

Июнь: На гребне волны

1 июня 2001

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Потенциал роста компенсирует риски в энергетике

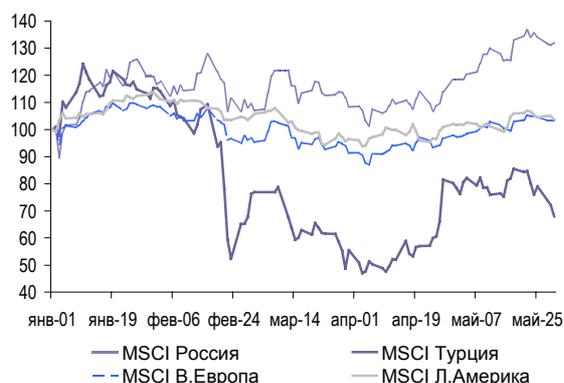
- Майское ралли показало, что ситуация на западных фондовых рынках уже не является доминирующим фактором для российского рынка акций**
 Высокий спрос на российские активы со стороны западных инвесторов способствовал росту акций, несмотря на пересмотр методики расчета индекса MSCI не в пользу развивающихся рынков. В июне российский рынок акций будет тестировать новые уровни поддержки.
- Реформа энергетического сектора решит проблему долга и будет способствовать сокращению издержек**
 Накопленный отраслью долг является инструментом для использования схем по отчуждению активов, однако, бюджетная дисциплина и реформа ЖКХ должны решить проблему долга.
- Выгоды, которые получит РАО ЕЭС от реформы, перевешивают, на наш взгляд, связанные с реструктуризацией риски**
 В результате реформы и капитальных вложений дисконт РАО ЕЭС к энергоактивам зарубежных аналогов может снизиться с 95% до 25-30%, что, по нашим оценкам, означает потенциал роста по сравнению с нынешней ценой в 300%.
- Размещение АДР позитивно скажется на стоимости компании Норильский Никель, Газпром выиграет от смены менеджмента**
 У компании Норильский Никель - хорошие шансы выпустить АДР 1-ого уровня одновременно с началом обмена акций. Смена председателя правления Газпрома была позитивно воспринята рынком в ожидании осуществления структурной реформы. Следующие шаги правительства будут определяющими для газового сектора российской экономики.

Основные идеи

Компания	Цена		Изменение за с нач. месяц года		ADV млн. \$	Расчетная цена \$	Потенциал роста %
	\$	%	%	%			
Газпром	0,413	3,6	37,7	3,9	0,65	57,3	
ЛУКОЙЛ	13,050	25,48	41,08	2,9	17,35	33,0	
Сургутнефтегаз	0,286	27,46	37,26	2,3	0,41	43,6	
РАО ЕЭС	0,104	-2,43	27,20	6,9	0,154	47,7	
ВымпелКом	17,200	9,80	18,10	1,3	23,46	36,4	
Норильский Никель	14,150	13,20	93,84	1,2	19,41	37,2	

Примечание: ADV – средний объем торгов в день
 Источники: РТС, оценки Альфа-банка

Развивающиеся рынки



Источники: оценки Альфа-Банка

Последние публикации

- Индекс РТС: вперед и вверх, а там...**
 Владимир Кравчук 21 мая 2001
- Сургутнефтегаз: в 2000г. чистая прибыль увеличилась на 97,3%**
 Константин Резников 7 мая, 2001
- ВымпелКом: итоги 2000 года**
 Андрей Богданов 3 мая 2001
- Май: Выбирая дальнейшее направление**
 Ежемесячный обзор рынка Апрель 28, 2001
- Аэрофлот: Пересмотренный прогноз увеличивает стоимость компании**
 Ольга Филиппова Апрель 24, 2001
- Выручка Торгового Дома ГУМ не изменилась в 2000 году**
 Мария Чечурина Апрель 9, 2001
- Красный Октябрь: в 2000 году доля на рынке сократилась на 27%**
 Мария Чечурина Апрель 9, 2001
- Прибыли Мосэнерго не хватает 90 млн. долл.**
 Наталья Сажина Апрель 3, 2001
- Апрель: Удерживаясь на плаву**
 Ежемесячный обзор рынка Апрель 2, 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: Потенциал роста компенсирует риски в энергетике	5
Реформа ускорит решение двух основных проблем отрасли	5
Холдинг РАО ЕЭС к 2006 г. будет разделен на части	8
Потенциал роста до уровня зарубежных энергокомпаний компенсирует риск возможных потерь.....	10
Динамика и оценка акций	11
Графики.....	14
Календарь событий	16
Экономика и политика	17
Новости компаний и отраслей	19
Нефть и газ.....	19
Энергетика.....	22
Телекоммуникации.....	25
Металлургия.....	29
Машиностроение и автомобильная промышленность	31
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	32
Транспорт	34
Ценные бумаги с фиксированной доходностью	36



Сергей Глазер, CFA
(44 20) 7382-4165

Комментарии по рынку

Обзор за май месяц: акции переходят в «наступление»

В ходе традиционного майского ралли цены акций на мировом рынке выросли

Май обычно бывает удачным месяцем для рынка акций. Не стал исключением и этот год, несмотря на то, что в целом ситуация на рынке была достаточно «суровой». Оптимистические настроения на фондовом рынке США продолжали подталкивать цены акций вверх. Решение ФРС вновь снизить учетную ставку на полпроцента (ФРС явно «разошлась»: это уже пятое такое снижение с начала года, причем еще никогда в течение 5 месяцев учетная ставка ни снижалась так быстро – на целых 2,5%) поддерживало все это время тенденцию к росту.

В результате, несмотря на ожидания спада в экономике, основной индикатор состояния «старой» экономики – индекс DJIA – снова вырос, лишь на 4% не дотянув до максимума прошлого года. Оживление NASDAQ (несмотря на снижение индекса по сравнению с началом года, он все же вырос в мае на 10%) было свидетельством того, что новая экономика еще имеет запас прочности. Не удивительно, что в этой ситуации вновь стали все чаще поговаривать о том, что негативные прогнозы по прибылям компаний могут испортить конъюнктуру рынка.

Для участников европейских рынков наступают тяжелые времена - отток средств по-прежнему будет сдерживать рост цен

Не столь эффектно развивалась ситуация на европейских рынках - даже после того, как ЕЦБ уступил давлению рынка и снизил ставку (на 25 б.п.). Принятое банком решение свидетельствует о том, что замедление темпов экономического роста в зоне евро угрожает странам ЕС больше, чем инфляция. Учитывая, что в последнее время все чаще и чаще появляются сообщения о проблемах в экономике наиболее развитых стран Европы, можно предполагать, что возможности для роста цен акций на этих рынках по-прежнему очень ограничены.

Благодаря оптимистичному настрою инвесторов снова начался переток средств с европейских и развивающихся рынков (сумма продаж в течение недели с 14 по 18 мая составила \$540 млн.) в акции американских компаний (до \$825 млн. за указанный период).

Илл. 1. Динамика основных мировых фондовых индексов

Страна	Индекс	С начала месяца	С начала года	Закрытие *	Динамика за 52 недели	
		Изменение %	Изменение %		Максимум	Минимум
Развитые рынки						
США	S&P 500 Индекс	2,28	-3,21	1 293,17	1 530,09	1 081,19
Великобритания	FTSE 100 I Индекс	-1,29	-5,34	5 889,8	6 838,6	5 279,6
Германия	DAX Индекс	-0,71	-3,32	6 223,57	7 503,32	5 351,48
Япония	Nikkei 225 Индекс	-1,41	-0,35	13 765,92	17 661,11	11 433,88
Развивающиеся рынки						
Польша	Warsaw Stock Exchange WIG 20 Индекс	2,13	-18,97	1 476,2	2 110,2	1 295,34
Венгрия	Budapest Stock Exchange Индекс	0,94	-11,72	6 947,09	9 527,09	6 234,02
Турция	Turkey Stock Market National 100 Индекс	-3,23	26,82	11 617,00	19 406,0	7 181,0
Бразилия	Brazil Bovespa Stock Индекс	-4,07	-6,22	14 523,21	18 023,08	13 241,57
Россия	Индекс РТС	10,95	39,90	201,95	245,99	130,06

Примечание: * на основе цен закрытия 25 мая 2001 г.

Источник: Bloomberg

В дни майских праздников акции российских компаний росли в результате покупок зарубежных участников

В первые дни месяца цены акций российских компаний росли благодаря росту заявок со стороны зарубежных покупателей (российские биржи были закрыты на майские праздники). Недавний рост цен на сырую нефть (до 21% к концу 2-ого кв. 2001 г.), впечатляющие финансовые результаты по итогам 2000 г. и значительные дивиденды вызвали массовую скупку акций нефтяных компаний. Акции Норильского Никеля (максимальный рост в мае - на 16%) чуть было не поставили новый (с момента создания предприятия) рекорд роста после того, как компания



Утверждение программы реструктуризации РАО ЕЭС вызвало снижение цен акций всех предприятий отрасли

получила разрешение на осуществление завершающей стадии реструктуризации. Акции нефтяных компаний росли в мае быстрее рынка. На этом фоне особенно неудачно «выступили» предприятия электроэнергетики, растерявшие практически всю заработанную в последнее время прибавку к цене.

