за границей.	Страхование депозитов будет выгодным для коммерческих банков лишь в том случае, если в нем будет участвовать Сбербанк. Если Сбербанк не примет участия в создании страхового фонда, то реализовать ее будет трудно. Крупные банки, скорее всего, не захотят брать на себя риски мелких банков.
Контроль за деятельностью банков	Утверждение трех законов из пакета МВФ позволяет Центробанку усилить контроль за деятельностью банков, повысить норматив достаточности капитала, сократить число нормативов ЦБ	Главная цель контролирующего органа – снизить риски в банковском секторе.	Изменения в законодательстве, осуществленные в течение последних 12 месяцев, являются антикризисными мерами. Поэтому их влияние на кредитную активность банков может оказаться достаточно слабым

Источники: ЦБ РФ, Программа Александра Мамута, оценка Альфа-банка

Илл. 11. Структура кредитных учреждения по размеру уставного капитала

	Менее 3 млн. руб.	% в итоге	От 3 млн. руб. до 150 млн. руб.	% в итоге	От 150 млн. руб. до 300 млн. руб.	% в итоге	Более 300 млн. руб.	% в итоге	Итого
Янв. 1, 2001	174	13	976	74	68	5	93	7	1311
Март 1, 2001	170	13	969	73	78	6	102	8	1319
Май 1, 2001	163	12	963	73	85	6	105	8	1316
Июль 1, 2001	150	11	970	73	90	7	112	8	1322
Сент 1, 2001	139	11	966	73	92	7	125	9	1322

Источник: ЦБ РФ

**ЦБ не считает
реорганизацию
Сбербанка своей
первоочередной
задачей**

С другой стороны, мы очень сомневаемся в том, что руководству РСПП удастся убедить Центробанк разработать конкретные меры по уменьшению роли госбанков. В программе банка России отмечается, что «реструктуризация и реорганизация Сбербанка не является первоочередной задачей банковской реформы».

Для реформы нужна поддержка со стороны предприятий

Итак, остается открытым вопрос: почему несмотря на очевидную неспособность банковской системы стимулировать экономический рост, ни Центробанку, ни частным банкам не удается разработать дееспособную программу?

**Основной своей
задачей ЦБ считает
предотвращение
кризиса банковской
системы**

Главная причина, по нашему мнению, заключается в том, что высшее руководство ЦБ делает акцент на ужесточении надзорных функций. Это свидетельствует о том, что своей основной задачей оно считает предотвращение кризиса банковской системы. Однако усиление контроля вряд ли будет способствовать развитию кредитования.

**Основательная
реформа начнется
только после ухода
Геращенко**

Мы полагаем, что уход Виктора Геращенко с поста председателя Центробанка в сентябре 2002 г. может иметь решающее значение с точки зрения активизации банковской реформы. Судя по всему, до его отставки банковская реформа будет находиться в подвешенном состоянии.

**Многие частные банки
считают, что они уже
и так хорошо
работают**

Частные банки также не обнаружили большого желания предложить альтернативный вариант программы: большинство кредитных организаций предпочитают сохранить «статус-кво». За исключением немногих «активистов» (типа МДМ-банка) они уже заняли нишу и, как правило, выполняют функции казначейства при крупных компаниях. Среди российских банкиров распространено мнение, что их структуры в целом функционируют успешно.

**Предприятия должны
участвовать в
банковской реформе**

Поддержка банковской реформы должна исходить от реального сектора. Нам кажется, что участие предприятий в разработке предложений по увеличению объема кредитования является насущной необходимостью. Государство же, со своей стороны, обязано помочь им в создании механизма гарантирования кредитов, распределяемых по различным проектам.

**Госбанки необходимо
приватизировать**

С другой стороны, в ближайшие несколько лет придется решать еще одну проблему, связанную с монополизацией финансовых ресурсов госбанками. Такая монополизация лишает частные банки доступа к долгосрочным ресурсам (например, почти 90% частных сбережений сосредоточены в Сбербанке). Кроме того, нежелание ЦБ вплотную заняться приватизацией своих пакетов в Сбербанке и Внешторгбанке означает, что управление этими двумя банками по-прежнему будет непрозрачным. В результате возрастают риски для самого государства.



Динамика и оценка акций

Илл. 12. Динамика АДР, с начала месяца, на 26 сентября

Компания	Биржа	Уровень АДР	Соотношение % в виде АДР	Цена	Изменение		За 52 недели		Объем млн. \$	
					За месяц \$	С нач. года %	Макс. \$	Мин. \$		
Нефть и Газ										
Черногорнефть	Фр	1	1 в 1	18,4	3,1	-14,6	-13,6	6,8	1,9	2,4
Газпром	Фр	114А, REG S	10 в 1	1,4	8,3	-16,7	28,2	11,3	5,8	44,0
ЛУКОЙЛ	Фр	1	4 в 1	31,0	36,5	-17,4	2,4	59,4	32,1	74,6
Сибнефть	Фр	1	10 в 1	4,0	4,8	-6,6	86,6	6,4	2,2	16,5
Сургутнефтегаз	Фр	1	50 в 1	19,0	10,3	-24,3	-0,8	15,7	9,2	13,5
Сургутнефтегаз прив.	Бер	1	100 в 1	N/A	12,6	-13,9	39,7	16,4	8,5	1,4
Татнефть	Нью-Йорк	2	20 в 1	25,0	8,2	-22,5	19,0	11,7	6,5	14,4
ЮКОС	Бер	1	15 в 1	20,0	45,7	-16,5	н/д	н/д	н/д	0,5
Энергетика										
Иркутскэнерго	Фр	1	50 в 1	16,0	3,9	0,2	12,2	6,0	2,8	1,6
Кузбассэнерго	Фр	1	10 в 1	25,0	0,9	-27,6	-0,3	1,6	0,6	0,1
Ленэнерго	Бер	REG S	80 в 1	6,2	27,4	0,2	31,6	28,0	13,5	0,0
Мосэнерго	Фр	1	100 в 1	20,0	3,0	-12,9	26,3	4,2	2,3	12,5
РАО ЕЭС	Фр	1	100 в 1	22,0	8,0	-26,5	4,9	13,5	6,9	12,4
Ростовэнерго	Бер	1	100 в 1	н/д	1,1	-23,2	5,7	1,8	0,8	0,1
Ростовэнерго прив.	Бер	1	100 в 1	н/д	0,7	-33,8	-26,6	1,5	0,7	0,9
Самарэнерго	Фр	1	70 в 1	н/д	1,6	0,2	105,1	2,1	0,7	0,0
Телекоммуникации										
Челябинсксвязьинформ	Бер	1	1 в 5	н/д	4,1	0,2	-27,6	5,7	3,8	0,0
Голден Телеком		н/д	1 в 1	н/д	7,2	-30,2	25,7	17,5	5,1	4,4
ЮжТелеком	Фр	1	1 в 2	н/д	2,7	-14,1	-49,2	6,2	2,6	0,0
МГТС	Бер	1	1 в 10	н/д	4,5	-18,2	-21,2	7,5	3,7	0,0
МТС	Нью-Йорк	3	20 в 1	17,0	24,6	-8,0	2,3	30,3	22,0	24,1
Нижновсвязьинформ	Фр	1	2 в 1	8,5	1,6	3,1	-43,7	3,5	1,2	0,0
Ростелеком	Нью-Йорк	2	6 в 1	19,7	3,0	-28,7	-41,3	9,8	3,0	4,3
Ростовэлектросвязь	Бер	1	5 в 1	н/д	2,7	0,2	-42,1	5,1	2,5	0,0
Самарасвязьинформ	Бер	1	1 в 5	н/д	2,5	-45,9	-72,6	9,5	2,5	0,0
Тюменьтелеком	Фр	1	1 в 1	н/д	1,1	0,2	204,8	1,2	0,3	0,0
Тюменьтелеком прив.	Фр	1	2 в 1	н/д	0,8	-18,0	106,8	1,4	0,4	0,1
Уралсвязьинформ	Фр	1	200 в 1	н/д	1,2	-20,9	-6,9	2,7	1,1	0,7
ВымпелКом	Нью-Йорк	3	3 в 4	н/д	15,9	-12,4	9,1	19,8	12,1	3,7
Прочие сектора										
Норильский Никель	Фр	1	1 в 1	17,0	12,9	-21,3	н/д	н/д	н/д	0,8
Ураламаш-Заводы	Бер	144А, REG S	1 в 1	21,0	2,7	-25,8	98,3	4,6	1,3	2,7
ГУМ	Фр	1	2 в 1	32,2	2,4	-24,2	11,2	3,7	1,8	3,6
ЦУМ	Фр	1	20 в 1	10,8	4,1	-30,6	77,3	6,6	1,9	0,0
Сан Интербрю В	Фр	144А, REG S	1 в 1	32,0	2,6	-30,8	3,7	3,9	2,0	1,0
Сан Интербрю А	Фр	144А, REG S	1 в 1	15,0	3,2	-11,2	87,7	3,6	1,5	0,1

Источники: Рейтер, Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 13. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек», с начала месяца, на 26 сентября

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная	Потенциал	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.			2001П	2002П	2001П	2002П	цена	роста	
	\$	%	%	\$	\$	млн. \$	млн. \$					\$	%	
Нефть и Газ														
Газпром	0,459	0,07	62,62	0,606	0,248	0,68	12 143	3,5	3,2	4,8	3,7	0,950	107,0	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	9,230	-15,94	-0,22	15,550	8,050	2,60	7 694	2,2	2,5	1,7	1,8	17,350	88,0	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	0,494	-9,36	84,33	0,634	0,239	0,49	2 342	2,3	1,9	1,7	1,3	0,580	17,4	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,216	-17,71	3,85	0,333	0,183	1,32	8 703	1,8	1,8	1,5	1,6	0,410	89,8	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,420	-16,00	18,98	0,581	0,324	0,49	953	1,0	1,0	1,1	1,2	0,720	71,4	СПЕК. ПОКУПКА
ЮКОС	3,150	-13,70	76,97	3,910	1,500	1,21	7 047	2,3	2,4	1,4	1,5	4,600	46,0	ПОКУПАТЬ
PKN	4,047	1,78	-23,78	5,544	3,339	2,60	1 701	7,9	6,6	3,9	3,6			
Petrobras	21,918	3,13	22,32	31,729	20,100	0,22	24 301	5,1	5,1	3,4	3,4			
MOL	14,806	-4,41	-13,73	18,711	12,683	1,99	1 448	12,4	5,4	6,4	4,3			
Среднее								8,5	5,7	4,6	3,8			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,080	-4,19	0,00	0,120	0,061	0,03	381	н/з	н/з	5,8	4,6	0,090	12,5	ДЕРЖАТЬ
Ленэнерго	0,240	-5,88	33,70	0,325	0,150	0,01	202	6,3	3,6	2,4	1,8	0,350	45,8	НАКАПЛИВАТЬ
Мосэнерго	0,030	-11,18	25,83	0,042	0,022	0,48	854	73,4	10,6	4,2	3,3	0,063	108,6	ДЕРЖАТЬ
РАО ЕЭС	0,085	-21,28	3,78	0,140	0,071	3,79	3 554	7,9	6,3	2,0	1,7	0,154	81,0	ПОКУПАТЬ
EdP	2,426	-3,6	-17,3	3,880	2,630	6,50	7 278,0	14,5	9,6	9,6	7,6			
Endesa	15,264	3,0	0,0	20,500	15,250	5,20	16 164,6	12,6	11,2	8,0	6,8			
Tepega	2,631	2,9	-6,9	13,000	7,400	15,76	8 174,5	23,3	13,5	14,1	9,9			
Среднее								16,8	11,4	10,5	8,1			
Телекоммуникации														
МГТС	5,700	0,00	-10,24	7,000	4,800	0,00	474	14,1	23,7	4,5	6,3	6,510	14,2	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	8,226	-15,53	-21,38	11,935	6,794	12,79	3 767	8,5	6,2	2,8	2,4			
Tele Norte Leste	8,215	-18,16	-32,51	14,795	6,724	15,30	3 042	12,3	10,2	1,6	1,5			
Среднее								10,4	8,2	2,2	1,9			
Ростелеком	0,523	-24,71	-39,24	1,690	0,508	0,29	440	13,9	8,9	2,1	2,0	1,090	108,6	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,845	-15,05	-12,22	1,239	0,656	2,12	859	5,4	5,2	2,9	2,1			
Embratel	3,232	-22,28	-63,57	10,650	2,754	12,19	950	12,2	5,5	2,0	1,8			
Среднее								8,8	5,3	2,5	1,9			
ВымпелКом	15,900	-12,40	9,10	19,800	12,063	1,91	855	26,2	14,9	6,3	3,7	24,000	50,9	ПОКУПАТЬ
МТС	24,600	-8,00	2,30	30,300	22,000	1,17	2 452	21,1	15,7	7,3	5,2	31,000	26,0	ПОКУПАТЬ
Turkcell	0,002	-23,23	-65,65	0,011	0,002	0,01	1 220	н/з	8,8	2,9	1,9			
Mobinil	11,523	-13,41	-37,82	24,868	11,143	н/д	1 164	11,0	8,5	6,3	5,2			
Среднее								11,0	8,7	4,6	3,5			
Голден Телеком	7,200	-30,20	25,70	17,500	5,125	0,17	173	н/з	40,7	7,5	5,6	16,600	130,6	ПОКУПАТЬ
Netia	1,092	-45,88	-93,91	21,336	1,037	0,46	34	н/з	н/з	26,5	11,3			
Металлургия														
Норильский Никель	12,500	-5,66	71,23	19,990	6,500	0,01	2 376	2,1	2,5	1,2	1,4	24,200	93,6	ПОКУПАТЬ
Amplats	34,299	-7,39	-14,49	48,315	28,146	0,61	7 463	9,4	7,2	6,5	6,2			
Eramet	24,928	-14,45	-38,03	44,887	20,319	0,00	616	6,1	6,6	2,9	3,0			
WMC	3,636	-11,60	-3,75	5,042	3,182	5,33	7 520	10,9	10,1	7,2	7,0			
Среднее								8,8	8,0	5,5	5,4			
Северсталь	36,500	-14,62	102,78	44,400	17,000	0,03	806	4,7	4,4	2,1	2,0	53,850	47,5	НАКАПЛИВАТЬ
China Steel	0,338	-4,88	-39,44	0,612	0,318	9,69	3 067	5,4	6,3	4,0	4,4			
POSCO	57,616	-16,91	-1,70	91,174	43,671	0,18	5 392	3,8	5,7	3,5	3,6			
Среднее								4,6	6,0	3,7	4,0			
Продукты														
Балтика	4,700	4,44	0,00	н/д	н/д	н/д	526	5,8	4,3	4,0	3,0	6,544	39,2	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	2,600	-30,80	3,71	3,900	2,000	0,50	243	3,8	3,5	3,6	3,0	6,316	142,9	СПЕК. ПОКУПКА
Okocim	2,389	-13,79	-17,36	4,109	2,269	0,01	53	5,8	5,7	2,0	1,7			
Zywiec	41,448	-0,57	-16,59	65,695	38,223	0,04	306	12,5	8,1	4,3	3,8			
Среднее								9,1	6,9	3,2	2,8			
Торговля														
ГУМ	1,100	-29,03	0,00	1,750	1,100	0,00	66	4,7	4,2	3,7	3,3	1,720	56,4	НАКАПЛИВАТЬ
Robinson & Co	2,406	-7,42	1,44	2,667	2,315	0,02	207	9,9	8,6	3,9	3,2			
Matahari Putra Prima	0,051	-6,67	-2,00	0,065	0,040	0,30	137	6,2	5,5	2,4	2,0			
Среднее								8,1	7,1	3,1	2,6			
Транспорт														
Аэрофлот	0,270	-6,90	27,36	0,369	0,195	0,02	300	12,1	5,9	3,9	3,1	0,370	37,0	ДЕРЖАТЬ
China Eastern Airlines	0,702	2,832	3,750	0,773	0,506	1,07	2 316	103,8	63,8	11,0	9,6			
Thai Airways	0,650	-8,661	-9,375	1,031	0,583	0,13	910	7,4	5,7	5,4	4,9			
Среднее								7,4	5,7	8,2	7,2			
Машиностроение														
Уралмаш - Заводы	2,800	-30,00	86,67	4,750	1,410	0,01	99	3,8	3,3	1,8	1,5	5,270	88,2	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	16,396	-7,36	15,68	25,054	11,990	0,30	1 246	8,1	4,4	7,4	6,8			
Atlas Copco	17,542	-13,40	-9,20	22,406	14,548	1,31	3 608	12,9	12,3	6,1	5,9			
Среднее								10,5	8,4	6,8	6,4			