Решение правительства об утверждении программы реструктуризации РАО ЕЭС, разработанной Минэкономразвития, расстроило участников рынка. В течение двух дней после этого решения акции РАО ЕЭС упали почти на 10%: инвесторы стали дружно продавать акции компании. Несмотря на рост акций Мосэнерго (+20%) в результате включения их в индекс MSCI, энергетика в целом не смогла удержаться на завоеванных позициях.

Перегруппировка регионов в индексе MSCI ограничит рост цен акций на развивающихся рынках

Новые предварительные индексы рыночной стоимости акций, доступных иностранным инвесторам, рассчитанные компанией MSCI в соответствии с усовершенствованной методологией, могут привести к заметному «откату» на фондовых рынках стран с развивающейся экономикой. Общий вес развивающихся рынков в индексе MSCI ACWI Free снижен на 2%. Это означает, что фонды, портфели которых привязаны к мировым индексам, должны будут в течение будущего года освободиться почти от 40% своих нынешних вложений на этих рынках. Само собой разумеется, что в условиях продажи акций возможности для роста цен на развивающихся рынках ограничиваются.

Среди развивающихся рынков потери меньше всего будут ощущаться в регионе EMEA ...

Больше всего продажи ударят по акциям латиноамериканских компаний: доля этого региона снизилась даже по сравнению с другими развивающимися рынками. В целом же регион EMEA немного выиграл – его вес увеличился на 3,9% (+16,1%), однако этого все же недостаточно для восполнения потерь, понесенных всей группой развивающихся рынков. Поскольку вес России в регионе EMEA снизился на 2,2% (-19%), доля вложений в акции российских компаний (в настоящее время относительно высокая) в портфелях фондов в будущем году скорее всего сократится вдвое.

...причем продажа акций фондами, ориентированными на развивающиеся рынки, в меньшей степени коснется российских компаний

Единственным утешением может быть то, что фонды, портфели которых привязаны к мировым индексам, до сегодняшнего дня не вкладывали крупные средства в российские акции. Благодаря относительному росту веса рынков EMEA, снижение веса российских акций в портфелях фондов, ориентированных на развивающиеся рынки, будет менее болезненным - 6% (0,16%).

Прогноз на июнь: «волна» перемен докатится до Газпрома

По мере того, как последствия продаж акций в США становились все менее ощутимыми, и зарубежные фонды возобновляли «охоту» за дешевыми российскими акциями, динамика рынка становилась более понятной, предсказуемой и в меньшей степени ориентированной на новости из-за океана. Стабильность цен на сырую нефть по-прежнему способствовала удержанию цен на прежних уровнях. Решение Госдумы о продлении весенней сессии в связи с необходимостью рассмотреть стоящие на повестке дня законы (связанные с реформами), по-видимому, позволит сохранить темпы осуществления структурной реформы. Вместе с тем главные новости июня скорее всего будут связаны с проблемами корпоративного управления и реструктуризации крупных компаний.



Андрей Руденко
(7 095) 788-6407
Наталья Сажина
(7 095) 795-5835

Тема: Потенциал роста компенсирует риски в энергетике

- Реформа ускорит решение основных проблем отрасли
- РАО ЕЭС как холдинг прекратит свое существование к 2006 году
- Основные риски приходится на АО-энерго

Реформа ускорит решение двух основных проблем отрасли

С нашей точки зрения, в реформировании РАО ЕЭС плюсов больше, чем минусов

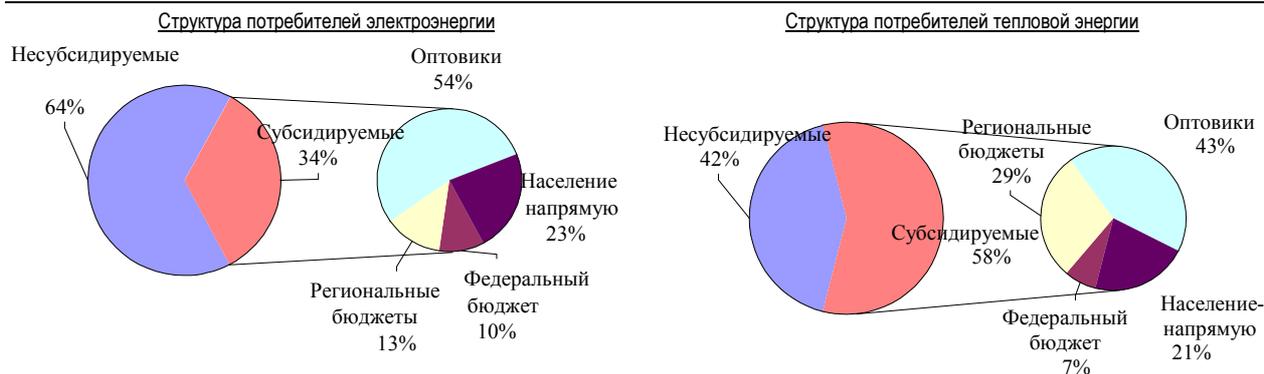
Мы считаем, что тот план реструктуризации энергетики, который правительство утвердило 19 мая, представляет большую опасность для нынешних акционеров, поскольку таит в себе угрозу разводнения их долей и отчуждения активов. С другой стороны, мы считаем, что предлагаемые меры в конце концов позволят решить ряд старых проблем отрасли. В данном обзоре мы попытаемся объяснить, почему мы считаем, что преимущества, которые может дать реформа, перевешивают связанные с реформой риски. Мы проанализируем предлагаемые меры и рассмотрим, как они могут повлиять на решение стоящих перед отраслью проблем. В числе этих проблем:

- бремя бюджетных долгов, висящих на балансе предприятий энергетики;
- формирование тарифов по методу «издержки плюс», который не стимулирует сокращение расходов;
- дефицит дешевого капитала у разделенных энергокомпаний.

График осуществления мероприятий по 6 направлениям, предлагаемый правительством, представлен в Илл. 3. Эти направления следующие: законодательное оформление реформы, подготовительный этап, реорганизация энергосети, реорганизация генерирующих активов и реорганизация всего оптового рынка энергопотребности.

Накопленная задолженность – инструмент для отчуждения активов,...

В последние годы отчуждение активов в России как правило предусматривало наличие у компаний накопившейся задолженности. Объяснить это можно тем, что в случае спорных активов требования кредиторов удовлетворяются раньше претензий акционеров. Из этого можно заключить, что в российской электроэнергетике есть одна очень большая проблема – большой объем накопившейся у предприятий задолженности. В значительной степени этот результат того, что среди потребителей электро- и тепловой энергии высока доля организаций, субсидируемых из бюджета, их низкой эффективности и низкой плохой платежной дисциплины. Из Илл. 2 видно, доля предприятий-оптовиков и других бюджетных потребителей составляет 34% в потреблении электроэнергии и 58% в потреблении тепла. На них приходится более двух третей задолженности РАО ЕЭС и его «дочек». Причем по нашим оценкам, эта доля продолжает увеличиваться.

Илл. 2. На бюджетные организации приходится треть потребляемой электроэнергии и более половины потребляемого тепла


Источники: РАО ЕЭС, оценка Альфа-банка

План предусматривает выполнение правительством конкретных задач, в т.ч. утверждение перечня потребителей, субсидируемых из бюджета (в целях обеспечения финансирования) и разработку к сентябрю этого года программы взаиморасчетов по долгам в электроэнергетике. Если бы не улучшившаяся платежная дисциплина бюджетных организаций и не готовящаяся реформа жилищно-коммунального хозяйства, эти задачи можно было вполне расценить лишь как временное решение (или даже витание в облаках). Улучшение платежной дисциплины в этом году нашло свое отражение в своевременной оплате бюджетными организациями счетов за пользование электроэнергией. Что касается реформы ЖКХ, то она началась совсем недавно. Важно другое: на встрече с руководителями регионов (29 мая) президент Путин продемонстрировал свою решимость продолжать эту реформу..

Вторая большая проблема – неэффективность самой отрасли. Проблема усугубляется формированием тарифов по методу «издержки плюс». В период после девальвации 1998 г. благодаря «неприлично» дешевым ценам на газ, уголь и ядерное топливо оптовые тарифы на электроэнергию в России держались на уровне 20-30% от среднеевропейских. К ноябрю 2001 г. должны быть разработаны и утверждены новые принципы формирования цен на газ и тарифов на электроэнергию. Рост тарифов, который может произойти в результате этого, подстегнет инфляцию, увеличит объем обязательств бюджетных организаций и подрвет конкурентоспособность российской промышленности.

Мы полагаем, что несмотря на либерализацию тарифов, их резкий рост маловероятен. Если будет правильно выбрано время для введения конкуренции между генерирующими компаниями и принципы формирования тарифов станут понятны, то энергокомпании смогут покончить с неэффективностью, которая поразила все сферы их деятельности. Сюда относятся:

- «раздутые» штаты (по нашим данным, до 27% общей численности занятых в отрасли),
- завышенная стоимость капитальных вложений (в расчете на единицу мощности она иногда в 2 превышает расчетный показатель);
- низкий коэффициент использования генерирующих мощностей (электростанции, имеющие более высокую энергоэффективность, загружены меньше, чем менее эффективные станции).

Илл. 3. График основных мероприятий, которые будут проведены в рамках реформирования РАО ЕЭС (утвержден 19 мая 2001 г.)

Дата	Задача	Риски
	Законодательство	
Июнь - Дек. '01	Проекты новых законов и изменений в существующие	Медленное принятие
	Подготовка к реформе	
Авг. '01	Одобрение списка субсидируемых потребителей	Нехватка средств
Сен. '01	Разработка программы урегулирования задолженности в отрасли	Риск исполнения
Сен. '01	Разработка принципов реформирования региональных АО-энерго	Разделение активов
Окт. '01	Одобрение 5-летнего энергетического баланса	Ограничение отпуска
Окт. '01	Разработка принципов управления инвестициями в энергетике	Эффективность
Нояб. '01	Одобрение новой политики и установление тарифов на газ	Рост тарифов
Май '02	Разработка программы развития региональных АО-энерго	Эффективность
	Регулирование	
Апр. '01	Разработка принципов тарифообразования тепла	Эффективность
Июль '01	Принятие новых принципов учета	Эффективность
Авг. '01	Составление списка потребителей, субсидируемых из федерального бюджета	Эффективность
Сен. '01	Разработка принципов стимулирования конкуренции	Эффективность
Сен. '01	Включение затрат и капложений в оптовые тарифы на эл./энергию	Рост тарифов
Окт. '01	Реформирование органов регулирования отрасли	Эффективность
Нояб. '01	Введение новых принципов управления отраслью	Эффективность
Дек. '01	Включение затрат и капложений в розничные тарифы на эл./энергию	Рост тарифов
Март '02	Введение спец. Тарифов для монопольных генераторов	Рост тарифов
	Реформа сетевого хозяйства	
Сен. '01	Учреждение оператора торговой системы	Эффективность
Сен. '01	Внедрение новых правил диспетчерского управления	Эффективность
Сен. '01	Принятие структуры объединенной сетевой компании	Эффективность
Нояб. '01	Учреждение системного оператора – 100% РАО ЕЭС	Разделение активов
Нояб. '01	Учреждение сетевой компании – 100% РАО ЕЭС	Разделение активов
Март '02	Установка измерительного оборудования на сетевых предприятиях	Эффективность
Июнь '02	Учреждение региональных сетевых предприятий	Разделение активов
Окт. '02	Слияние сетевых предприятий регионов с РАО ЕЭС	Разделение активов
	Реструктуризация генерации	
Окт. '01	Разработка принципов установки тарифов для ГЭС	Эффективность
Нояб. '01	Учреждение компаний ГЭС-генерации – 100% РАО ЕЭС	Разделение активов
Дек. '01	Учреждение компаний ГРЭС-генерации – 100% РАО ЕЭС	Разделение активов
Июнь '02	Учреждение 1-2 компаний на базе АЭС	Разделение активов
Июнь '02	Учреждение региональных сбытовых компаний	Разделение активов
	Реструктуризация оптового рынка	
Сен. '01	Разработка программы развития оптового рынка	Эффективность
Дек. '02	Принятие правил оптового рынка	Разделение активов
Дек. '02	Разработка правил конкуренции	Эффективность
Дек. '02	Разработка правил, ограничивающих существенные колебания цен на оптовом рынке	Эффективность
Апр. '03	Внедрение правил на рынке	Эффективность

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-банка

«Расчлененные» предприятия лишаются источников дешевого капитала

Третья крупная проблема российской электроэнергетики связана с дефицитом столь необходимого предприятиям дешевого капитала. Понятно, что такой капитал охотнее предоставляют крупным стабильным компаниям с большими объемами производства в основных видах деятельности. Однако правительство не поддержало предложение миноритарных акционеров об объединении дочерних предприятий РАО в 5-вертикально интегрированных компаний. Вместо этого была утверждена программа, предусматривающая «расчленение» энергохолдинга. Опыт энергетики стран ЕС и США показывает, что объединения избежать не удастся. К сожалению, велика опасность того, что потенциалом роста стоимости воспользуются не нынешние акционеры РАО ЕЭС, а те, кому менеджмент продаст генерирующие активы и сбытовые предприятия.

Сжатые сроки и противоречивость принципов реструктуризации являются источником повышенного риска

Большинство включенных в план мероприятий действительно необходимы, однако мы считаем, что слишком сжатые сроки и противоречивый характер ряда принципов реструктуризации по-прежнему будут угрожать срывом сроков реализации и отчуждением активов.

**Холдинг РАО ЕЭС к 2006 г. будет разделен на части**

Энергохолдинг РАО ЕЭС к 2004 г. будет разделен на части

На начальном этапе реформы (до 2004 г.) в отрасли будут осуществлены следующие основные преобразования:

- будет создана Федеральная сетевая компания (100-процентная «дочка» РАО ЕЭС), которой передаются как имеющиеся сейчас у РАО высоковольтные ЛЭП, так и магистральные сети региональных энергокомпаний;
- региональные энергопредприятия остаются, отделяются только энергосети и электростанции, мощность которых превышает 500 МВт;
- электростанции РАО ЕЭС (27 станций) объединяются в 5-7 новых генерирующих компаний;
- на базе атомных электростанций создаются одна или две генерирующие компании.

Высоковольтные сети у РАО ЕЭС заберут

В управление Федеральной сетевой компании (ФСК) перейдут все линии передач, имеющиеся у нынешних региональных энергокомпаний. Разработчики программы считают, что это помимо всего прочего будет способствовать созданию более мощной энергосистемы, повысит безопасность и обеспечит одинаковые для всех условия подключения к сети.

На первом этапе ФСК будет создана в виде 100-процентной «дочки» РАО ЕЭС. С первых дней ее создания в руководство компании будут введены представители государства. На завершающем этапе реформы государство получит контрольный пакет акций ФСК, который будет больше его нынешней доли в РАО ЕЭС (52,55%). В предложениях министерства ничего не сказано о том, каким образом это будет сделано. Необходимо внимательно следить за ходом обсуждения с тем, чтобы не допустить утерю миноритарными акционерами РАО ЕЭС части принадлежащей им стоимости.

На первом этапе будет создана еще одна 100-процентная «дочка» РАО ЕЭС – системный оператор. Этой компании будут переданы диспетчерские функции РАО ЕЭС. Деятельность как ФСК, так и системного оператора будет осуществляться под контролем государства, причем на завершающем этапе предусматривается объединение этих двух компаний в одну.

Апробировать оптовый рынок будут в течение 3 лет

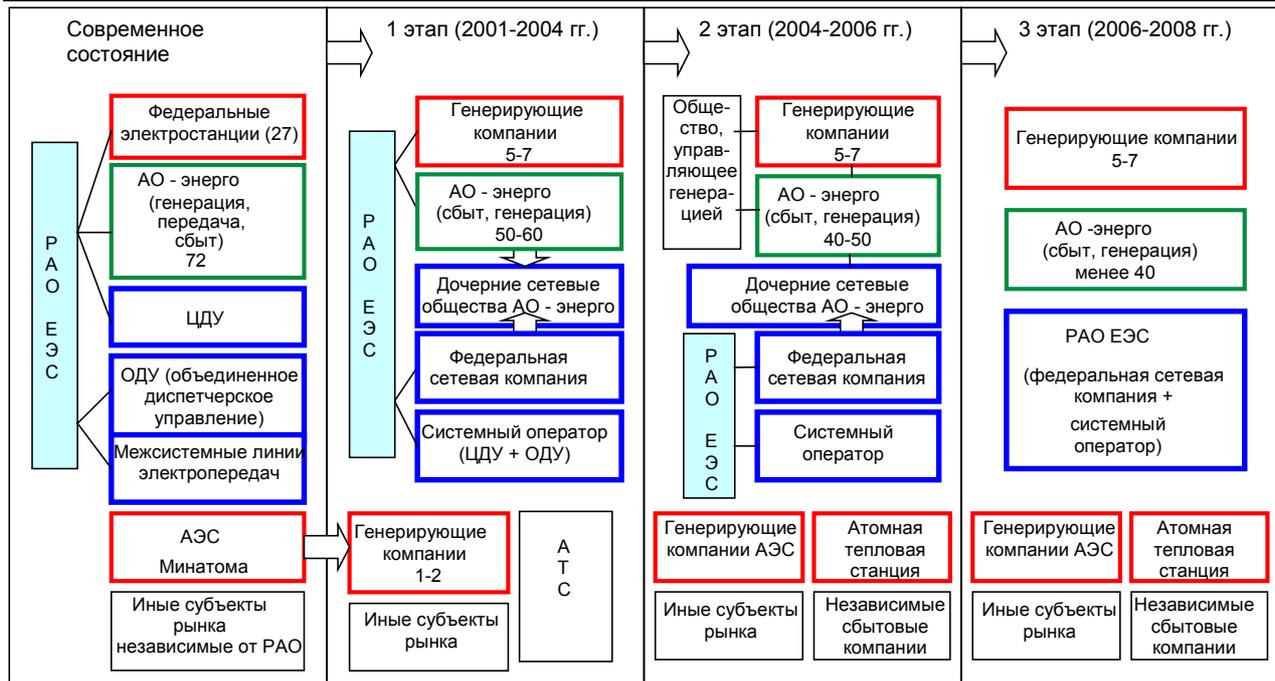
На начальном этапе реорганизации открытого рынка каждая генерирующая компания будет иметь право реализовывать на этом рынке от 5 до 15% вырабатываемой электроэнергии. Основные задачи, решаемые на этом этапе, следующие: 1) апробирование механизмов торговли и 2) формирование будущей инфраструктуры открытого оптового рынка.