Примечание: н/з – не значимо, н/з – не значимо; Источники: оценки Альфа-Банка, Блумберга



Илл. 14. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 26 сентября

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.			2001П	2002П	2001П	2002П			
		%	%	\$	\$									
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	3,170	3,93	5,67	3,250	1,500	4,12	370	1,5	1,7	1,2	1,3	2,500	-21,1	ДЕРЖАТЬ
Пурнефтегаз	3,000	-13,04	57,89	3,950	1,800	4,72	281	6,3	7,0	2,5	3,1	2,000	-33,3	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	3,800	0,00	7,95	5,000	2,900	0,60	259	3,7	4,1	2,1	3,0	4,500	18,4	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	27,500	0,00	-8,33	30,00	22,00	0,00	100	0,8	0,9	0,6	0,6	32,000	16,4	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,065	0,00	-12,16	0,067	0,060	0,00	72	1,3	1,3	0,6	0,7	0,080	23,1	ДЕРЖАТЬ
Красноярскэнерго	0,140	0,00	418,52	0,150	0,027	2,95	90	2,5	2,0	н/з	39,5	0,150	7,1	ДЕРЖАТЬ
Кубаньэнерго	2,000	0,00	150,00	2,600	0,650	0,00	36	3,1	1,6	1,3	0,9	2,000	0,0	ДЕРЖАТЬ
Кузбассэнерго	0,090	0,00	16,13	0,155	0,065	0,47	55	н/з	3,9	8,9	2,8	0,150	66,7	ДЕРЖАТЬ
Новосибирскэнерго	1,800	0,00	140,00	2,270	0,750	0,00	26	н/з	н/з	н/з	106,1	2,000	11,1	ДЕРЖАТЬ
Пермэнерго	1,550	-8,82	55,00	1,850	1,000	3,01	72	1,0	0,9	0,7	0,6	2,650	71,0	НАКАПЛИВАТЬ
Ростовэнерго	0,014	-7,89	7,69	0,019	0,010	1,17	52	н/з	1,8	7,3	1,1	0,020	42,9	ДЕРЖАТЬ
Самарэнерго	0,028	0,00	122,22	0,032	0,012	0,00	105	3,1	2,8	1,1	1,1	0,042	50,0	НАКАПЛИВАТЬ
Свердловэнерго	0,082	-8,89	76,72	0,120	0,041	3,42	53	0,0	0,5	0,7	0,5	0,090	9,8	ДЕРЖАТЬ
Челябэнерго	0,081	2,53	305,00	0,081	0,020	1,67	37	н/з	4,9	-5,6	1,4	0,070	-13,6	ДЕРЖАТЬ
Телекоммуникации														
Башинформсвязь	0,070	-11,39	100,00	0,115	0,033	6,43	67	6,6	5,3	2,7	2,4	0,088	25,7	НАКАПЛИВАТЬ
Красноярскэлектросвязь	1,850	-7,50	8,82	2,000	1,700	0,31	22	27,5	22,5	2,6	2,0	2,670	44,3	НАКАПЛИВАТЬ
ЮжТелеком	4,750	-28,57	-51,03	12,00	4,750	1,77	60	4,7	5,3	2,7	2,7	8,150	71,6	НАКАПЛИВАТЬ
Ленсвязь	11,50	0,00	59,72	11,55	7,200	0,00	26	15,2	14,0	3,4	3,1	9,980	-13,2	ДЕРЖАТЬ
Нижновсвязьинформ	0,720	0,00	2,86	1,320	0,700	3,86	76	5,3	5,4	2,7	2,6	1,440	100,0	НАКАПЛИВАТЬ
НовосибирскЭС	1,800	0,00	28,57	2,100	1,150	0,28	55	5,5	3,9	2,6	1,9	1,950	8,3	ПОКУПАТЬ
ПТС	0,400	-14,89	0,00	0,500	0,310	170,25	210	8,7	7,3	5,2	4,5	0,290	-27,5	ДЕРЖАТЬ
Ростовэлектросвязь	0,500	0,00	25,00	1,020	0,400	0,00	42	11,5	10,5	3,4	3,0	0,600	20,0	ДЕРЖАТЬ
Самарасвязьинформ	18,20	0,00	-43,13	32,00	18,20	0,00	42	7,3	6,3	4,2	3,6	19,890	9,3	ДЕРЖАТЬ
Тюменьтелеком	0,900	-25,62	28,57	1,230	0,370	9,52	29	11,1	9,5	3,2	2,7	1,110	23,3	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинформ	0,007	-12,50	0,00	0,012	0,007	2,68	61	14,2	6,5	3,5	2,8	0,013	85,7	ДЕРЖАТЬ
Уралтелеком	4,250	1,19	-2,30	5,250	4,100	1,44	49	5,4	4,9	2,5	1,9	5,610	32,0	НАКАПЛИВАТЬ
Хантымансийсктелеком	1,330	0,00	-11,33	2,050	1,300	0,00	27	2,3	2,1	2,4	2,2	1,450	9,0	ДЕРЖАТЬ
Челябинсксвязьинформ	16,00	0,00	5,96	23,00	15,10	0,00	86	10,8	8,4	5,2	3,7	9,120	-43,0	СОКРАЩАТЬ
ЦентрТелеком	137,0	0,00	-2,14	215,0	135,0	0,72	73	4,5	3,9	2,1	2,0	204,000	48,9	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	10,25	-8,89	540,63	12,100	1,500	2,73	279	1,8	0,8	2,3	1,8	14,840	44,8	СПЕК. ПОКУПКА
ГАЗ	15,00	-21,05	-18,92	53,000	13,850	5,64	78	н/з	10,6	20,3	9,1	12,000	-20,0	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	3,600	0,00	-7,69	5,250	3,500	0,19	32	5,6	4,5	3,4	3,2	5,000	38,9	СОКРАЩАТЬ
Магнитогорский МК	46,00	0,00	0,00	н/д	н/д	н/д	412	1,9	1,9	1,6	1,6	54,000	17,4	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	30,00	-16,67	18,81	43,750	22,700	35,71	439	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	Нет рейтинга
ЦУМ	0,305	-1,61	22,00	0,600	0,230	0,32	27	7,3	6,3	4,3	3,9	0,560	83,6	НАКАПЛИВАТЬ
Челябинский труб. з-д	0,080	7,14	50,94	0,087	0,043	873,86	38	1,6	0,9	1,1	0,0	0,150	87,5	СПЕК. ПОКУПКА

Примечание: н/з – не значимо, н/з – не значимо

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 15. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, 26 сентября

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.							
		%	%	\$	\$							
Нефть и Газ												
Сургутнефтегаз прив.	0,128	-12,33	37,63	0,165	0,084	530,3	41	0,01	7,03	0,21	60,16	ПОКУПАТЬ
Татнефть прив.	0,258	-8,04	28,75	0,300	0,190	7,9	39	0,03	10,87	0,28	8,74	НАКАПЛИВАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,058	-22,30	74,77	0,084	0,028	291,1	32	0,00	2,96	0,07	23,48	ПОКУПАТЬ
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	0,244	-21,20	-44,66	0,650	0,240	10,8	53	0,03	11,32	0,38	56,06	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

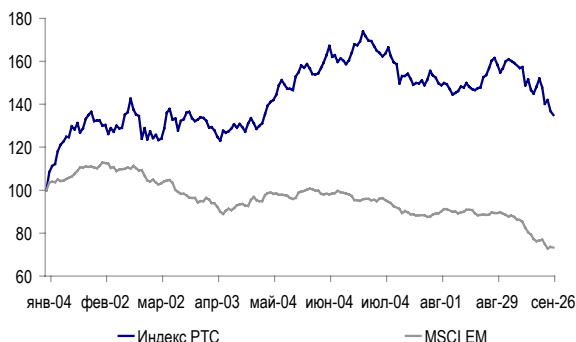
Календарь событий
Илл. 16. Календарь событий

Дата	Компания	Событие
Октябрь		
1	Макроэкономика	20-процентное повышение тарифов на газ
1	Рынок облигаций	Уведомительный порядок получения иностранных кредитов в размере до \$100 млн
2	Рынок облигаций	Заседание Федерального комитета по открытому рынку (США)
3	Макроэкономика	ФРС должна принять решение об очередном сокращении учетных ставок в США
3	Рынок облигаций	Размещение Минфином выпуска ГКО на сумму 5 млрд руб.
4	Рынок облигаций	Валютный аукцион для нерезидентов
9	Мосэнерго	Выплата купона по еврооблигациям
12	Макроэкономика	Внесение в Думу Кодекса корпоративного управления
12	ХантыМансийскТелеком	Внеочередное общее собрание акционеров
15	Башкирэнерго	Внеочередное общее собрание акционеров, переизбрание совета директоров
17	МГТС	Выплата купона
19	ЛУКОЙЛ, Сибнефть	Объявление результатов аукциона по продаже 85% акций НОРСИ-Ойл
20	Балтика	Результаты за 9 мес. 2001 г. по МСБУ
30	Приморьеэлектросвязь	Внеочередное общее собрание акционеров
Первая половина	ГМК «Норильский никель»	Регистрация результатов обмена акций
Конец месяца	Юкос	Завершение сделки по приобретению акций Мажейкяйского НПЗ
В течение месяца	Юкос	Отчет за 1-е полугодие 2001 г. по GAAP США
В течение месяца	Сибнефть	Получение кредитного рейтинга Moody's
Вторая половина	Северсталь	Отчет за 2000 г. по МСБУ
Октябрь-ноябрь	ЛУКОЙЛ	Выпуск конвертируемых акций (\$350-400 млн)

Источник: оценка Альфа-Банка

Графики

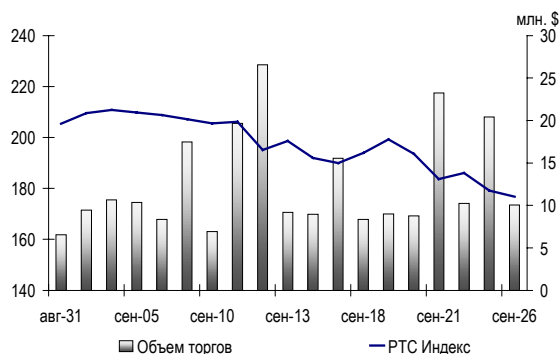
Илл. 17. Индекс РТС относительно индекса MSCI EM, с начала года