В период до 2004 г. государство будет контролировать поставки 85-95% всей вырабатываемой электроэнергии

Поставки остальной электроэнергии (85-95%) будут по-прежнему регулироваться государством. Впоследствии доля электроэнергии, поставляемой на открытый оптовый рынок, увеличится. В основе формирования цены будет лежать принцип, которым руководствуются все ныне действующие энергобиржи, а именно сопоставление объема поставок (предложение) с объемом заказов (спрос).



Илл. 4. Холдинг РАО ЕЭС будет разделен на части в течение следующих 2-5 лет



Источники: Минэкономразвития, оценки Альфа – Банка

На первом этапе потребуются разделить отчетность по видам деятельности. На последующих этапах предполагается ввести дополнительные ограничения. В частности, генерация и передача, так же как и передача и сбыт не смогут осуществляться в рамках одной и той же компании. Первоочередная задача состоит в том, чтобы разделить генерацию и передачу.

Генерирующие активы объединят в 5-7 компаний

В состав новых генерирующих компаний будут включены независимые электростанции РАО ЕЭС, а, возможно, и некоторые крупнейшие ГРЭС нынешних региональных энергокомпаний мощностью свыше 500 МВт. В предложении не конкретизируется, какие именно предприятия должны будут отдать свои генерирующие активы новым генерирующим компаниям. В настоящее время у 14 региональных энергокомпаний имеется в общей сложности 20 таких электростанций (их список приведен в Илл. 5).

Илл. 5. Генерирующие мощности, которые АО- энерго могут потерять

	Настоящая мощность, МВт	Мощность, которая может быть отделена, МВт	% от всей мощности	Остающаяся мощность, МВт	Комментарий
Мосэнерго	14,910	2,985	20	11,925	2 станции. В 2000 г. Мосэнерго выкупило их у РАО ЕЭС в обмен на акции
Ленэнерго	5,364	2,097	39	3,267	1 станция. Киришская ГРЭС в настоящее время арендуется у РАО ЕЭС
Свердловэнерго	8,364	5,835	70	2,529	3 станции. Две из них арендуются у РАО ЕЭС (3,800MW and 1,497 MW) и одна (538 MW) принадлежит Свердловэнерго
Челябэнерго	1,884	882	47	1,002	1 станция.
Пермэнерго	2,078	600	29	1,478	1 станция.
Тюменьэнерго	10,433	8,880	85	1,553	3 станции. Тюменьэнерго - 100% дочернее предприятие РАО ЕЭС
Оренбургэнерго	3,485	2,400	69	1,085	1 станция. Оренбургэнерго - 100% дочернее предприятие РАО ЕЭС
Кузбассэнерго	4,718	2,472	52	2,246	2 станции.
Красноярскэнерго	8,023	1,120	14	6,903	1 станция.
Якутэнерго	2,036	570	28	1,466	1 станция.
Вологдаэнерго	665	630	95	35	1 станция.
Тулэнерго	1,453	765	53	688	1 станция.
Татэнерго	7,003	2,400	34	4,603	1 станция. Татэнерго не было приватизировано
Башкирэнерго	5,064	1,800	36	3,264	1 станция. РАО ЕЭС, которое владеет 23% акций, имеет небольшое влияние

Источник: оценки Альфа – Банка

**Активы планируется
продавать в 2004-2006
гг.**

На начальном этапе все генерирующие компании будут по своей структуре холдингами, являющимися 100-процентной собственностью РАО ЕЭС. В концепции не расписано, как РАО ЕЭС будет создавать генерирующие компании и какие именно электростанции войдут в состав тех или иных генерирующих компаний. Это еще одно направление, которое надо держать «под прицелом» во избежание утери активов.

На последующих этапах РАО ЕЭС проведет допэмиссию акций генерирующих компаний в целях продажи стратегическим инвесторам. С учетом того, что в случае отчуждения активов закон практически не обеспечивает акционерам никакой защиты, и их роль в процессе принятия решений минимальна, мы считаем, что существует реальная опасность «разводнения» их нынешних долей.

С нашей точки зрения, самым важным для фондового рынка будет начальный этап реформы. Мы полагаем, что участники рынка не будут брать в расчет события, которые могут произойти после 2004 г. – для России это слишком большой срок и вряд ли кто-нибудь отважится предсказывать, что будет в стране после 2004 г. Может поменяться не только команда управленцев в РАО ЕЭС, но и состав правительства. Это, в свою очередь, означает, что и сама концепция реструктуризации может подвергнуться существенному изменению.

Потенциал роста до уровня зарубежных энергокомпаний компенсирует риск возможных потерь

**Лучше «разводнение»,
чем отчуждение
активов**

Итак, реформирование отрасли сопряжено для миноритарных акционеров с двумя опасностями, о которых мы так или иначе будем вынуждены говорить в течение еще года – «разводнение» и отчуждение активов.

**По нашим оценкам,
финансирование
капвложений за счет
допэмиссий сократит
нынешние доли
акционеров на 76%**

Прагматический вариант «разводнения». Компании, которые будут созданы в ходе реструктуризации, наследуют нынешнюю структуру акционеров РАО ЕЭС. По нашим оценкам, в ближайшие 10 лет холдингу потребуются капвложения в размере \$28 млрд. Мы полагаем, что половина этой суммы может быть профинансирована за счет «размывания» долей нынешних акционеров. Если события будут развиваться именно таким образом, их доли могут сократиться примерно на три четверти.

**Мы не думаем, что
миноритарные
акционеры РАО ЕЭС
могут лишиться
своих активов, не
получив ничего взамен**

Однако, в результате реформы и капитальных вложений (повышение эффективности предприятий отрасли, рост тарифов и улучшение качества активов) дисконт РАО ЕЭС к энергоактивам зарубежных аналогов может снизиться с 95% до 25-30%. Это значит, что резерв роста (по сравнению с нынешней ценой) составляет 300%).

Наихудший сценарий предполагает отчуждение активов. Активы РАО ЕЭС передаются другим структурам без предоставления холдингу какой-либо компенсации. В итоге через несколько лет принадлежащая акционерам стоимость может бесследно «исчезнуть». С нашей точки зрения, такой ход событий маловероятен.

В действительности, мы ожидаем воплощения элементов обоих сценариев, это будет будоражить рынок в течение нескольких ближайших лет. Однако, мы рекомендуем инвесторам сохранять спокойствие и наблюдать за направлением усилий менеджмента РАО ЕЭС. Мы по-прежнему считаем РАО ЕЭС одной из наиболее интересных акций в связи с тем, что она: 1) торгуется с дисконтом по отношению к Мосэнерго (второй единственной ликвидной акции сектора); 2) значительная доля миноритарных акционеров (более 30%) снижает риск необоснованного разводнения акционерного капитала.



Динамика и оценка акций

Илл. 6. Динамика АДР, с начала месяца, на 31 мая

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	3,7	67,2	2,6	8,1	1,9	6,0
Газпром	Фр	114А, REG S	10 в 1	1,4	8,5	18,2	31,0	9,0	5,7	51,8
ЛУКОЙЛ	Фр	1	4 в 1	31,0	50,2	13,2	40,7	66,2	32,1	61,8
ЛУКОЙЛ прив.	Фр	1	2 в 1	5,0	24,9	2,5	42,9	25,7	15,9	32,3
Сибнефть	Фр	1	10 в 1	4,0	3,7	8,1	46,0	4,2	2,2	8,2
Сургутнефтегаз	Фр	1	50 в 1	19,0	14,0	19,1	34,3	19,8	9,2	17,1
Сургутнефтегаз прив.	Бер	1	100 в 1	н/д	13,9	32,4	54,6	16,8	8,5	1,4
Татнефть	Нью-Йорк	2	20 в 1	25,0	10,1	5,9	46,3	13,8	6,5	7,4
Энергетика										
Иркутскэнерго	Фр	1	50 в 1	16,0	3,6	-4,7	4,1	6,0	2,8	1,1
Кузбассэнерго	Фр	1	10 в 1	25,0	1,2	4,2	34,5	1,4	0,6	0,7
Ленэнерго	Бер	REG S	80 в 1	6,2	13,7	-6,5	-34,1	23,2	13,5	0,0
Мосэнерго	Фр	1	100 в 1	20,0	4,0	22,2	70,4	5,2	2,3	17,4
РАО ЕЭС	Фр	1	100 в 1	22,0	10,4	-3,1	35,4	17,1	6,9	9,9
Ростовэнерго	Бер	1	100 в 1	н/д	1,0	-14,3	3,6	1,8	0,8	0,1
Ростовэнерго прив.	Бер	1	100 в 1	н/д	0,8	-5,5	-11,2	1,4	0,7	0,4
Самараэнерго	Фр	1	70 в 1	н/д	1,4	10,2	81,3	1,7	0,7	0,0
Телекоммуникации										
Челябинсксвязьинформ	Бер	1	1 в 5	н/д	4,3	-4,5	-24,5	53,2	4,3	0,1
Голден Телеком		N/A	1 в 1	н/д	9,4	-3,4	65,1	36,6	5,1	7,2
Кубаньэлектросвязь	Фр	1	1 в 2	н/д	4,0	-0,3	-26,1	6,2	3,0	0,1
МГТС	Бер	1	1 в 10	н/д	5,6	10,0	-1,8	23,3	4,1	0,2
МТС	Нью-Йорк	3	20 в 1	17,0	28,0	-1,3	16,6	31,4	22,0	40,8
Нижновсвязьинформ	Фр	1	2 в 1	8,5	1,5	17,1	-48,6	3,6	1,2	0,0
Ростелеком	Нью-Йорк	2	6 в 1	19,7	5,0	5,1	-2,6	17,4	4,2	9,1
Ростовэлектросвязь	Бер	1	5 в 1	н/д	2,6	-3,5	-45,6	5,2	2,6	0,0
Самарасвязьинформ	Бер	1	1 в 5	н/д	5,1	-35,7	-42,8	13,1	5,1	0,0
Тюменьтелеком	Фр	1	1 в 1	н/д	0,5	4,0	31,2	1,4	0,3	0,0
Тюменьтелеком прив.	Фр	1	2 в 1	н/д	0,5	44,7	29,5	0,9	0,4	0,0
Уралсвязьинформ	Фр	1	200 в 1	н/д	1,6	27,9	21,1	4,4	1,2	0,3
ВымпелКом	Нью-Йорк	3	3 в 4	н/д	17,2	9,8	18,1	32,1	12,1	1,6
Прочие сектора										
Ураламаш-Заводы	Бер	144А, REG S	1 в 1	21,0	3,9	27,7	179,4	3,9	1,3	3,7
ГУМ	Фр	1	2 в 1	32,2	2,2	5,4	2,1	4,8	1,8	2,9
ЦУМ	Фр	1	20 в 1	10,8	3,9	10,9	70,2	5,5	1,9	0,1
Сан Интербрю В	Фр	144А, REG S	1 в 1	32,0	3,3	7,8	27,6	4,3	2,0	0,5
Сан Интербрю А	Фр	144А, REG S	1 в 1	15,0	2,4	17,4	41,0	3,3	1,5	0,0