Источник: Рейтер

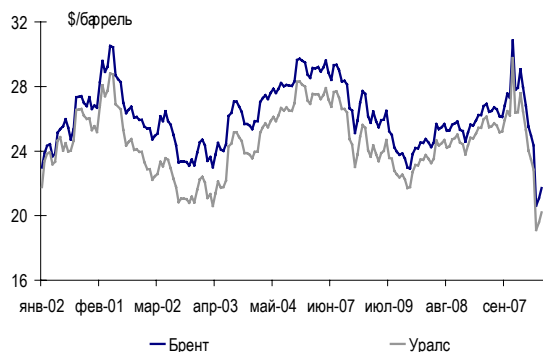
- Российский рынок в сентябре упал на 14% по индексу РТС на фоне возросшей нестабильности мировых фондовых рынков вслед за терактами в США

Илл. 18. Динамика индекса РТС, за месяц



Источник: РТС

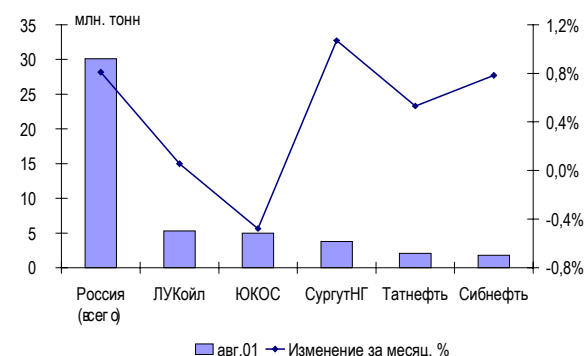
Илл. 19. Цены на нефть: Брент и Уралс, с начала года



Источник: Блумберг

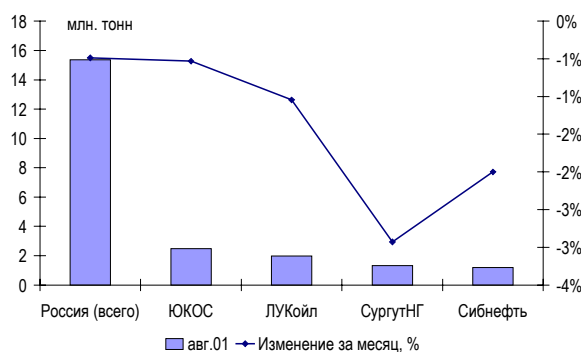
- Цены на нефть в сентябре были чрезвычайно волатильными на фоне усилившихся опасений рецессии в мировой экономике
- Добыча нефти и ее переработка российскими компаниями снизилась в августе

Илл. 20. Добыча нефти компаниями, август 2001 г.



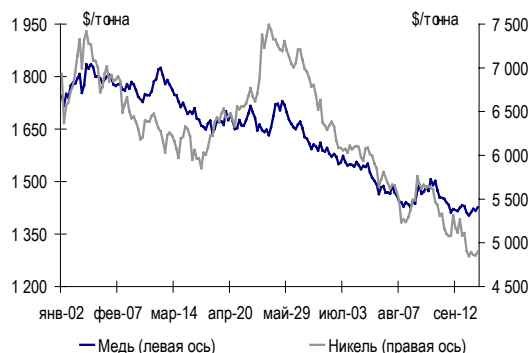
Источник: Министерство энергетики

Илл. 21. Переработка нефти компаниями, август 2001 г.



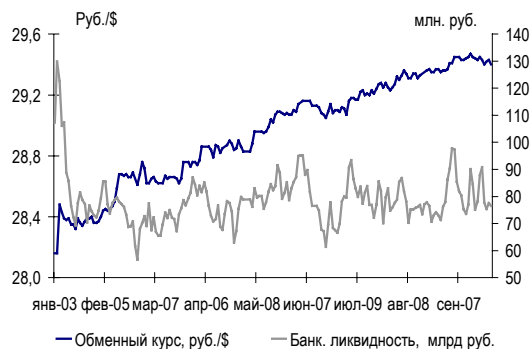
Источник: Министерство энергетики

Илл. 22. Цены на медь и никель, с начала года



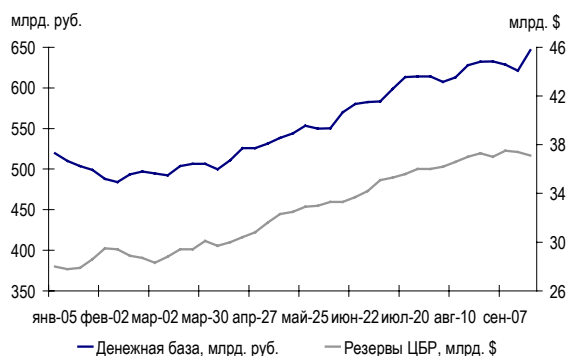
Источник: Блумберг

- Цены на никель упали в сентябре ниже \$5 000 за тонну

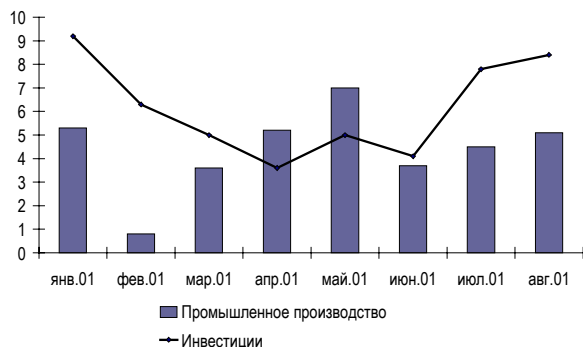
Илл. 23. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Валютный курс оставался в сентябре стабильным, несмотря на теракты в США
- Снижение золотовалютных резервов в первой половине сентября было вызвано покупками валюты со стороны Минфина

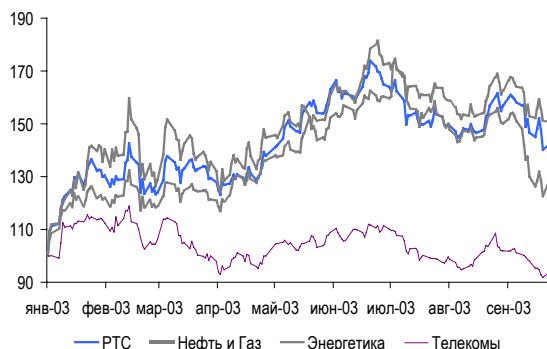
Илл. 24. Денежная база и резервы ЦБР, за год


Источник: ЦБР

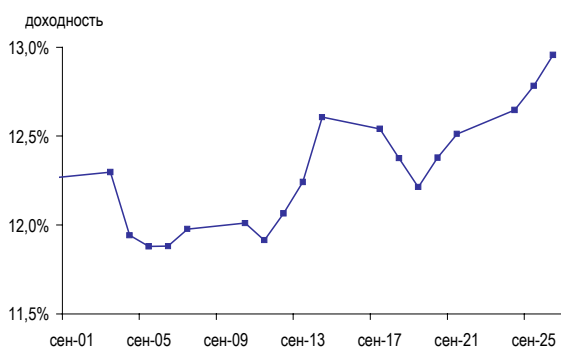
Илл. 25. Промышленное производство и инвестиции, 2001 г.


Источник: Минфин

- Увеличение инвестиций с июля месяца способствует росту ВВП в 2001 году
- Несмотря на резкое падение цен на нефть в конце сентября, нефтегазовый сектор рос быстрее рынка

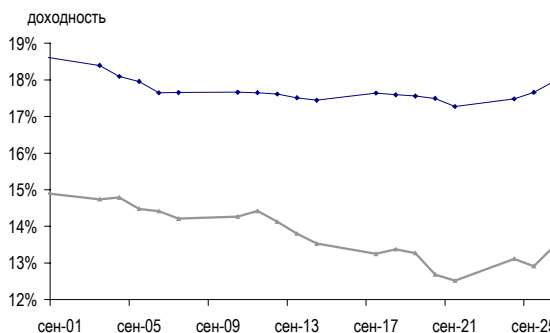
Илл. 26. Динамика отраслевых индексов относительно индекса РТС, с начала года


Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 27. Динамика Евро – 07, за месяц


Источник: Рейтер

- Дестабилизация финансовых рынков после терактов в США и падение цен на нефть в конце месяца негативно повлияли на динамику российских еврооблигаций
- Средства от погашения ОФЗ-ПД 25023 в сумме 14,9 млрд. руб. привели к падению доходностей ОФЗ на новый исторический уровень

Илл. 28. ОФЗ 27001 – ОФЗ 28001, за месяц


Источник: Рейтер

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Последствия террористических актов в США пока не сказались на российской экономике

Несмотря на то, что в результате серии террористических актов в США политическая и экономическая ситуация в мире существенно изменились, Россия пока задета не сильно. Резкое падение курса доллара в обменных пунктах (11 сентября) продолжалось недолго. События в США мало повлияли на обменный курс рубля к доллару: ЦБ активно осуществлял интервенции. Более того, Россия была одной из немногих стран, которые не сильно пострадали в результате событий в США: последовавший за терактами резкий рост цен на нефть поддержал как российский рынок акций, так и облигаций.

Уровень \$17-18 за баррель Брента является опасной чертой для экономики

Как долго последствия терактов будут ощущаться в экономике США, пока не ясно. Если она будет ввергнута в полосу спада, ситуация с российским платежным балансом резко ухудшится: сокращение мирового спроса приведет к падению цен на мировом рынке сырьевых товаров. Если цена на нефть упадет до \$17-18 за баррель, Россия начнет ощущать негативные последствия неплатежей и ускорения утечки капитала. Однако с учетом того, что общая экономическая ситуация в стране в настоящее время более устойчива, чем в 1998 г., можно заключить, что вероятность резкого ухудшения экономических показателей в 2002 г. не велика.

Высокие темпы роста промышленного производства могут стать основанием для пересмотра прогноза экономического роста

Возникшая в последнее время дестабилизация на рынке нефти пока не создает опасности замедления темпов развития российской экономики до конца года. В течение 8 месяцев, прошедших с начала этого года, промышленное производство росло намного быстрее (5,3%), чем ожидалось. Сразу после того, как появятся данные об инфляции за сентябрь, мы, возможно, пересмотрим прогноз по инфляции в сторону понижения, а по темпам экономического развития соответственно в сторону повышения.

Илл. 29. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
За октябрь						
Инфляция	0,2	4,5	1,4	2,1	1,0	
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,9	16,1	26,1	27,8	29,5	
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	22,9	13,6	11,8	25,9	37,1	
Годовые						
Рост ВВП, %	0,8	-4,9	5,4	8,3	4,5	3,2
Инфляция, %	11,0	84,0	37,0	20,0	22,0	15,0
Курс рубля на конец года, руб./\$	6,0	20,7	27,0	28,1	30,8	32,9
Золотовалютные запасы на конец года, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28,0	40,0	42,0
Сальдо торгового баланса	16,6	16,9	36,0	61,0	51,0	42,0
Экспорт	89,0	74,9	75,8	105,0	102,0	100,0
Импорт	72,0	58,0	39,6	44,0	51,0	58,0

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

**Илл. 30. Ключевые события**

Дата	Событие
Сент 5	Инфляция в РФ в августе составила 0%, однако в сентябре ожидается ее рост По сравнению с июлем (0,5%) уровень цен в августе не изменился. Однако без учета плодоовощной продукции потребительские цены в августе возросли на 1,1%, превысив, таким образом, июльские показатели. За 8 месяцев 2001 г инфляция составила 13,2%.
Сент 6	Агентство Moody's повысило рейтинг российских еврооблигаций до B2 с B3, прогноз «положительный». Полученный прогноз распространяется на потолок странового рейтинга (в настоящий момент B2), еврооблигации и облигации в иностранной валюте (B2), банковские депозиты в иностранной валюте (B3), облигации федерального займа (B3), а также ОВГВЗ 4-5 и 6-7 траншей (Саа3 и B3 соответственно).
Сент 10	Агентство Moody's повысило прогноз долгосрочных валютных рейтингов 6 банков РФ до «положительного» В число данных банков вошли: Альфа-банк, Альфа-Альянс, Внешторгбанк, Внешэкономбанк, Росбанк. В настоящее время их долгосрочный валютный рейтинг находится на уровне «B3», что на одну ступень ниже потолка суверенного рейтинга России.
Сент 17	Предложение Александра Мамута стало стимулом для увеличения банками размера уставного капитала до \$10 млн. Компромисс по поводу программы Александра Мамута по реформированию банковской системы, скорее всего, будет достигнут в ближайшее время. Во-первых, это в интересах ЦБ РФ, так как позволит ему обеспечить более эффективный надзор за кредитными организациями. Во-вторых, в соответствии со статистическими данными, за май-июнь текущего года количество банков с размером уставного капитала, превышающим \$10 млн., выросло до 125 со 105
Сент 20	Госдума одобрила проект Земельного кодекса в третьем чтении Земельный кодекс регулирует оборот городских и промышленных земель, а также частично и земель сельхозназначения. В частности, декларируется порядок предоставления гражданам земельных участков, находящихся в государственной и муниципальной собственности для целей, не связанных со строительством.

Источник: оценки Альфа Банка

Новости компаний и отраслей

Константин Резников
(7 095) 795-3612

В сентябре цены на нефть были подвержены сильным колебаниям

Рынок по-прежнему находится в подвешенном состоянии,...

... однако мы считаем, что российские нефтяные акции пострадают не слишком сильно

Нефть и газ

В сентябре цены на нефть были подвержены сильным колебаниям: сразу после терактов в США они подскочили до самого высокого за последние 10 месяцев уровня (\$30,9 за баррель), а затем, когда стало ясно, что спад в мировой экономике может с лихвой перекрыть рост цен, связанный с возможными перебоями в поставках нефти, резко упали, пробив нижнюю границу ценового коридора, установленного ОПЕК (\$20,6 – самая низкая цена за последние 17 месяцев). Кроме того, на состоявшейся на этой неделе очередной встрече стран-членов ОПЕК было решено не сокращать квоты в целях поддержания цен. Решение ОПЕК не стало неожиданностью: политическая ситуация такова, что картель просто не мог поступить иначе.

Таким образом, ситуация в настоящее время остается неопределенной, что крайне негативно отражается на рынке, вообще, и цене нефтяных акций, в частности. Если в ближайшее время цена стабилизируется на уровне \$21-22, это уже будет хорошо. Тем более, что к концу года можно ожидать роста цены, связанного с сезонным увеличением спроса. Если же цена будет продолжать падать, ОПЕК предпримет ответный шаг в виде сокращения производства не раньше чем через месяц.

Мы не думаем, что падение цен на нефть так уж сильно повлияет на курсы акций российских нефтяных компаний. В соответствии с нашим пессимистичным сценарием, в который заложена средняя цена сорта Urals на уровне \$23,5 за баррель (т.е. на \$1 ниже средней цены за 9 месяцев этого года), выручка-нетто у российских нефтяных компаний сократится в среднем лишь на 3%, а чистая прибыль – на 5%. Исходя из этого, мы полагаем, что недавнее падение акций российских нефтяных компаний было всего лишь результатом излишней нервозности, вызванной нынешней нестабильностью. В течение ближайших двух-трех недель более устойчивыми к ценовым колебаниям будут акции ЛУКОЙЛА: у него сравнительно много акций в свободном обращении. И, наоборот: Сургутнефтегаз и Юкос, у которых акций в свободном обращении меньше, будут в большей степени подвержены ценовым колебаниям. Сильная зависимость Татнефти от динамики цен на рынке нефти имеет иную природу: доля нефтедобычи в выручке у нее выше, чем у других компаний.

Илл. 31. Влияние падения цен на финансовые показатели российских нефтяных компаний

	2001 Urals \$24,4		2001 Urals \$23,5		Изменение, %				
	Чистая выручка	EBITDA прибыль	Чистая выручка	Чистая EBITDA прибыль	Чистая выручка	Чистая EBITDA прибыль	Чистая выручка	Чистая EBITDA прибыль	
ЛУКОЙЛ	12065	5225	3431	11738	4939	3195	2,8	5,8	7,4
Юкос	8077	4991	3097	7864	4785	2963	2,7	4,3	4,5
СургутНГ	5719	4016	2927	5561	3873	2834	2,8	3,7	3,3
Татнефть	4207	1672	877	4108	1577	815	2,4	6,0	7,6
Сибнефть	2985	1748	1020	2921	1690	976	2,2	3,4	4,5

Источник: оценки Альфа Банка

Готовятся отчеты за 1-е полугодие 2001 г. по GAAP США

В конце октября-начале ноября должны появиться отчеты компаний Юкос, Сибнефть, Татнефть и ЛУКОЙЛ за 1-е полугодие 2001 г. по GAAP США. В отличие от результатов за 1-й квартал нынешнего года (у Юкоса и ЛУКОЙЛА они были довольно низкими) эти данные более полные и их можно использовать для прогноза показателей по итогам года. По нашим оценкам, во 2-м кв. результаты у нефтяных компаний должны быть лучше: цены были выше, а экспортные пошлины ниже. С другой стороны, на этот раз динамика нефтяных акций будет определяться не столько

этим финансовыми результатами (отражающими ситуацию в прошлом), сколько ожиданиями возможного снижения цены из-за сокращения мирового спроса на нефть и нефтепродукты.

Газпром

Илл. 32. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	17 107,6	17 938,2	17 068,9	17 262,2
ЕВITDA, 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	3,5	3,2	3,8	3,6
EV/ЕВITDA	4,8	3,7	4,1	4,0
Капитализация, млн. \$	12 143,1			
EV, млн. \$	24 043,1			
Добыча, млрд. куб. см	3,2			
Запасы, млрд. куб. м	184,1			
Количество акций, млн.	23 673,5			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 33. 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. 34. Ключевые события

Дата	Событие
4 сентября	Перестановки в топ менеджменте Газпрома приведут к улучшению экономической эффективности. В общем, эту новость можно рассматривать как позитивную и давно ожидаемую рынком. Однако в связи с тем, что интересы государства до сих пор преобладают, до сих пор не понятно принесут ли эти изменения положительный эффект для акционеров.
4 сентября	ФЭК послал в министерство экономического развития и торговли предложение об увеличении промышленных тарифов на газ (+15%) и тарифов для домохозяйств (+20%) с 1 октября 2001 г. Эти предложения противоречат предыдущим требованиям министра экономического развития Германа Грефа заморозить тарифы на газ и электричество до конца 2001 г. в целях снижения темпов инфляции. Повышения тарифов поможет
7 сентября	План либерализации Газпрома получил одобрение, однако, по-прежнему неясен механизм ее осуществления. Рабочей группой был достигнут широкомащтабный консенсус только по вопросу ограничения иностранного владения до 20%. Члены группы не смогли договориться относительно способа исполнения данного ограничения. Вместе с тем, мы позитивно оцениваем перспективы компании.
21 сентября	Инвестиционный проект, стоимостью \$1 млрд., позволит Газпрому увеличить добычу нефти на 40%. Газпром достиг соглашения с Роснефтью на разработку Приразломного месторождения в соотношении 50 на 50. Предыдущий партнер Газпрома – компания Wintershall AG – остановила работы на месторождении, так как не смогла достичь СРП. Госкомпания Роснефть согласилась заплатить Газпрому и его дочерней компании Росшельф бонус в размере \$10 млн., а также компенсировать половину инвестиционных расходов (\$150 млн.)..

Источник: оценки Альфа Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 35. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 065,0	11 765,7	11 761,8	12 330,0
ЕВITDA, млн. \$	5 224,8	4 808,4	4 761,4	5 090,1
Чистая прибыль, млн. \$	3 430,7	3 053,0	3 187,7	3 321,9
P/E	2,2	2,5	2,4	2,3
EV/ЕВITDA	1,7	1,8	1,9	1,7
Капитализация, млн. \$	7 693,7			
EV, млн. \$	8 868,7			
Добыча, млн. бнэ	567,2			
Запасы, млн. бнэ	14 243,0			
Количество акций, млн.	833,6			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 36. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Значительные доказанные запасы (14.9 млрд. бар.)
- 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

- Выпуск АДР 3-го уровня в ноябре текущего года
- Развитие активов в странах Восточной Европы (40% перерабатывающих мощностей)
- Приобретение 20% Hellenic Petroleum (Греция)

Угрозы

- Списание \$300 млн. капвложений в случае низких Каспийских резервов
- Избыточное предложение акций в результате приближающейся приватизации и выпуска конвертируемых облигаций

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 37. Ключевые события

Дата	Событие
3 сентября	Объем добычи нефти компании ЛУКОЙЛ за 1П2001 г. вырос всего на 1,6% до 38,7 млн. тонн на фоне низких внутренних цен. Компания увеличила добычу газа на 3,2% до 2,6 млрд. куб. м за 1П2001. Кроме этого, ЛУКОЙЛ увеличил экспорт нефти и нефтепродуктов на 10,4% и 9,9%. В результате этого доля экспорта составила 42%. В то же время, ЛУКОЙЛ был вынужден уменьшить внутренние цены на легкие нефтепродукты и мазут. Кроме этого, компания объявила о снижении эффективности экспорта в 1П2001 г., главным образом вследствие высоких экспортных пошлин в 1кв.2001 г.
6 сентября	Чистая прибыль ЛУКОЙЛА по US GAAP за 1кв2001 превысила наш прогноз и составила \$690 млн. Сопоставляя данные результаты с одной четвертой финансовых показателей по итогам 2000 г., выручка ЛУКОЙЛА выросла на 8,6%, в основном за счет 10,0% и 10,9% роста экспорта нефти и нефтепродуктов, а также 1,3% роста добычи нефти. Особенно высокие экспортные пошлины в течение первых трех месяцев 2001 года вызвали 16,7% падение чистой прибыли до \$690 млн. В результате низких цен на нефть и высоких экспортных пошлин, маржа EBITDA упала до 30,6%, а маржа чистой прибыли упала до 19,4%.
13 сентября	Торговля привилегированными акциями ЛУКОЙЛА в РТС будет приостановлена 13 сентября в связи с их конвертацией в обыкновенные. На первом этапе компания обменяет простые привилегированные акции в конвертируемые привилегированные акции. После регистрации обмена последние будут конвертированы в обыкновенные акции ЛУКОЙЛА с коэффициентом 1:1. Обмен позитивен как для привилегированных, так и для обыкновенных акций, однако, он уже заложен в цены.
14 сентября	S&P повысило долгосрочный кредитный рейтинг ЛУКОЙЛА до В с ССС и рейтинг Татнефти до В- с СС в результате позитивных изменений в компаниях. Мы считаем, что повышение рейтингов компаний открывает возможности рефинансирования на более привлекательных условиях. Это особенно актуально в свете предстоящего выпуска конвертируемых облигаций ЛУКОЙЛА на \$350-400 млн. и размещения АДР 3 уровня в этом году.
17 сентября	ЛУКОЙЛ сохранит за собой 60 млн. тонн резервов в Тиман-Печоре. Однако губернатор Ненецкого региона противостоит планам Лукойла по расширению деятельности в этом регионе, заявляя о том, что компания не осуществила в полном объеме необходимые инвестиции в эти месторождения и, кроме того, платит низкие налоги. В этой связи, компания будет испытывать давление со стороны местных властей, и, скорее всего, будет более осторожна в будущем. Сохранение за ЛУКОЙЛА лицензий – позитивная новость, так как это открывает для компании хорошие возможности по развитию в данном регионе.
20 сентября	ЛУКОЙЛ заплатит по меньшей мере \$66 млн. за НОРСИ-ойл, оценивая НПЗ с нефтеперерабатывающими мощностями в 131 млн. бар. в \$0,5/бар. Компания подала заявку на участие в аукционе по продаже 85% акций НОРСИ-ойла и считается наиболее вероятным победителем тендера. На данный момент ЛУКОЙЛ владеет 6% акций НОРСИ-ойла и поставляет нефть на Норси НПЗ. Сибнефть также будет участвовать в аукционе, наряду с ней ТНК и Сибур также выразили заинтересованность. Заявки будут приниматься до 16 октября, а победитель будет объявлен 19 октября. В случае победы ЛУКОЙЛА, данная покупка будет способствовать увеличению нефтеперерабатывающих мощностей компании на 40%.

Источник: оценки Альфа Банка

Сибнефть

Илл. 38. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	2 984,7	3 334,8	3 790,4	3 539,9
ЕБИТДА, млн. \$	1 747,9	2 209,7	2 222,0	2 085,4
Чистая прибыль, млн. \$	1 019,5	1 221,2	1 233,1	1 158,7
P/E	2,3	1,9	1,9	2,0
EV/ЕБИТДА	1,7	1,3	1,3	1,4
Капитализация, млн. \$	2 342,2			
EV, млн. \$	2 907,7			
Добыча, млн. бнэ	124,8			
Запасы, млн. бнэ	4 644,0			
Количество акций, млн.	4 741,3			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 39. 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 19,4% вследствие увеличения капвложений
- 33% ОНАКО

Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (88%)

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 40. Ключевые события

Дата	Событие
18 сентября	Сибнефть собирается увеличить перерабатывающие мощности на 95% до 36,8 млн. тонн нефти в год посредством приобретения компании НОРСИ-ойл. РФФИ намерен продать 85,4% НОРСИ-ойл двумя пакетами, стартовая цена которых составляет \$10,4 млн. и \$11,6 млн., соответственно. Стартовая цена за пакет холдинга слишком низкая, однако, победитель должен будет погасить долги компании, в основном в Федеральном и местный бюджеты. Однако, наиболее вероятным победителем на аукционе является ЛУКОЙЛ. В случае приобретения компании НОРСИ-ойл Сибнефтью, мы пересмотрим нашу рекомендацию по акциям последней на основе более высокого роста выручки и прибыли.

Источник: оценки Альфа Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 41. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	5 718,5	5 689,0	5 988,3	6 727,1
ЕБИТДА, млн. \$	4 015,7	3 877,0	4 080,1	4 614,5
Чистая прибыль, млн. \$	2 926,8	2 810,6	2 926,6	3 255,7
P/E	2,6	2,7	2,6	2,4
EV/ЕБИТДА	2,2	2,2	2,1	1,9
Капитализация, млн. \$	8 702,7			
EV, млн. \$	8 702,7			
Добыча, млн. бнэ	373,3			
Запасы, млн. бнэ	6 820,0			
Количество акций, млн.	43 428,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 42. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источник: оценки Альфа Банка

Татнефть

Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 207,0	4 207,0	4 207,0	4 207,0
ЕБИТДА, млн. \$	1 671,9	1 506,8	1 437,5	1 386,9
Чистая прибыль, млн. \$	877,0	942,0	919,5	892,0
P/E	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/ЕБИТДА	1,1	1,2	1,3	1,4
Капитализация, млн. \$	953,0			
EV, млн. \$	1 873,7			
Добыча, млн. бнэ	179,6			
Запасы, млн. бнэ	5 944,0			
Количество акций, млн.	2 326,2			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 44. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 45. Ключевые события

Дата	Событие
------	---------

7 сентября **Татнефть опубликовала свои финансовые результаты по РСБУ за 1П01. Выручка компании упала на 12,2% до \$1,47 млрд.**

Ожидаемое снижение выручки было вызвано падением цен на нефть и растущими экспортными пошлинами. Операционная прибыль также упала до \$452,6 млн, что является 19,6% падением по сравнению с 1П00. Однако прибыль до налогообложения и чистая прибыль выросли на 17,6% и 24,4% до \$374,6 млн и \$266,8 млн, соответственно. Данный рост произошел за счет снижения процентных платежей в связи с уменьшением размера долга. Норма чистой прибыли и прибыли до налогообложения значительно выросли.