Примечание: н/д – нет данных

Источники: Рейтер, Блумберг, оценки Альфа Банка



Илл. 7. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек», с начала месяца, на 31 мая

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2000E	2001E	2000E	2001E			
Нефть и Газ														
Газпром	0,413	3,60	37,70	0,413	0,219	3,900	11 278	3,1	2,9	4,6	3,6	0,65	57,3	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	13,05	25,48	41,08	16,62	8,05	2,90	10 616	3,1	4,4	2,3	3,2	17,35	33,0	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	0,393	12,29	46,64	0,4335	0,2275	0,41	1 863	2,2	3,1	1,7	2,0	0,4	1,8	СПЕК. ПОКУПКА
Сургутнефтегаз	0,2855	27,46	37,26	0,397	0,183	2,27	11 336	2,7	3,9	2,3	3,1	0,41	43,6	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,509	11,99	44,19	0,68	0,3235	0,94	1 147	1,4	1,7	1,4	1,6	0,7	37,5	СПЕК. ПОКУПКА
Юкос	3,23	11,96	81,46	3,23	0,64	2,03	7 225	2,8	3,7	2,1	2,7	3,09	-4,3	ПОКУПАТЬ
PKN	4,81	3,50	-14,44	5,54	3,34	3,03	2 023	8,2	8,7	4,5	4,3			
Petrobras	24,86	9,18	27,35	32,04	20,66	0,23	28 730	5,5	6,2	3,5	4,1			
MOL	14,46	3,01	-10,38	18,71	12,68	3,44	1 422	15,3	13,4	6,0	6,7			
Average for peers								9,7	9,4	4,7	5,0			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,0795	3,25	-0,63	0,12	0,0605	0,02	379	н/з	6,9	6,3	7,0	0,09	13,2	ДЕРЖАТЬ
Ленэнерго	0,209	39,33	16,43	0,26	0,15	0,00	171	80,0	13,7	9,0	3,8	0,215	2,9	НАКАПЛИВАТЬ
Мосэнерго	0,0412	24,10	71,67	0,051	0,022	1,00	1 165	н/з	н/з	5,1	4,2	0,063	52,9	ДЕРЖАТЬ
РАО ЭЭС	0,1043	-2,43	27,20	0,175	0,071	6,91	4 345	10,4	9,6	2,5	2,2	0,154	47,7	ПОКУПАТЬ
EdP	3,0	-2,0	-14,8	3,9	3,0	17,7	9 000,0	17,9	9,0	9,0	8,6			
Endesa	16,4	-3,3	-1,8	22,3	15,3	5,2	17 352,9	13,6	12,0	7,3	6,9			
Tenaga	7,7	-20,6	-33,6	14,7	7,4	19,6	23 921,7	46,5	39,4	22,3	20,0			
Average for peers								26,0	20,1	12,9	11,8			
Телекоммуникации														
МГТС	6	6,19	-5,51	9	4,8	0,00	510	20,7	21,2	6,0	5,1	6,51	8,5	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	15,48	12,37	11,23	32,52	12,00	14,89	7 024	12,4	8,0	4,5	3,9			
Tele Norte Leste	18,86	0,81	16,88	21,05	11,06	27,61	8 158	35,1	20,4	4,5	3,5			
Average for peers								23,8	14,2	4,5	3,7			
Ростелеком	0,86	7,23	0,00	2,88	0,695	0,41	701	н/з	36,6	4,1	3,8	0,69	-19,8	СОКРАЩАТЬ
Indosat	0,98	3,30	4,44	1,53	0,65	2,22	1 014	6,3	6,1	н/з	н/з			
Embratel	11,44	-15,27	0,84	18,65	9,28	27,60	4 421	12,8	10,0	5,2	4,5			
Average for peers								9,6	8,1	5,2	4,5			
Вымпелком	17,2	9,80	18,10	32,1	12,1	1,30	807	н/з	123,3	-56,4	9,6	23,46	36,4	ПОКУПАТЬ
МТС	28	-1,30	16,60	31,4	22	2,50	2 791	31,0	22,8	12,4	9,3	31,88	13,9	НАКАПЛИВАТЬ
Turkcell	0,03	-24,75	-9,52	0,07	0,02	9,36	6 709	43,6	24,3	н/з	н/з			
Mobinil	18,81	1,21	-1,37	47,55	14,42	н/д	1 881	28,3	17,0	9,0	6,2			
Average for peers								35,9	20,6	9,0	6,2			
Голден Телеком	9,4	-3,40	65,10	36,6	5,125	0,40	226	н/з	н/з	13,5	8,8	17,94	90,9	СПЕК. ПОКУПКА
Netia	15,78	-3,69	-13,64	29,54	14,74	0,49	504	н/з	н/з	33,5	17,8			
Металлургия														
Норильский Никель	14,15	13,20	93,84	14,5	6,35	1,18	2 669	1,7	2,3	0,8	1,0	19,41	37,2	ПОКУПАТЬ
Amplats	50,86	12,11	14,66	51,92	22,18	0,26	11 054	12,6	9,7	8,9	8,5			
Eramet	38,57	16,09	3,19	44,62	32,18	0,01	953	10,2	11,0	4,0	4,2			
WMC	4,79	-2,02	20,41	5,20	3,54	5,28	8 687	13,6	12,6	8,5	8,3			
Average for peers								12,1	11,1	7,1	7,0			
Северсталь	37,8	1,48	110,00	39,75	13,95	0,08	834	1,8	4,1	0,5	0,9	57,61	52,4	ПОКУПАТЬ
China Steel	0,56	-1,05	-5,03	0,67	0,50	9,76	4 856	8,7	10,2	5,7	6,3			
POSCO	83,50	10,20	41,18	92,39	44,07	0,26	8 056	5,5	8,2	4,5	4,6			
Average for peers								7,1	9,2	5,1	5,4			
Продукты														
Балтика	355	0,00	0,00	н/д	н/д	н/д	511	5,7	4,2	3,9	3,0	471	32,6	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	3,3	7,80	27,60	4,3	2	0,50	220	4,8	4,5	3,3	2,7	6,3	91,5	СПЕК. ПОКУПКА
Okocim	4,00	20,76	32,23	5,15	2,37	0,19	88	9,3	9,1	3,3	2,8			
Zywiec	48,84	6,25	-6,01	87,43	40,72	0,08	361	14,0	9,2	4,9	4,3			
Average for peers								11,7	9,1	4,1	3,5			
Торговля														
ГУМ	1,1	0,00	0,00	2,25	1,1	0,00	66	4,7	4,2	3,7	3,3	1,7	56,4	НАКАПЛИВАТЬ
Robinson & Co	2,40	3,33	3,83	2,53	1,68	0,02	206	10,1	8,8	3,9	3,3			
Matahari Putra Prima	0,04	17,28	-5,00	0,07	0,03	0,48	113	6,0	5,4	3,5	3,0			
Average for peers								8,1	7,1	3,7	3,1			
Транспорт														
Аэрофлот	0,3	-14,29	41,51	0,3685	0,1525	0,09	333	35,1	12,8	5,6	4,4	0,46	53,5	ДЕРЖАТЬ
China Eastern Airlines	0,702	2,832	3,750	0,773	0,506	1,065	2 316	103,8	63,8	11,0	9,6			
Thai Airways	0,650	-8,661	-9,375	1,031	0,583	0,125	910	7,4	5,7	5,4	4,9			
Average for peers								7,4	5,7	8,2	7,2			
Машиностроение														
Уралмаш - Заводы	3,85	23,20	156,67	3,9	1,41	0,07	136	13,5	4,1	3,7	1,6	5,56	44,4	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	20,72	6,35	44,87	23,58	12,10	0,30	1 575	10,2	5,6	7,8	7,2			
Atlas Copco	21,00	-2,42	7,26	22,70	14,74	1,09	4 355	15,3	14,5	6,9	6,7			
Average for peers								12,7	10,0	7,3	6,9			