Источник: оценки Альфа Банка

Юкос

Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	8 022,1	7 815,4	7 813,3	8 036,6
ЕБИТДА, млн. \$	4 949,7	4 574,6	4 510,2	4 615,5
Чистая прибыль, млн. \$	3 070,0	2 971,7	2 951,5	3 074,7
P/E	2,3	2,4	2,4	2,3
EV/ЕБИТДА	1,4	1,5	1,6	1,5
Капитализация, млн. \$	7 046,5			
EV, млн. \$	7 046,5			
Добыча, млн. бнэ	362,1			
Запасы, млн. бнэ	11 769,0			
Количество акций, млн.	2 237,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 47. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Сильные финансовые показатели
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Компания находится под полным контролем ее руководства

Источник: оценки Альфа Банка

Наталья Сажина

(7 095) 795-3736

Ольга Филиппова

(7 095) 795-3735

Отрасль начали реформировать: пока все идет по плану

Классификация линий – необходимое условие для создания ФСК

Мосэнерго до 9 октября выплатит купон в размере \$6,5 млн

Энергетика

Сентябрь стал для электроэнергетики поистине судьбоносным месяцем: отрасль начали реформировать. В соответствии с планом мероприятий осуществляемых на первом этапе реструктуризации была создана «единая генерирующая компания в атомной энергетике» и осуществлено распределение акций компании-администратора торговой системы среди участников оптового рынка. Кроме того, РАО ЕЭС подготовила предложения об изменениях в Гражданском кодексе и Законе о регулировании тарифов. Официально эти предложения будут внесены в правительство в октябре. Оценивая ситуацию на данный момент, можно сказать, что реструктуризация идет по плану, «без сюрпризов».

Мы полагаем, что в начале октября правительство примет решение о классификации ЛЭП. На основании этого решения каждая из ныне действующих линий будет отнесена либо к магистральным, либо к распределительным сетям. Предполагается, что собственно линии электропередач (все ЛЭП напряжением свыше 220 кВ и часть линий напряжением 220 кВ) будут переданы Федеральной сетевой компании, которая должна быть создана к февралю 2002 г. На встрече с акционерами, состоявшейся 20 сентября, представители РАО ЕЭС отметили, что компания не собирается изымать безвозмездно такие ЛЭП у региональных энергопредприятий: эти линии могут быть выкуплены или обменены на другие активы, в частности, акции, долговые требования и т.д.

В конце сентября РАО ЕЭС наконец-то удалось заменить бывшего генерального директора Мосэнерго Александра Ремезова, отказавшегося покинуть кабинет и умудрившегося управлять компанией в течение более двух недель после снятия с должности. В конце концов его кресло занял бывший заместитель Аркадий Евстафьев, назначенный советом директоров Мосэнерго временно исполнять обязанности генерального директора. Совет определит в ближайшее время дату внеочередного собрания акционеров, на котором будет избран новый гендиректор. До 9 октября Мосэнерго должна выплатить \$6,5 млн в качестве купона по еврооблигациям. Погашение выпуска состоится через год – 9 октября 2002 г. До этого срока компании предстоит произвести платежи в погашение основной суммы долга в размере \$155 млн и еще трех купонов по \$6,5 млн каждый. Выкупать свои облигации Мосэнерго не собирается, да и нет смысла: доходность к погашению в настоящее время слишком низкая (10,5% на 24 сентября 2001 г.).

РАО ЕЭС
Илл. 48. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	13 001,3	14 122,0	14 619,4	15 582,9
ЕБИТДА, млн. \$	2 210,7	2 573,5	0,0	3 389,0
Чистая прибыль, млн. \$	443,6	558,4	756,9	847,5
P/E	7,9	6,3	4,6	4,1
EV/ЕБИТДА	2,0	1,7	92 234,7	1,3
Капитализация, млн. \$	3 554			
EV, млн. \$	4 423			
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
Сент 4	РАО ЕЭС создает комиссию по реструктуризации, включающую представителей миноритарных акционеров В то время как окончательное слово в отношении какого-либо конкретного решения будет не за комиссией, она, на наш взгляд, вряд ли будет играть важную роль. Тем не менее, комиссия может добиться лучшего предоставления информации в ходе реструктуризации.
Сент 5	Чистая выручка РАО ЕЭС по МСБУ за 2000 год соответствует нашим ожиданиям, а чистая прибыль в \$18 млн. ниже; мы поддерживаем рекомендацию ПОКУПАТЬ Операционные расходы почти на 7% превысили наш прогноз, в связи с чем операционная прибыль оказалась ниже наших ожиданий. Больше, чем мы ожидали, выросли резервы по сомнительным долгам, прочие операционные расходы, амортизация и иные (помимо налога на прибыль) налоговые отчисления. Однако это оказало еще и влияние на показатель ЕБИТДА. Этот показатель существенно превысил наш прогноз в связи с большими, чем ожидалось, амортизационными отчислениями (+27%). Прибыль до налогообложения ниже нашего прогноза в связи со значительными процентными выплатами, которые резко выросли на 4 квартал 2000 года.
Сент 5	Реформа электроэнергетики начинается с создания администратора торговой системы: концепция будет представлена к 15 сентября. Была создана группа во главе с вице-президентом Русала Александром Лившицем, которая доработает концепцию создания Администратора Торговой Системы и представит ее Виктору Христенко к 15 сентября. По плану реформы администратор оптового рынка должен быть создан участниками рынка в виде некоммерческой организации. Вместе с тем, в программе четко не расписано, каким образом и в какой степени каждый из участников рынка будет задействован в оперативном управлении АТС. Холдинг «Росэнергоатом» предложил ограничить долю каждого участника оптового рынка в капитале АТС двадцатью процентами. В целом АТС будет довольно влиятельной структурой
Сент 14	Доля РАО ЕЭС в администраторе торговой сети сократится с 80% до 50% или 25%, но без уменьшения поставок Концепция создания администратора торговой сети (АТС) должна быть представлена в правительство к 15 сентября. Сегодня Минэкономразвития проводит специальное заседание, на котором должны быть окончательно определены основные положения концепции. Согласно проекту концепции, доля каждого участника рынка не может превышать 25%. РАО ЕЭС претендует получить, по крайней мере, 50% в АТС.
Сент 20	Снят арест с пакета акций РАО ЕЭС в Мосэнерго, РАО может созвать собрание акционеров для избрания нового генерального директора. Одним из городских судов Москвы было отменено решение об аресте пакета акций РАО ЕЭС в Мосэнерго. Теперь РАО ЕЭС может созвать новое собрание акционеров для избрания генерального директора компании. Решение об отмене ареста акций не означает, однако, что РАО ЕЭС не должно московскому бюджету около \$135 млн. Мы полагаем, что кандидатура генерального директора Мосэнерго будет согласовываться РАО ЕЭС с московским правительством..
Сент 20	ЕЭС (ПОКУПАТЬ) представило детали по увеличению эффективности отрасли и урегулированию задолженности на первой стадии реформы (до 2004 года) Основными мерами по улучшению эффективности на первом этапе реформ (сентябрь 2001-март 2004) будут: <ul style="list-style-type: none"> • Сокращение расходов по ремонту (\$760 млн., или 7,4% от всех затрат в 2000 г.) • Постепенное сокращение численности работников (668 млн. человек работает в настоящее время в РАО ЕЭС и ее дочерних компаниях) Сокращение удельного расхода топлива на электроэнергию и тепло (в 1П2001 г. удельный расход топлива на электроэнергию составил 348,6 г/кВтч и на тепло – 149,4 кг/Гкал, что на 1,5% и 1,8% меньше, чем в 1П2000 г.)
Сент 24	50% пакет Администратора торговой системы (АТС), который получило РАО ЕЭС (ПОКУПАТЬ), сократится до 25% к 2002 г., а другие 25% перейдут к генерирующим компаниям Правительство провело заседание посвященное созданию АТС оптового рынка. РАО ЕЭС одержало небольшую победу: оно получило 50% пакет в АТС который будет регулировать торговую деятельность на оптовом рынке. Оппоненты РАО ЕЭС хотели ограничить участие компании 20%. Принимая во внимание текущие поставки РАО на оптовый рынок в размере 80% компания заслуживает больший пакет в АТС чем другие участники.

Источник: оценки Альфа Банка

Мосэнерго

Илл. 51. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 299,5	1 461,0	1 536,7	1 658,7
EBITDA, млн. \$	320,5	415,3	336,2	463,9
Чистая прибыль, млн. \$	11,6	80,3	96,9	145,3
P/E	73,4	10,6	8,8	5,9
EV/EBITDA	4,2	3,3	4,0	2,9
Капитализация, млн. \$	853,7			
EV, млн. \$	1 353,1			
Производство, ТВтч	68,9			
Мощность, ГВт	14,8			
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	События
------	---------

Сент 1	Внеочередное собрание акционеров Мосэнерго не состоялось, Чубайс должен согласовать с мэром Москвы Мы не исключаем, что неразбериха в администрации компании и неопределенность могут продлиться еще три месяца
Сент 10	Генеральный директор Мосэнерго продолжит руководить компанией, несмотря на то, что акционеры РАО ЕЭС проголосовали за его отставку На наш взгляд, в случае с Мосэнерго РАО ЕЭС (как и в случае с Новосибирскэнерго) столкнется с трудностями и, скорее всего, данная ситуация затянется на ближайшие три месяца. В конечном итоге, мы ожидаем, что РАО ЕЭС добьется избрания нового генерального директора
Сент 20	Конфликт между РАО ЕЭС (ПОКУПАТЬ) и Мосэнерго (ДЕРЖАТЬ) обостряется: последнее собирается сократить поставки электроэнергии в Белый Дом на 10% Мосэнерго заявило о намерении сократить поставки электроэнергии в Белый Дом на 10%. Белый Дом задолжал компании 1,7 млн. рублей (\$0,06 млн.), или 0,011% всей дебиторской задолженности Мосэнерго. Чрезвычайно низкая сумма долга свидетельствует о том, что решение Мосэнерго, скорее всего, продиктовано политическими, а не экономическими, соображениями.
Сент 21	Совет директоров Мосэнерго (ДЕРЖАТЬ) назначил и.о. генерального директора компании и на этой неделе должен назначить дату внеочередного собрания акционеров Однако беспорядок вокруг Мосэнерго продолжается. Александр Ремезов продолжает руководить компанией и непонятно будет ли позволено новому и.о. Аркадию Евстафьеву физически войти в здание сегодня.
Сент 24	Александр Ремезов ушел из Мосэнерго (ДЕРЖАТЬ); РАО ЕЭС должно договориться с московским правительством Аркадий Евстафьев смог пройти вчера в здание Мосэнерго и приступил к исполнению полномочий и.о. генерального директора компании. Ремезов был вынужден подписать приказ о передаче полномочий Евстафьеву.

Источник: оценки Альфа Банка

Ленэнерго

Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	543,7	633,5	705,2	782,8
EBITDA, млн. \$	96,9	128,0	40,6	44,4
Чистая прибыль, млн. \$	29,2	50,8	69,7	89,2
P/E	6,3	3,6	2,6	2,1
EV/EBITDA	2,4	1,8	5,7	5,2
Капитализация, млн. \$	202,2			
EV, млн. \$	230,4			
Производство, ТВтч	7,9			
Мощность, ГВт	5,3			
Количество акций, млн.	897,3			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 55. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Значительная доля принадлежит стратегическим иностранным инвесторам 14%
- Новая профессиональная и достаточно эффективная команда менеджеров

Слабые стороны

- 34% электричества и 73% тепла поставляются субсидируемым потребителям

Возможности

- Потенциал развития экспорта (Финляндия и Нордпул) за счет географического положения

Угрозы

- Может потерять 40% генерирующих мощностей если РАО ЕЭС прекратит аренду

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 56. Ключевые события

Дата	Событие
------	---------

Сент 12	Ленэнерго не удалось конвертировать 10% своих акций в АДР 1 уровня, выпуск АДР 2 уровня скорее всего будет отложен.
Сент 18	Ленэнерго произвело обмен долга на активы с местными поставщиками тепла. Ленэнерго урегулировало долг администрации МО «Всеволожский район». Согласно подписанному вчера соглашению, Ленэнерго получило ряд теплосетей района в обмен на долг муниципального бюджета в 11 млн. рублей (\$35 тыс.). Также вчера были повышены тарифы на тепло в данном регионе.

Источник: оценки Альфа Банка

Иркутскэнерго

Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	323,5	352,7	379,1	418,0
EBITDA, млн. \$	76,0	95,4	114,8	132,3
Чистая прибыль, млн. \$	-42,4	-17,0	17,9	35,7
P/E	-9,0	-22,4	21,3	10,7
EV/EBITDA	5,8	4,6	3,8	3,3
Капитализация, млн. \$	381,4			
EV, млн. \$	437,9			
Производство, ТВтч	53,8			
Мощность, ГВт	12,9			
Количество акций, млн.	4 767,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 58. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Перераспределение собственности в пользу группы алюминиевых компаний

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 59. Ключевые события

Дата	Событие
------	---------

Сент 19	Тарифы, предлагаемые акционерами Иркутскэнерго, увеличили бы продажи на 65%, но они имеют небольшой шанс быть принятыми. Акционеры компании предлагают принципиально иную схему формирования тарифов, чем та, которая действует сейчас во всех региональных компаниях
---------	---

Источник: оценки Альфа Банка

Андрей Богданов

(7 095) 795-3613

Елена Роговина

(7 095) 795-3742

В конце октября в региональных компаниях связи Поволжья пройдут внеочередные собрания акционеров

Телекоммуникации

В конце октября в региональных компаниях связи Поволжья пройдут внеочередные собрания акционеров: на голосование будет поставлен вопрос об утверждении объединения с компанией Нижегородсвязь-информ, предусматривающего конвертацию акций на базе коэффициентов, объявленных Гамма Групп.

По оценкам Гамма Групп (а также нашим собственным расчетам), доля компаний-участниц будущей Поволжской межрегиональной телекоммуникационной компании в рыночной капитализации последней составляют:

Илл. 60. Доля компаний-участниц будущей Поволжской МТК

Компания	Код акции	Фактическая доля в рын. капитализации *, %	Расчетная доля в рын. капитализации, %	Превышение/Занижение, %
Нижегород СИ	NNSI	36,2	36,5	1
Самара СИ	SVLN	19,1	20,5	7
Оренбург ЭС	ESOB	9,6	8,7	-9
Саратов ЭС	SRES	9,7	10,7	10
Удмурттелеком	UDTL	7,9	9,0	15
Киров ЭС	ESKI	4,6	5,2	12
Мартелком	MRTL	2,7	2,0	-26
Мордовия СИ	SVRM	2,5	1,9	-23
Пенза СИ	SVPN	2,4	2,5	2
Ульяновск СИ	ESUL	2,7	3,0	12

Примечание: * - рыночная капитализация рассчитана на базе средней рыночной цены

Источники: РТС, Гамма Групп, оценка Альфа Банка



Как видно из приведенной выше таблицы, коэффициенты обмена установлены таким образом, что в настоящее время ни у одного из региональных операторов нет существенного резерва для увеличения доли в совокупной капитализации будущей объединенной компании.

Мы полагаем, что события будут развиваться по сценарию Уральской региональной компании: операторы утвердят условия слияния. Создание объединенной Поволжской региональной телекоммуникационной компании планируется завершить к декабрю 2002 г.

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 61. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	144,3	180,2	199,1	222,6
EBITDA, млн. \$	20,9	28,1	43,9	64,6
Чистая прибыль, млн. \$	(6,1)	4,3	9,6	17,3
P/E	(28,3)	40,7	18,0	10,0
EV/EBITDA	7,5	5,6	3,6	2,4
Капитализация, млн. \$	173,4			
EV, млн. \$	156,9			
Кол-во акций, млн.	24,1			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 62. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Значительный объем наличности
- Предоставляет полный набор телекоммуникационных и Интернет услуг
- Приход Альфа Груп как стратегического инвестора

Слабые стороны

- Отсутствие привлекательных активов мобильной связи

Возможности

- Приобретение 50% компании Совинтел у Ростелекома
- Экономия на масштабе на рынке интернет-провайдеров

Угрозы

- Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 63. Ключевые события

Дата	Событие
------	---------

Сент 12	Поглощение ADS укрепляет позицию Golden Telecom на рынке Нижнего Новгорода Посредством этой сделки, Golden Telecom обеспечил себе полный набор операций в Нижнем Новгороде, включая услуги местной и дальней связи, а также предоставления доступа в Интернет и передачи данных.
---------	--

Источник: оценки Альфа Банка

МТС

Илл. 64. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	830,3	1 106,6	1 324,2	1 522,7
EBITDA, млн. \$	359,1	509,1	621,0	734,6
Чистая прибыль, млн. \$	116,3	155,9	205,8	253,1
P/E	21,1	15,7	11,9	9,7
EV/EBITDA	7,3	5,2	4,2	3,6
Капитализация, млн. \$	2 451,8			
EV, млн. \$	2 629,4			
Число абонентов, '000	2 492,3			
Кол-во акций, млн.	99,7			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 65. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Чрезвычайно прочное финансовое положение
- Выход на С.Петербургский рынок сотовой связи

Слабые стороны

- Незначительное количество акций в свободном обращении

Возможности

- Рост компании вследствие роста объема услуг Интернет и передачи данных

Угрозы

- Потерять преимущество по оплате интерконнекта ниже рыночных тарифов

Источник: оценки Альфа Банка

ВымпелКом

Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	402,1	533,4	666,8	786,2
EBITDA, млн. \$	137,9	230,1	298,0	367,1
Чистая прибыль, млн. \$	32,6	57,4	58,6	78,2
P/E	26,2	14,9	14,6	10,9
EV/EBITDA	6,3	3,7	2,9	2,4
Капитализация, млн. \$	855,0			
EV, млн. \$	862,8			
Число абонентов, '000	959,8			
Кол-во акций, млн.	53,8			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 67. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Наиболее привлекательные тарифы
- Приход Альфа Групп в качестве стратегического инвестора

Слабые стороны

- Высокая доля дешевых контрактов

Возможности

- Уменьшить плату за интерконнект в связи со структурными изменениями на московском рынке связи

Угрозы

- Прибыль компании может снизиться в результате нового раунда ценовой войны
- Отсутствие участия в стратегическом рынке Санкт-Петербурга

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 68. Ключевые события

Дата	Событие
Сент 6	Государство будет искать стратегического инвестора для межрегиональных телекомов, а ВымпелКом, вероятно, получит GSM лицензию в Санкт Петербурге. Это первый раз, когда Рейман официально выразил мнение относительно шансов ВымпелКома на получение лицензии в Санкт Петербурге.

Источник: оценки Альфа Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	238,4	213,3	218,1	219,3
EBITDA, млн. \$	137,1	99,5	103,6	103,3
Чистая прибыль, млн. \$	38,7	23,1	33,3	36,7
P/E	11,8	19,7	13,7	12,4
EV/EBITDA	4,5	6,3	6,0	6,0
Капитализация, млн. \$	474,2			
EV, млн. \$	622,9			
Используется линий, '000	153,5			
Кол-во акций, млн.	95,8			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 70. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Относительно ликвидная региональная компания

Слабые стороны

- Одни из наиболее устаревших региональных сетей
- Сильная оппозиция росту тарифов и введению поминутной тарификации

Возможности

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

Угрозы

- Весьма ограниченное участие в VAS в Москве
- Погашение значительного долга в 2002 г.

Источник: оценки Альфа Банка

Ростелеком

Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	837,3	829,3	711,6	722,6
EBITDA, млн. \$	301,2	309,4	242,9	260,9
Чистая прибыль, млн. \$	36,5	57,2	27,0	48,5
P/E	10,4	6,7	14,1	7,9
EV/EBITDA	2,1	2,0	2,6	2,4
Капитализация, млн. \$	439,9			
EV, млн. \$	632,9			
Кол-во акций, млн.	971,6			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 72. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2003 г.
- Обладает инфраструктурой национального значения

Слабые стороны

- Бизнес не диверсифицирован
- Значительный объем долга

Возможности

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

Угрозы

- Консолидация региональных компаний связи
- Значительная девальвация рубля

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 73. Ключевые события
Дата Событие

Сент. 4	Ростелеком продаст свои доли в МСС и Телмосе за \$32-37 млн. Мы считаем, что выход из МСС будет правильной стратегией для Ростелекома, так как участие в компании практически не приносило Ростелекому дополнительных доходов. Средства, полученные от продажи могут быть с большей пользой использованы в других областях деятельности компании.
Сент 7	Реструктуризация \$120 млн. долга Ростелекома компании РТК-Лизинг уменьшит леверидж Ростелекома Задолженность Ростелекома перед РТК-Лизинг очень высока – согласно представителю компании, сейчас она находится на уровне приблизительно \$9-10 млрд (\$305-340 млн.)- будет реструктурирована. В результате, платежи Ростелекома в 2001-2005 годах сократятся на \$120 млн., которые будут заплачены после 2005 года, предположительно, в течение пяти-семи летнего периода.
Сент 20	Ростелеком заработает \$2-3 млн на продаже 40% Телмоса холдингу АФК Система. В результате этой сделки, АФК Система и МГТС будут владеть 40% Телмоса каждая, а 20% останутся у Ростелекома.

Источник: оценки Альфа Банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-3736

Регистрация результатов обмена акций «Норильского никеля» приведет к повышению ликвидности бумаг

Северсталь: цель – получить контроль над ОАО «Кузбассуголь»

Металлургия

17 сентября ГК «Норильский никель» представил в ФКЦБ отчет о результатах обмена акций. Несмотря на то, что комиссия не раз заявляла о намерении оспорить в суде законность программы реструктуризации компании, мы не думаем, что при регистрации данного отчета могут возникнуть какие-либо проблемы. Обычно регистрация занимает от 2 до 4 недель, поэтому можно ожидать, что к началу октября новая эмиссия получит законный статус. Регистрация результатов обмена акций существенно повысит ликвидность акций, т.к. у инвесторов появится возможность осуществлять сделки с новыми акциями ГК на РТС. В настоящее же время торгуются лишь АДР «Норильского никеля» (в них было конвертировано примерно 17,5% акций компании).

В сентябре состоялся первый аукцион по продаже акций ОАО «Кузбассуголь» (на продажу были выставлены 39,73% акций компаний). Одним из победителей вполне могла стать Северсталь. Если это действительно так, то компания скорее всего примет участие во втором аукционе (по продаже остальных 40% акций) с тем, чтобы сосредоточить в своих руках контрольный пакет Кузбассуголя. Результаты второго аукциона будут оглашены 8 октября. Контрольный пакет в ОАО «Кузбассуголь» позволит Северстали обеспечить бесперебойность поставок угля. Проблема однако заключается в том, что судя по результатам первого аукциона (расчетный коэффициент P/S по Кузбассуголю составляет 1,2), данное приобретение будет для Северстали слишком дорогим удовольствием.

Норильский Никель

Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 546,6	4 382,4	4 467,4	4 495,9
ЕБИТДА, млн. \$	1 960,4	1 744,6	1 865,2	1 859,6
Чистая прибыль, млн. \$	1 072,2	874,8	1 064,5	1 015,3
P/E	2,1	2,5	2,1	2,2
EV/ЕБИТДА	1,2	1,4	1,3	1,3
Капитализация, млн. \$	2 376,1			
EV, млн. \$	2 376,1			
Кол-во акций, млн.	189,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 75. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Диверсифицированная экспортная выручка
- Высокая ликвидность по сравнению с другими компаниями этого сектора

Слабые стороны

- Низкий технологический уровень по сравнению с западными компаниями
- Социальные расходы превышают 100 млн.долл. в мес.

Возможности

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

Угрозы

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

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 76. Ключевые события

Дата	Событие
Сент 3	Своевременная реализация проекта на сумму \$130 млн. позволит Норильскому Никелю сохранить свои конкурентные преимущества. Норильский Никель и финская компания Outokumpu собираются подписать окончательное соглашение по строительству нового обогатительного завода в Норильске
Сент 4	Норильский Никель заплатит промежуточные дивиденды в размере 2,2% от чистой прибыли. В целом, дивидендные выплаты составят \$11 млн., или на 9% больше, чем общая сумма дивидендов за 2000 г. Однако их доля в прибыли по-прежнему останется низкой – всего около 2,2% за 1П2001 г. (0,7% за весь 2000 г.).
Сент 12	Выручка ГМК Норильский Никель за первое полугодие 2001 года выросла на 8% благодаря высоким ценам на металлы платиновой группы. Финансовые результаты ГМК Норильский Никель соответствуют нашим ожиданиям. Согласно нашему прогнозу, снижение цен на МПГ и никель в 2П01г. должно привести к снижению консолидированной выручки (МСБУ) Норильского Никеля на 9% до 4,5 млрд. долларов, а чистой прибыли на 28% до 1,1 млрд. долларов. Мы поддерживаем свою рекомендацию ПОКУПАТЬ акции ГМК Норильский Никель.
Сент 21	Норильский Никель ожидает квоты на экспорт платины, сроком на 5 лет, что приведет к стабилизации цен. Мы считаем, что Норильский Никель сможет получить пятилетнюю квоту на экспорт платины, хотя согласование этого вопроса займет существенное время.

Источник: оценки Альфа Банка

Северсталь

Илл. 77. 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	4,7	4,4	1,7	6,1
EV/EBITDA	2,1	2,0	1,0	2,5
Капитализация, млн. \$	805,7			
EV, млн. \$	805,7			
Производство, млн. тонн	8,0			
Кол-во акций, млн.	22,1			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 78. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Прочное финансовое положение, норма чистой прибыли (МСБУ) в 2000 г. - 22% Профессиональная команда руководства
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении – около 6% Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Проект "Альянс-1420" по производству труб большого диаметра \$160 млн. СП с Usinor по производству оцинкованной стали
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Введение дополнительных ограничений на экспорт Ухудшение условий поставки сырья - угля и руды

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 79. Ключевые события

Дата	Событие
Сент 25	Цена контрольного пакета компании Кузбассуголь превысит \$110 млн. для Северстали. Столь высокая цена продажи объясняется большим интересом к Кузбассуголю со стороны ряда производителей стали, включая Северсталь, ММК и Евроазхолдинг.

Источник: оценки Альфа Банка

Максим Матвеев, CFA

(7 095) 795-3736

В сентябре группа «Уралмаш-Ижора» успешно разместила облигации на сумму 390 млн руб.