Источники: оценки Альфа Банка, Блумберга



Илл. 8. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 31 мая

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2000E	2001E	2000E	2001E			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	2,2	0,00	-26,67	3	1,5	6,01	244	0,9	1,1	0,7	0,8	2,5	13,6	СПЕК. ПОКУПКА
Пурнефтегаз	3,25	-7,14	71,05	3,75	1,5	11,96	304	5,2	6,8	2,7	3,1	2	-38,5	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	4	0,00	13,64	5	2	1,20	271	2,7	3,5	2,1	2,6	4,5	12,5	
Удмуртнефть	22	0,00	-26,67	33	22	0,00	82	0,5	0,7	0,5	0,5		0,0	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,065	0,00	-12,16	0,078	0,05	0,00	72	2,0	1,9	1,2	1,1	0,061	-6,2	ДЕРЖАТЬ
Красноярскэнерго	0,04	11,11	48,15	0,048	0,027	1,61	28	0,8	0,8	0,5	0,6	0,038	-4,0	НАКАПЛИВАТЬ
Кубаньэнерго	1,5	42,86	87,50	1,5	0,65	0,28	27	13,4	5,4	2,7	2,1	1,24	-17,3	НАКАПЛИВАТЬ
Кузбассэнерго	0,13	8,33	67,74	0,13	0,065	10,75	79	5,0	5,5	2,3	2,5	0,150	15,4	ДЕРЖАТЬ
Новосибирскэнерго	2,27	0,00	202,67	2,27	0,75	48,08	31	3,1	1,8	1,0	0,9	2	-11,9	ДЕРЖАТЬ
Пермэнерго	1,15	0,00	15,00	1,85	0,6	0,00	50	1,5	2,3	1,0	1,7	1,30	13,0	ДЕРЖАТЬ
Ростовэнерго	0,0127	0,00	-2,31	0,0165	0,0076	0,95	48	11,0	10,7	3,8	3,9	0,015	18,1	ДЕРЖАТЬ
Самарэнерго	0,021	0,00	66,67	0,0237	0,012	0,18	79	3,5	2,9	1,4	1,4	0,042	100,0	НАКАПЛИВАТЬ
Свердловэнерго	0,058	0,00	25,00	0,08	0,04	0,16	33	0,0	1,1	1,0	0,6	0,055	-5,2	НАКАПЛИВАТЬ
Челябэнерго	0,0365	-2,67	82,50	0,078	0,02	0,28	18	-2,5	3,2	3,4	1,2	0,035	-4,1	ДЕРЖАТЬ
Телекоммуникации														
Башинформсвязь	0,037	0,00	5,71	0,091	0,033	0,00	35	5,0	3,2	2,3	1,6	0,07	89,2	ДЕРЖАТЬ
Красноярскэлектросвязь	1,75	2,94	2,94	2,95	1,7	0,30	20	6,7	12,3	2,3	1,9	1,93	10,3	ДЕРЖАТЬ
Кубаньэлектросвязь	7	3,70	-27,84	14,75	6,6	5,60	81	6,3	6,6	4,3	3,6	11,76	68,0	НАКАПЛИВАТЬ
Ленсвязь	8,5	0,00	18,06	9,9	7,2	0,26	20	3,4	9,8	4,1	4,4	9,98	17,4	ДЕРЖАТЬ
Нижновсвязьинформ	0,9	0,00	28,57	1,65	0,7	0,45	90	8,7	6,3	4,3	3,2	1,44	60,0	НАКАПЛИВАТЬ
Новосибирскэлектросвязь	1,71	-7,57	22,14	2,55	1,15	8,47	28	4,9	3,9	2,9	2,4	2,96	73,1	ПОКУПАТЬ
ПТС	0,38	0,00	-5,00	1,035	0,37	0,00	158	10,7	8,6	7,0	5,6	0,64	68,4	ДЕРЖАТЬ
Ростовэлектросвязь	0,5	0,00	25,00	1,35	0,4	0,13	41	12,3	11,1	3,9	3,5	0,9	80,0	ДЕРЖАТЬ
Самарасвязьинформ	20,5	0,00	-35,94	52	20,5	0,16	46	9,0	8,2	5,3	4,8	17,76	-13,4	ПРОДАВАТЬ
Тюменьтелеком	0,75	0,00	7,14	1,65	0,37	31,08	23	15,0	9,3	3,8	3,4	0,8	6,7	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинформ	0,0075	4,17	7,14	0,0195	0,007	2,19	68	8,2	7,8	5,5	3,6	0,007	-6,7	ДЕРЖАТЬ
Уралтелеком	4,55	-1,09	4,60	7,85	4,15	0,46	24	6,1	5,3	2,4	2,1	8,54	87,7	ПОКУПАТЬ
Хантымансийскокртелеком	1,6	8,11	6,67	2,4	1,44	6,00	31	4,2	3,6	2,3	2,0	1,64	2,5	ДЕРЖАТЬ
Челябинсксвязьинформ	16,3	0,00	7,95	29,75	15,1	0,00	91	36,2	8,3	5,6	6,1	9,12	-44,0	ПРОДАВАТЬ
Электросвязь Моск. обл.	159	12,77	13,57	235	135	5,19	83	11,2	5,5	3,9	2,1	237,48	49,4	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	6,25	14,68	290,63	6,25	1,5	23,91	178	1,4	0,8	5,2	3,1	6,5	4,0	СПЕК. ПОКУПКА
ГАЗ	15,5	3,33	-16,22	53	14	3,74	78	н/д	2,6	14,8	5,7	23,8	53,5	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	3,55	0,00	-8,97	5,25	2,65	0,18	31	5,5	4,5	3,3	3,1	3,79	6,8	СОКРАЩАТЬ
Магнитогорский МК	30	0,00	0,00	н/д	н/д	н/д	219	0,6	1,0	0,5	0,8	54	80,0	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	38,75	6,75	53,47	52,25	22,7	88,52	563	н/д	н/д	н/д	н/д		0,0	
ЦУМ	0,25	0,00	0,00	0,32	0,16	0,00	22	6,0	5,1	3,5	3,2	0,34	35,0	НАКАПЛИВАТЬ
Челябинский трубный з-д	0,059	-9,20	17,30	0,06	0,045	20	28	1,0	1,0	0,9	0,0	0,17	188,1	СПЕК. ПОКУПКА

Источники: РТС, оценки Альфа Банка

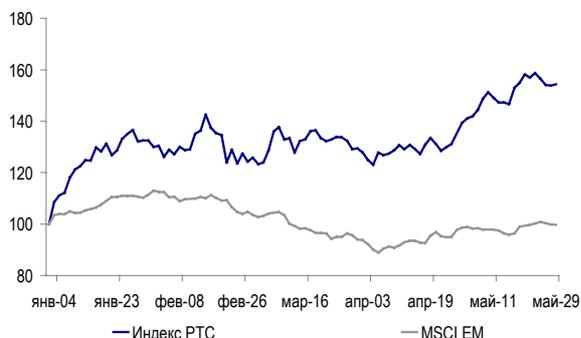
Илл. 9. Динамика и оценка привилегированных акций, с начала месяца, на 31 мая

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды \$	Дивид. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
ЛУКОЙЛ прив.	12,7	8,09	42,70	12,75	8,1	412,5	3	1,91	15,04	12,14	-4,4	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,1475	33,48	58,60	0,163	0,084	614,8	48	0,01	6,10	0,21	39,0	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,2575	3,00	28,75	0,283	0,128	12,6	49	0,03	10,87	0,28	8,7	НАКАПЛИВАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,06	9,09	82,37	0,0743	0,0275	283,0	42	0,00	2,94	0,07	18,3	ПОКУПАТЬ
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	0,306	-0,97	-30,45	1,02	0,28	56,0	64	0,03	9,32	0,24	-21,6	СОКРАЩАТЬ
Металлургия												
Норильский Никель прив.	13,73	10,73	103,41	14	6	43,2	3	0,00	0,00	13,98	1,8	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа Банка

Графики

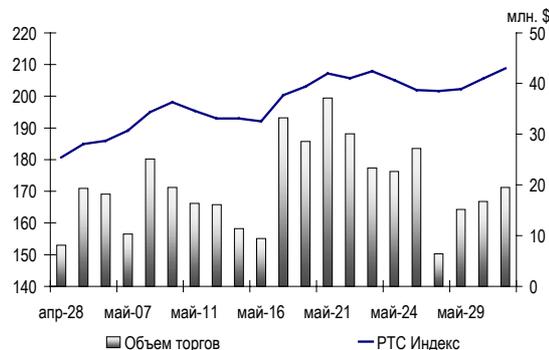
Илл. 10. Индекс РТС относительно индекса MSCI EM, с начала года



Источник: Рейтер

- Российский рынок удерживает лидирующие позиции
- Индекс РТС оставался выше уровня в 200 пунктов во второй половине мая