Машиностроение и автомобилестроение

В сентябре группа «Уралмаш-Ижора» успешно разместила облигации на сумму 390 млн руб. (\$13,4 млн) со сроком обращения 900 дней. Размер ставки купонного дохода, определенной в ходе аукциона, составил 20,85%. В октябре компания разместит еще один облигационный выпуск с аналогичными параметрами. После размещения облигаций совокупный долг компании возрастет до \$55 млн (коэффициент «собственные средства/заемные средства» увеличится с 0,46 до 0,51). Финансирование за счет заемных средств позволит компании реализовать программу модернизации оборудования стоимостью \$140 млн. Собственные же средства группы будут направлены на приобретение новых компаний.

Уралмаш-Ижора

Илл. 80. 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	3,8	3,3	3,2	2,5
EV/EBITDA	1,8	1,5	1,5	1,2
Капитализация, млн. \$	99,0			
EV, млн. \$	99,0			
Кол-во акций, млн.	38,1			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 81. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 82. Ключевые события

Дата	Событие
14 сентября	<p>Группа «Уралмаш-Ижора» достигла уровня безубыточности в 2000 г. по GAAP США; резкий рост выручки в 1-м полугодии 2001 г. Уралмаш-Ижора не предоставляла финансовую отчетность по иностранным стандартам с 1998 г., таким образом, публикация результатов компании по стандартам GAAP США за 1999-2000 гг. уже давно ожидалась. На наш взгляд, результаты не показали каких-либо значительных недостатков в финансовом состоянии компании, и основные отличия между РСБУ и GAAP могут быть отнесены на различия в системах учета. Чистая прибыль компании, близкая к нулю, соответствует нашим ожиданиям.</p> <p>Согласно финансовым результатам группы за 1-е полугодие 2001 г., выручка выросла на 26,1% до \$140 млн. Мы ожидаем, что компания продолжит увеличивать выручку и во второй половине 2001 г., в то время как практически закончено осуществление крупных экспортных контрактов. Однако эти результаты также предполагают, что компания не сможет достичь своего годового плана по выручке. В это связи мы понижаем наш прогноз выручки по группе «Уралмаш-Ижора» за 2001 г. на 7% до \$353 млн.</p> <p>На ожиданиях увеличения заказов компании и устранения узких мест в организации производства нефтяного оборудования, мы подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Уралмаш-Ижора.</p>

Источник: оценки Альфа Банка

Мария Чечурина
(7 095) 795-3735

Пищевая промышленность и розничная торговля

Несмотря на неплохие результаты по итогам 6 месяцев 2001 г., акции Сан Интербрю упали на 29%

6 сентября вторая по величине пивоваренная компания России – Сан Интербрю – опубликовала отчет о результатах деятельности за 6 месяцев 2001 г. Как мы и ожидали, во 2-м кв. текущего года компании удалось получить чистую прибыль (\$7,7) и заметно повысить рентабельность. Несмотря на этот довольно высокий для компании результат, ее акции класса В упали на 29% в условиях всеобщего обвала фондовых рынков в результате терактов в США. Из-за низкой ликвидности цена акции Сан Интербрю снижалась быстрее, чем индекс РТС.

Рекомендация СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА по акциям Сан Интербрю сохраняется

Вместе с тем мы полагаем, что акции компании не теряют инвестиционной привлекательности и могут существенно вырасти после восстановления нормальной деловой активности. Подтверждаем рекомендацию СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА по акциям Сан Интербрю.

Предстоящий «сплит» акций Балтики будет способствовать росту их ликвидности

В октябре должны возобновиться торги по обыкновенным и привилегированным акциям Балтики. Операции с ними были приостановлены 18 сентября в связи с подготовкой к регистрации дробления акций в соотношении 1:80.

Включение акций Балтики в котировальный список РТС и предстоящий «сплит» будут способствовать повышению ликвидности бумаг компании. Следует отметить, что для существенного роста ликвидности необходимо резко увеличить число акций в свободном обращении.

Результаты за 3-й кв. будут, как всегда, хорошими

20 октября Балтика опубликует отчет за 3-й кв. и 9 месяцев 2001 г. Учитывая высокие показатели, достигнутые во 2-м кв. текущего года, можно предположить, что в 3-м кв. каких-либо неприятных сюрпризов не будет (тем более, что в летний период объем реализации у пивоваренных компаний обычно увеличивается).

Пищевая промышленность

Балтика

Илл. 83. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	310,80	387,11	471,88	558,94
EBITDA, млн. \$	134,27	178,07	210,86	249,82
Чистая прибыль, млн. \$	83,36	112,87	113,50	132,46
P/E	5,78	4,27	4,25	3,64
EV/EBITDA	4,04	3,05	2,57	2,17
Капитализация, млн. \$	525,7			
EV, млн. \$	542,2			
Производство, млн. гл	12,6			
Кол-во акций, млн.	1,5			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 84. 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
- Торгуется в ОТС, 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

Илл. 85. Ключевые события

Дата	Событие
Сентябрь 19	Торги акциями Балтики в РТС приостановлены до завершения регистрации их дробления. Вчера была приостановлена торговля обыкновенными и привилегированными акциями Балтики на время регистрации сплита. После регистрации одна обыкновенная и привилегированная акция, номиналом в 80 рублей, будет разбита на 80 акций, номиналом 1 рубль. Мы считаем, что сплит улучшит ликвидность акций Балтики, которые станут доступны для большего числа инвесторов, включая мелких. Более значительное улучшение ликвидности может быть достигнуто только посредством увеличения числа акций в свободном обращении (6-8% в настоящее время).

Источник: оценки Альфа Банка

Сан Интербрю

Илл. 86. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	261,44	380,17	480,91	576,61
EBITDA, млн. \$	72,42	87,44	110,75	133,83
Чистая прибыль, млн. \$	18,97	20,58	29,17	35,81
P/E	3,81	3,51	2,48	2,02
EV/EBITDA	3,57	2,96	2,34	1,93
Капитализация, млн. \$	243,3			
EV, млн. \$	258,8			
Производство, млн. гл	10,1			
Кол-во акций, млн.	81,3			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 87. 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

- 13%-ный ожидаемый рост потребления пива в 2001 в России и 16%-ный на Украине
- Программа фокусировки продаж на основных марках обеспечит рост выручки

Угрозы

- Прибыль может снизиться вследствие приобретения пивоваренной компании Рогань

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 88. Ключевые события

Дата	Событие
Сентябрь 7	<p>Норма операционной прибыли Сан Интербрю выросла до 12,3% в 1П2001; мы подтверждаем рекомендацию Спекулятивная ПОКУПКА.</p> <p>Объем продаж Сан Интербрю в 1 полугодии 2001 года (включая безалкогольные напитки) составил 6,1 млн гкл, что на 30% выше, чем в 1 полугодии 2000 года. Объем продаж пива в 1 полугодии 2001 года вырос на 12% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года до 5,3 млн гкл. Рост объема продаж пива был в первую очередь связан с введением новых мощностей на Клинском пивоваренном заводе компании.</p> <p>Цены выросли только на 6% по сравнению с 1 полугодием прошлого года, что стало следствием увеличения доли продаж на Украине в общем объеме продаж Сан Интербрю, где цены заметно ниже, чем в России. В результате выручка компании выросла на 37% до \$158,3 млн. Несмотря на то, что рост выручки был ниже ожидаемого, компании удалось существенно повысить доходность операций, и полученные прибыли в целом соответствуют ожидаемым. Так, норма операционной прибыли достигла 12,3% в 1 полугодии 2001 года по сравнению с 7,0% в 1 полугодии 2000 года и 7,7% в первом квартале этого года, и прибыль после реализации выросла более чем в два раза до \$19,5 млн. Как мы и ожидали, после чистого убытка в \$0,6 млн в первом квартале этого года компания заработала \$7,7 млн во втором квартале, а норма чистой прибыли в 1 полугодии 2001 года достигла 4,5%.</p> <p>Мы ожидаем, что повышение рентабельности бизнеса компании продолжится в течение этого года, так как существует возможность поднять цены на ключевые брэнды компании, которые активно рекламируются, и, кроме того, Сан Интербрю в данный момент фокусирует усилия на улучшении структуры сбыта продукции. Все это должно привести к росту нормы прибыли после реализации до 13,6% к концу этого года. Норма чистой прибыли по нашим оценкам увеличится до 6,3%.</p>
Сентябрь 19	<p>Продажа пивзавода Крым не изменяет нашей расчетной цены \$6,3 на акции Сан Интербрю.</p> <p>Вчера Сан Интербрю объявила о том, что достигнуто соглашение с Донецким пивзаводом о продаже ему 83,98% украинского пивзавода Крым, принадлежащих Сан Интербрю. Требование продать акции пивзавода Крым было выдвинуто антимонопольным комитетом Украины в декабре 2000 года в обмен на разрешение Сан Интербрю купить 82% акций второго по величине пивзавода на Украине Рогань. Продажа будет осуществлена до конца этого года.</p> <p>По нашим оценкам, Сан Интербрю вложила в пивзавод Крым \$20-25 миллионов (покупка акций и инвестиции в модернизацию и расширение мощностей). После продажи завода доля компании на рынке Украины сократится на 2% до 31,9%. Донецкий пивзавод является пятым по мощности на Украине и контролирует около 8% рынка.</p> <p>Так как о продаже завода было известно раньше, мы учитывали это в нашей модели. Мы считаем, что с тремя оставшимися заводами компании удастся поддерживать долю рынка на Украине в 31-33% и подтверждаем нашу рекомендацию Спекулятивная ПОКУПКА на акции Сан Интербрю.</p>

Источник: оценки Альфа Банка

Розничная торговля

ГУМ

Илл. 89. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001П	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	84,93	94,44	106,58	117,77
EBITDA, млн. \$	17,82	19,93	23,02	25,32
Чистая прибыль, млн. \$	14,06	15,72	18,11	19,92
P/E	4,70	4,20	3,64	3,31
EV/EBITDA	3,72	3,32	2,88	2,62
Капитализация, млн. \$	66,0			
EV, млн. \$	66,2			
Кол-во акций, млн.	60,0			

Источники: оценки Альфа Банка

Илл. 90. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Наиболее известное российское предприятие розничной торговли Удачное местоположение
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Зависимость от доходов потребителей, которые в данное время достаточно низки Отсутствие внешних источников финансирования
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Рост доходов российских потребителей Интернет проект обеспечит дополнительный приток выручки
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Ужесточение конкуренции, особенно в центре Москвы

Источники: оценки Альфа Банка

Людмила Храпченко
(7 095) 795-3743

Ценные бумаги с фиксированной доходностью

Оксана Клыпина
(7 095) 795-3743

**Резкий рост цен на
рынке долговых бумаг
в начале сентября**

□ В течение первой декады сентября российский рынок долговых бумаг быстро набирал темп: цены облигаций достигли небывалого уровня (на 1-4% выше цены, зафиксированной в июне этого года). Такой рост стал результатом как высоких макроэкономических показателей России, так и отсутствия негативных событий за рубежом. Во-первых, агентство Moody's повысило российский рейтинг по еврооблигациям до «B2» (прежнее значение – «B3») с одновременным изменением прогноза практически по всем суверенным долговым инструментам до «положительного». Во-вторых, наметились позитивные сдвиги в экономике стран Латинской Америки. Улучшение ситуации со сбором налогов в Аргентине (поступления росли быстрее, чем ожидалось), а также повышение агентством Moody's прогноза по рейтингу Мексики до «положительного» привели к резкому скачку цен.

**Рост цен был прерван
терактами в США**

Произошедшие 11 сентября теракты в США дестабилизировали все финансовые рынки, в т.ч. и долговых бумаг: упомянутая выше повышательная тенденция сменилась на противоположную. В течение двух дней после возобновления торгов на Уолл-Стрите цены на развивающихся рынках стремительно падали. Массовый сброс высокорисковых инструментов инвестиционными и страховыми компаниями в целях покрытия огромных убытков (по оценкам агентства S&P, общий размер потерь составил \$17,5 млрд) спровоцировал снижение цен. Больше других пострадали Аргентина и Турция: резкое удорожание стоимости заемных средств в результате повышения инвестиционного риска затруднило доступ к источникам капитала на мировом финансовом рынке. Более того, Соединенные Штаты дали понять, что финансовые проблемы Аргентины, возможно, были бы уже решены, если бы прямое финансирование было вовремя заменено механизмами управления долгом. Фактически это означает, что оказание помощи проблемным странам уже не является первоочередной задачей американской внешней политики. Таким образом, в будущем этим странам вряд ли стоит рассчитывать на получение крупных кредитов по линии международных финансовых организаций.

**Россия, вероятно,
будет опережать
другие развивающиеся
рынки...**

В сложившихся условиях своего рода «тихой гаванью» может стать Россия. Цены на российские бумаги снизились с недавних максимальных значений не более чем на 2-6%. Изменения котировок ОВГВЗ были скорее индикативными из-за больших спредов и низкой активности (после терактов в США активность в этом сегменте рынка пока еще не вошла в прежнее русло). Относительная невосприимчивость российских еврооблигаций к последним потрясениям на рынке объясняется также и резко подскочившими сразу же после терактов ценами на нефть (\$31 за баррель). Кроме того, упрощение доступа резидентов к внутреннему рынку долговых инструментов делает последний более независимым от понижающей динамики зарубежных рынков и повышает ликвидность. До конца года должно быть погашено облигаций приблизительно на \$15 млрд, и мы полагаем, что хотя бы часть этих средств будет реинвестирована в российские долговые бумаги. Все вышесказанное позволяет предположить, что с точки зрения показателей рынка долговых инструментов Россия будет опережать другие развивающиеся рынки.