Илл. 11. Динамика индекса РТС, за месяц



Источник: РТС

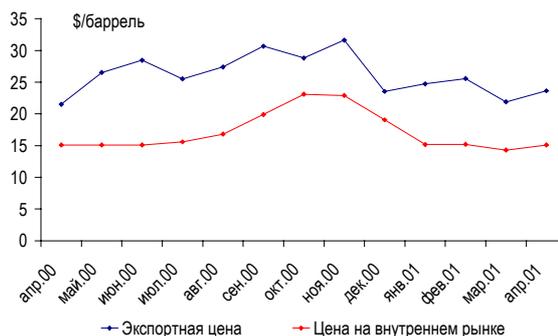
Илл. 12. Цены на нефть: Брент и Уралс, с начала года



Источник: Блумберг

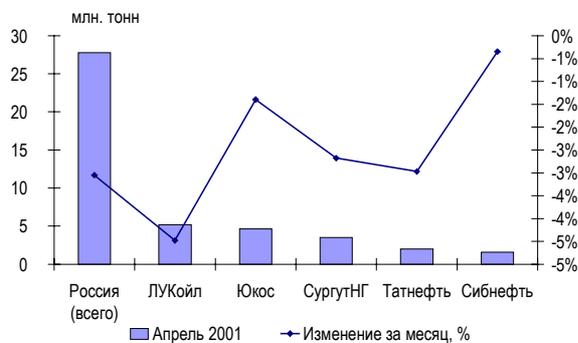
- Цены на нефть – выше ожиданий
- Спрэд между внутренними и экспортными ценами на нефть сохраняется

Илл. 13. Цены на нефть: экспортные и внутренние, за год



Источник: Министерство энергетики

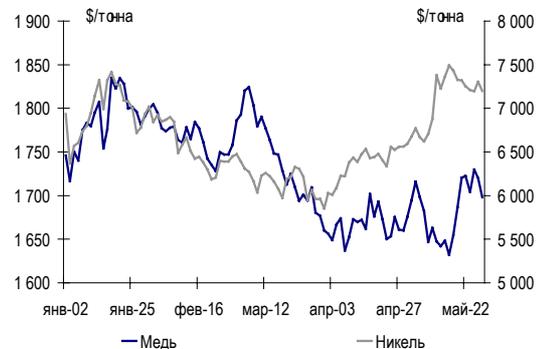
Илл. 14. Добыча нефти компаниями



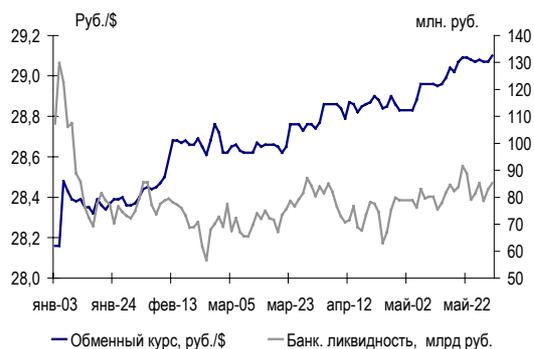
Источник: Министерство энергетики

- В мае добыча нефти российскими компаниями снизилась по сравнению с апрелем
- Цены на никель удерживались выше \$7,000 за тонну в мае

Илл. 15. Цены на медь и никель, с начала года

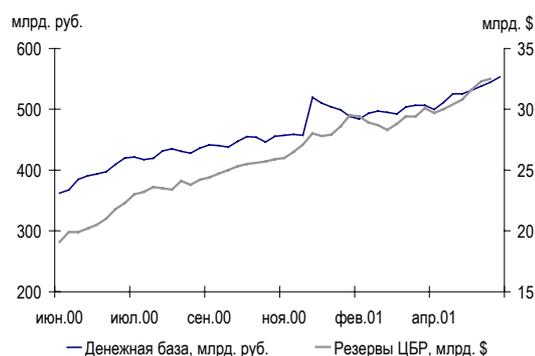


Источник: Блумберг

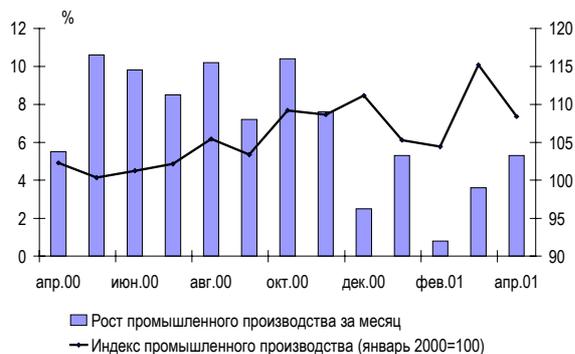
Илл. 16. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Остатки на корсчетах оставались на уровне 80-90 млрд. руб. в ожидании падения рубля до 29,3 за доллар в июне
- Мы повысили прогноз по резервам ЦБР до 37 млрд. долл. на конец 2000 года

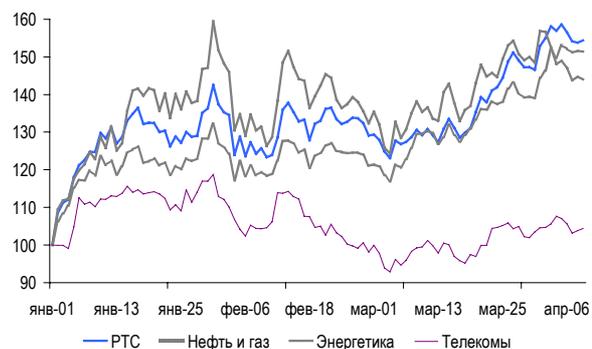
Илл. 17. Денежная база и резервы ЦБР, за год


Источник: ЦБР

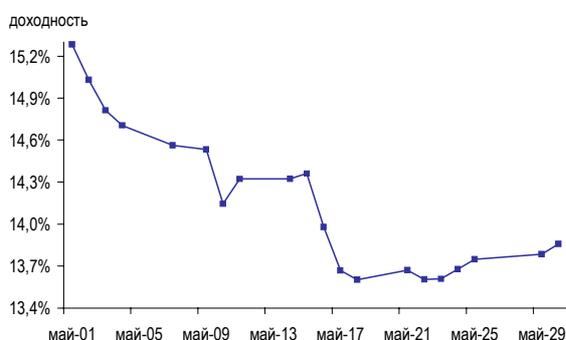
Илл. 18. Динамика промышленного роста за год


Источник: Минфин

- Возобновление промышленного роста в апреле может способствовать более быстрому (2-3%) экономическому росту
- Энергетический сектор в мае рос медленнее рынка

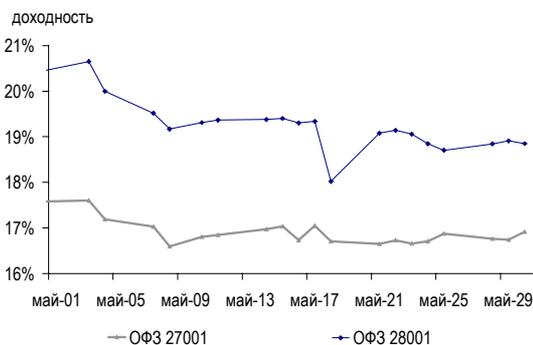
Илл. 19. Динамика отраслевых индексов относительно индекса РТС, за год


Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 20. Динамика Евро – 07, за месяц


Источник: Рейтер

- В мае российские валютные облигации росли в цене быстрее других долговых рынков
- Доходности рублевых облигаций достигли новых минимумов

Илл. 21. ОФЗ 27001 – ОФЗ 28001, с начала года


Источник: Рейтер



Календарь событий

Илл. 22. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания	Событие
Июнь		
1	Нижегородский авиастроительный завод "Сокол"	Годовое собрание акционеров
1	Улан-Удэнский авиастроительный завод	Годовое собрание акционеров
1	Электросвязь Московской области	Годовое собрание акционеров
2	Московский НПЗ	Годовое собрание акционеров
6	Электросила	Годовое собрание акционеров
6	Уралтелеком	Годовое собрание акционеров
6	Мосэнерго	Презентация инвестиционных проектов
7	Красный Котельщик	Годовое собрание акционеров
7	Иркутскэлектросвязь	Годовое собрание акционеров
8	Выксунский металлургический завод	Годовое собрание акционеров
9	Владимирский тракторный завод	Годовое собрание акционеров
9	Роствертол	Годовое собрание акционеров
9	ЛОМО	Годовое собрание акционеров
14	Нижегородсвязьинформ	Годовое собрание акционеров
14	Красноярскэлектросвязь	Годовое собрание акционеров
15	Аэрофлот	Финансовые результаты по МСБУ
15	ПАЗ	Годовое собрание акционеров
15	Ханты-Мансийскортелеком	Годовое собрание акционеров
15	Уралсвязьинформ	Годовое собрание акционеров
16	МГТС	Годовое собрание акционеров
20	МГТС	Вторая выплата купона в размере 17,21% по облигациям
20	Юкос	Годовое собрание акционеров
22	Татнефть	Годовое собрание акционеров
22	Самараэнерго	Годовое собрание акционеров
23	ГАЗ	Годовое собрание акционеров
25	Связьинвест	Годовое собрание акционеров
27	Тюменьтелеком	Годовое собрание акционеров
28	ЛУКОЙЛ	Годовое собрание акционеров
29	НТМК	Годовое собрание акционеров
29	Сибнефть	Годовое собрание акционеров
29	Газпром	Годовое собрание акционеров
30	Иркутскэнерго	Годовое собрание акционеров
30	Ростелеком	Годовое собрание акционеров
30	АЗЛК	Годовое собрание акционеров
30	ЦУМ	Годовое собрание акционеров
Конец июня	Энергетический сектор	Представление окончательного плана реструктуризации
Конец июня	ЖКХ	Представление окончательного плана реструктуризации

Источник: оценки Альфа Банка



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

В мае кабинету так и не удалось прийти к единому мнению об основных структурных реформах

Если темпы инфляции не заставят нас пересмотреть прогноз инфляции 20%, то в июне мы повысим наш прогноз

Май месяц был для российского правительства своеобразным «моментом истины». К сожалению, приходится констатировать, что ожидания рынка так и не реализовались. Во-первых, проект закона о пенсионной реформе, разработанный в Минэкономразвития, по-прежнему является объектом критики со стороны Государственного пенсионного фонда. В результате обсуждение проекта отложено. Подвижки в осуществлении земельной реформы еще более скромные, причем никакие сроки пока еще не названы. И, наконец, обсуждение бюджета 2002 г., первоначально планировавшееся на 15 мая, снова откладывается – на этот раз на 7 июня.