**...однако есть
опасность
кратковременного
падения цен**

Вместе с тем следует отметить, что в ближайшее время цены российских облигаций могут снизиться, т.к., во-первых, предыдущее падение не было столь сильным, а, во-вторых, резко снизились цены на нефть. Исходя из этого, в краткосрочном плане мы рекомендуем инвесторам продавать выпуски с погашением в 2005-2030 гг., учитывая при этом, что уровень поддержки будет достигнут после падения цен на 8-10%. В



долгосрочном плане ключевым индикатором для российского рынка облигаций будет цена на нефть. Если она будет продолжать падать (с начала месяца цена сорта Urals упала на 23,5%, а после терактов одномоментно снизилась на 30%) и достигнет отметки \$18,5 за баррель (Urals), понижательная тенденция на российском рынке долговых бумаг сохранится.

Илл. 91. Динамика валютных облигаций, за месяц, на 26 сентября

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 4	14.05.03	84,75	0,00	14,1	3,54	1,40
Минфин 5	14.05.08	49,00	-0,25	16,0	6,12	4,93
Минфин 6	14.05.06	60,00	-2,24	15,8	5,00	3,66
Минфин 7	14.05.11	39,13	-2,19	15,6	7,67	6,45
Минфин 8	14.11.07	50,13	0,00	17,3	5,99	4,42
Еврооблигации						
Евро-01	27.11.01	100,50	-0,25	6,1	9,20	0,16
Евро-03	10.06.03	103,63	-0,84	9,4	11,34	1,48
Евро-05	24.07.05	92,13	-1,86	11,3	9,50	3,09
Евро-07	26.06.07	88,25	-2,75	13,0	11,33	4,04
Евро-10	31.03.10	75,38	-3,52	14,2	10,95	0,14
Евро-18	24.07.18	87,50	-1,96	12,8	12,57	6,87
Евро-28	24.06.28	97,13	-2,88	13,1	13,13	7,15
Евро-30	31.03.30	44,75	-6,04	15,8	11,17	0,16
Муниципальные облигации						
Ст-Петербург	18.06.02	100,31	1,33	9,0	9,47	0,67
Ниж.Нов	10.03.02	71,00	0,71	26,2	4,31	0,26
Ямало-Ненец. АО	15.12.02	84,00	0,00	14,9	11,31	0,12
Корпоративные облигации						
Татнефть	29.10.02	97,50	0,52	11,5	9,23	0,97
Мосэнерго	09.10.02	98,00	1,29	10,5	8,55	0,93

Источники: Рейтер, оценки Альфа Банка

Илл. 92. Ключевые события

Дата	Событие, комментарий
5 сентября	Агентство Moody's повысило рейтинг российских еврооблигаций до «В2» с «В3», прогноз «положительный». Полученный прогноз распространяется на потолок суверенного рейтинга (в настоящий момент «В2»), еврооблигации и облигации в иностранной валюте («В2»), банковские депозиты в иностранной валюте («В3»), облигации федерального займа («В3»), а также ОВГВЗ 4-5 и 6-7 траншей («СааЗ» и «ВЗ» соответственно). «Положительный» прогноз по всем российским суверенным инструментам (кроме ОВГВЗ-8) предполагает возможное повышение рейтинга в следующем году. Полученные рейтинг и прогноз стали благоприятной новостью для рынка и стимулировали рост цен.
9 сентября	Минфин предложил ЦБ либерализовать операции резидентов РФ с еврооблигациями. Результатом либерализации станет большая ликвидность и прозрачность российского долгового рынка. Кроме этого, подобная мера снизит его зависимость от событий, происходящих на других развивающихся рынках, особенно в Аргентине.
11 сентября	Терракты в США привели к дестабилизации мировых финансовых рынков. Основными последствиями терактов стали: (1) интенсивные продажи рискованных инструментов многими инвесторами, особенно страховыми компаниями, с целью покрытия убытков; (2) сокращение финансовой поддержки проблемным странам со стороны США; (3) усиление опасений рецессии в мировой экономике.
17 сентября	Решение ФРС США снизить процентные ставки на 50 б.п. было направлено на предотвращение обвала на мировых финансовых рынках. Значительное снижение произошло как на фондовых (в частности, индекс Dow Jones упал на 7,1%), так и на долговых рынках (особенно в Турции и Аргентине). Российские валютные облигации, тем не менее, остались сравнительно устойчивыми, продемонстрировав смешанное изменение цен.
20 сентября	Проведение валютного аукциона для нерезидентов (максимальная сумма продажи валюты - \$50 млн). Премия к рыночному курсу составила 6%. Увеличение спроса на валюту произошло в связи с наличием достаточного объема рублевых средств после погашения ОФЗ-ПД 25023 (на сумму около 15 млн), значительная доля которого принадлежала нерезидентам. Кроме этого, низкий уровень доходности на рынке ГКО-ОФЗ стал причиной непривлекательности инвестиций в рублевые гособлигации.
21 сентября	Секретарь Казначейства США Пол О'Нил подтвердил, что в будущем США станет уделять меньше внимания проблемным странам. Более того, он подчеркнул, что в настоящий момент помощь Аргентине не является приоритетным направлением внешней политики США. Это заявление усугубило неблагоприятные ожидания инвесторов.
24 сентября	Цены на нефть резко снизились. Цена закрытия Urals на нефтяной бирже в Лондоне (\$19.6/bbl) достигла самого низкого уровня с августа 1999. Brent упала на 15.6% в течение дня. Резкое снижение нефтяных цен стало очень неблагоприятной новостью для российского долгового рынка и может заставить инвестором пересмотреть структуры своих инвестиционных портфелей не в пользу России.

Источник: оценки Альфа Банка

Владимир Кравчук
(7 095) 795-3742

Технический анализ

Индекс РТС: сильный медвежий тренд

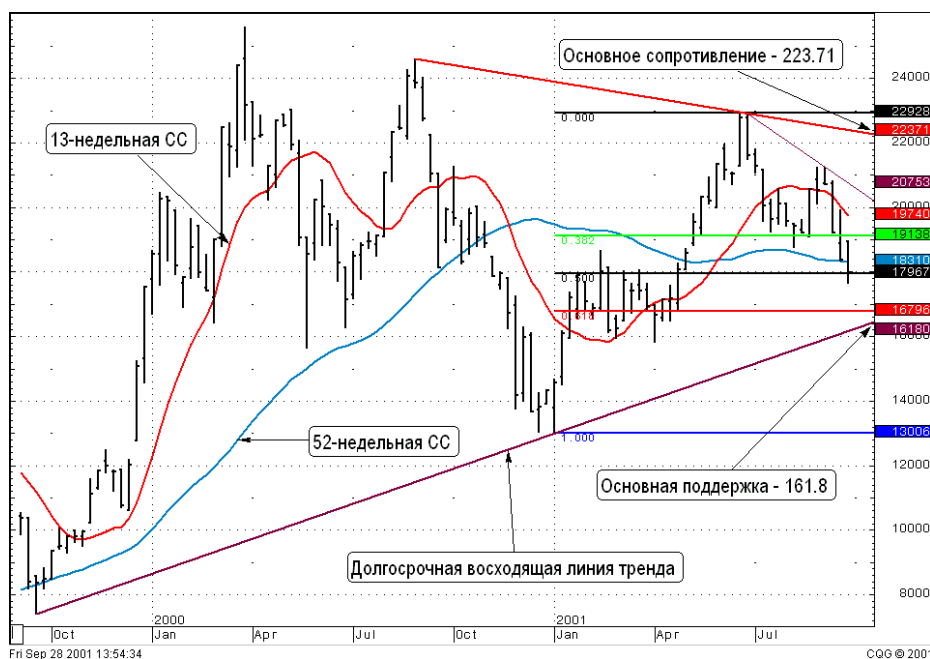
Илл. 93. Индекс РТС – Основные технические индикаторы, 27 сентября 2001 г.

Индекс	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапаз. недели (17-23 сентября)			
		Краткосрочный	Долгосрочный	С4	С3	С2	С1	П1	П2	П3	П4
РТС	Покупать на «нырке»	167-	Нисходящий (медвежий)	Нисходящий (медвежий)	183,04	52-недельная СС	167,96	61,8% кор. Фибоначчи	Основной	Откр.	188,90
		162			197,19					13-недельная СС	161,80
	Расчетный уровень	200		200,00	Психологический	158,28	Минимум 4 апреля	Минимум 3 января	Закр.	Мин.	183,57
			223,71	Основной						130,06	Макс.

Источник: оценка Альфа Банка

- В ближайшие одну-две недели мы ожидаем бычью коррекцию на РТС до уровня 185-190.
- Мы полагаем, что при самом неблагоприятном сценарии индекс РТС может достичь уровня основной поддержки 162 в октябре-ноябре 2001 года.

Илл. 94. Индекс РТС – Основные технические индикаторы по состоянию на 28 сентября 2001 г.



Источник: CQG, оценка Альфа Банка

Краткосрочный тренд и циклы

Краткосрочный тренд на рынке РТС все еще медвежий, но уже есть несколько бычьих сигналов

Нисходящая медленная линия в верхней части Илл. 95 указывает на то, что краткосрочный тренд на рынке РТС в настоящее время является медвежьим. Однако наблюдаются несколько бычьих сигналов, а именно: линии быстрого тренда и быстрого момента на Илл. 95 прошли свои локальные минимумы и начали расти. Эти индикаторы указывают на то, что в настоящее время рынок уже находится в фазе бычьей коррекции.

Илл. 95. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 28 сентября 2001 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Краткосрочный составной волновой цикл также находится в фазе роста

Краткосрочный составной волновой цикл в нижней части Илл. 95 миновал низшую точку своего развития (основание) в сильно «перепроданной» области ниже -2σ и в настоящее время также находится в фазе роста. Здесь σ – стандартное отклонение (т.е. волатильность) суммы ограниченного по полосе частот составного волнового цикла. Мы оцениваем потенциал роста индекса РТС за счет краткосрочного торгового цикла в 10-15 пунктов.

Долгосрочный тренд на РТС сильно медвежий

Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд на РТС сильно медвежий. На это прямо указывает долгосрочная линия тренда на Илл. 96. Кроме того, нисходящий тренд на РТС подтверждается быстрым и медленным недельными моментами в средней части Илл. 96, которые также падают и отрицательны по значению.

Сумма долгосрочных рыночных циклов также находится в фазе падения

Линия, представляющая сумму активных долгосрочных (имеющих большие периоды) рыночных циклов, находится в умеренно «перепроданной» области вблизи $-\sigma$ и падает. Мы полагаем, что потенциал падения индекса РТС за счет долгосрочного волнового цикла еще сохраняется. Ситуация осложняется тем, что направление долгосрочного тренда совпадает с направлением долгосрочного составного цикла, т.е. тренд и цикл двигаются в тандеме (в фазе).

К сожалению, на недельных технических индикаторах пока нет никаких бычьих сигналов, указывающих на близкий разворот направления долгосрочного тренда.

Илл. 96. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 28 сентября 2001 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Уровни поддержки и сопротивлений

Основной уровень поддержки для индекса РТС – 162

Ближайшие уровни поддержки и сопротивлений показаны на Илл. 93 и Илл. 94. Основной уровень поддержки для индекса РТС – 162. Он определяется значениями на долгосрочной восходящей линии тренда, показанной на Илл. 94. Основной уровень сопротивления индекса РТС – 223.

Потенциал роста и падения индекса РТС

Мы полагаем, что значение индекса РТС может достичь основного уровня поддержки 162 в октябре-ноябре 2001 г.

В заключение, опираясь на показания всех приведенных выше технических инструментов, мы предполагаем следующее развитие событий на РТС на ближайшее будущее.

Во-первых, в ближайшие одну-две недели мы ожидаем бычьей коррекции индекса РТС до уровня 185-190.

Во-вторых, мы полагаем, что при самом неблагоприятном сценарии индекс РТС может достичь своего основного уровня поддержки 162 в октябре-ноябре 2001 года. На наш взгляд, если такой сценарий реализуется, то это следует рассматривать как хорошую возможность для покупки с расчетным уровнем 200.

Эта страница специально оставлена пустой

Информация

Начальник управления рынков и акций

Телефон

Факс

E-mail

Доминик Гуалтери

(7 095) 795-3649

(7 095) 745-7897

dgualtieri@alfa-bank.com

Аналитический отдел

Начальник аналитического отдела

Стратегия/Нефтяная и газовая промышленность

Макроэкономика, банковский сектор

Нефтяная и газовая промышленность

Энергетика

Телекоммуникации/Интернет

Металлургия, автомобилестроение,
машиностроение

Розничная торговля, пищевая промышленность

Государственные ценные бумаги

Транспорт, Энергетика

Переводчик

Редактор

Телефон

Факс

E-mail

Андрей Руденко

Сергей Глазер, CFA

Наталия Орлова

Константин Резников

Анна Бутенко

Наталья Сажина

Андрей Богданов

Елена Роговина

Максим Матвеев, CFA

Мария Чечурина

Валентина Крылова

Людмила Храпченко

Ольга Филиппова

Ринат Гайнуллин

Валентина Белкина

(7 095) 795-3676, (7 095) 795-3677

(7 095) 745-7897

research@alfa-bank.com

Торговые операции и продажи

Продажи российским клиентам

Продажи иностранным клиентам

Телефон

Адрес

Олег Мартыненко

Александр Насонов

Константин Шапшаров

Кирилл Суриков

Александр Захаров

(7 095) 795-3672, (7 095) 795-3673

Проспект Академика Сахарова, 12

Москва Россия 107078

Alfa-Securities (Лондон)

Начальник управления рынков и акций

Начальник управления рынков и акций

Отдел международных продаж

Телефон

Факс

Адрес

Гювен Гирей

Пол ван ден Боогаард

Максим Шашенков

Ник Мохов

(4420) 7588-8400

(44 20) 7382-4170

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.