И все же, почему отмеченные выше события не вызвали коррекцию на российском финансовом рынке? Причина – цены на нефть. За период, прошедший с начала года, средняя цена сырой нефти составила \$26,2/баррель (в настоящее время цена достигла уже \$30/баррель). В этой связи мы пересмотрели наш прогноз положительного сальдо торгового баланса, повысив его до \$52 млрд (увеличение на \$4 млрд). Что касается резервов Центробанка, то они, по нашим оценкам, к концу года вырастут до \$37 млрд. Если темпы инфляции будут в целом соответствовать нашему прогнозу (20% по итогам 2001 г.), мы, возможно, повысим в июне наш расчетный годовой показатель до 2-3%. Это будет означать, что события развиваются по нашему оптимистическому сценарию.

Илл. 23. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
За апрель						
Инфляция	1,1	0,1	1,8	2,6	1,0	
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,8	6,2	24,2	28,1	29,3	
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	20,0	14,6	11,9	19,6	33,8	
Годовые						
Рост ВВП, %	0,8	-4,9	3,2	7,7	1,5	2,0
Рост инвестиций, %				17,7	9,0	
Рост частного потребления, %				9,1	4,0	
Инфляция, %	11,0	84,0	37,0	20,0	20,0	15,0
Курс рубля на конец года, руб./\$	6,0	20,7	27,0	28,1	30,7	32,8
Золотовалютные запасы на конец года, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28,0	37,0	41,0
Сальдо торгового баланса	16,6	16,9	36,0	61,0	52,0	41,0
Экспорт	89,0	74,9	75,8	105,0	99,0	95,0
Импорт	72,0	58,0	39,6	44,0	48,0	54,0

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

Илл. 24. Ожидания

7 июня	Обсуждение правительством проекта бюджета на 2002 год
16 июня	Встреча на высшем уровне глав России и США

Источник: Альфа-Банка

**Илл. 25. Ключевые события**

Дата	Событие
3 мая	По данным Минэкономразвития экономические показатели РФ за I квартал оказались лучше ожидаемых. Основными причинами роста ВВП на 4,2% в I квартале 2001 г. стали: 1) продолжающийся рост (+3,2%) реальных доходов; 2) более высокий объем экспорта нефти и нефтепродуктов. Несмотря на то, что экономические результаты оказались лучше ожидавшихся, они по-прежнему основываются на благоприятной конъюнктуре товарно-сырьевых рынков. На основе результатов 1-го квартала международные финансовые организации дают прогнозы экономического роста, которые намного ниже официальных прогнозов правительства (ЕБРР +3,4%, ОЭСР +3,0%, S&P +2,5%).
6 мая	По данным Минфина, профицит федерального бюджета в апреле составил 34,15 млрд. руб. Во втором квартале фискальная ситуация будет оставаться благоприятной. Объем выплат по внешнему долгу в этот период наименьший за год. Высокий уровень экспортной выручки (во 2-м квартале экспорт товаров традиционно увеличивается) и инфляция будут способствовать росту доходов бюджета во втором квартале. Однако, уже в июле вероятно ухудшение фискальной ситуации.
7 мая	По данным Госкомстата, Инфляция в РФ в апреле составила 1,8%. За январь-апрель инфляция составила 9,1%, что ставит под сомнение прогноз правительства годовой инфляции в пределах 14-16%. Тем более, что до сих пор не предпринимаются меры для ее замедления. Мы ожидаем, что инфляция по итогам первых двух кварталов составит 12,2-13%.
10 мая	Бюджет 2002 года будет строиться исходя из цен на нефть Urals в 17 долларов за баррель, роста ВВП – в 3,5-4% и инфляции – в 12%. Все, что бюджет получит сверх запланированных параметров, будет направлено в стабилизационный фонд.
16 мая	Промышленный рост в апреле (5,3% по отношению к апрелю 2000 года) и ожидаемое снижение инфляции в мае до 1% отражают улучшение перспектив экономического роста в 2001 году. Данные по промышленному производству – очень позитивная новость для рынка. Они свидетельствуют, что после стагнации с августа-сентября прошлого года промышленный рост, поддержанный высокими ценами на товарно-сырьевых рынках и ростом экспорта нефти и нефтепродуктов, возобновился. Это в свою очередь означает, что итоги 2001 года будут в целом более благоприятными по сравнению с нашими первоначальными прогнозами.
May 16	Инфляция с 1 по 14 мая составила 0,7%, что противоречит оптимистическому прогнозу Виктора Геращенко по инфляции - менее чем 1% за весь месяц. Инфляция за первую неделю месяца составила всего 0,3%, что в два раза ниже по сравнению с аналогичным периодом прошлых месяцев. Однако цифры по инфляции за вторую неделю месяца в размере 0,4% ставят под сомнение прогноз Виктора Геращенко по инфляции менее чем 1% за весь май. Мы подтверждаем наш месячный прогноз по инфляции в 1,1% за май и 20% за весь год.

Источник: оценки Альфа Банка

Новости компаний и отраслей

Константин Резников
(7 095) 795-3612

Цены на сырую нефть по-прежнему высокие

По нашим оценкам, в этом году объем добычи нефти в России увеличится на 4-5%

С нашей точки зрения, наибольшую значимость будут иметь очередные собрания акционеров Юкоса, Газпрома и

Нефть и газ

Высокие цены на нефть, которые по-прежнему держатся на уровне, значительно превышающем расчетный, продолжают благотворно сказываться на результатах деятельности российских нефтедобывающих компаний. На встрече министров стран ОПЕК, намеченной на 12 июня, будут приняты важные решения в отношении объемов добычи и уровня цен. Мы предполагаем, что в июле в целях удержания цен в пределах \$22-28 за баррель нефтедобывающие страны увеличат добычу на 0,5 млн. баррелей в день. Если экспортные цены окажутся именно такими, а на внутреннем рынке будет сохраняться стабильность, то можно предполагать, что результаты деятельности нефтедобывающих компаний по итогам 1-ого полугодия 2001 г. будут высокими.

Благодаря высоким доходам, полученным в прошлом году, и поступлениям за период с начала этого года, российские нефтедобывающие компании увеличили объем капиталовложений на 25-40%. По нашим оценкам, в 2001 г. в России будет добыто 335-340 млн. тонн сырой нефти (6,7-6,8 млрд. баррелей в день), т.е. на 3,6-5,1% больше, чем в 2000 г. Прирост добычи у таких компаний, как Юкос и Сибнефть может оказаться еще более значительным (соответственно на 11,1% и 10,9%). Такой рост вполне может компенсировать последствия снижения цен на нефть. У ряда компаний результаты за 1-й кв. 2001 г. оказались намного хуже, чем в прошлом году: в первые три месяца этого года действовали высокие экспортные пошлины (48 евро за тонну, или \$5,8 за баррель).

Июнь обычно напряженный месяц для российских нефтяных компаний. Многие из них проводят очередные годовые собрания акционеров именно в июне. Мы не думаем, что на этих собраниях будут приняты какие-либо неожиданные решения. Вместе с тем, непосредственно перед проведением этих собраний или сразу после них компании опубликуют финансовые отчеты за 2000 г., составленные в соответствии с требованиями GAAP (США) и МСБУ. На наш взгляд, самыми ответственными будут собрания акционеров Юкоса (20 июня), Газпрома (29 июня) и ЛУКОЙла (28 июня). Менеджмент представит на обсуждение свои планы по добыче и стратегии развития.

Газпром

Илл. 26. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001П	2002П	2003П
Выручка, млн. \$	17 107,6	17 938,2	17 068,9	17 262,2
ЕБИТДА, млн. \$	4 998,6	6 495,1	5 833,2	6 064,7
Чистая прибыль, млн. \$	2 665,9	2 932,5	2 823,6	3 018,0
P/E	3,1	2,9	3,5	3,2
EV/ЕБИТДА	4,6	3,6	4,0	3,8
Капитализация, млн. \$	11 278,1			
EV, млн. \$	23 178,1			
Добыча, млрд. куб. м	3,2			
Запасы, млрд. куб. м	184,1			
Количество акций, млн.	23 673,5			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 27. 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



ЛУКОЙЛ

Илл. 28. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	12 736,8	11 853,4	12 701,5	13 181,9
ЕБИТДА, млн. \$	5 310,3	3 923,4	4 291,6	4 456,4
Чистая прибыль, млн. \$	3 112,0	2 200,0	2 445,5	2 563,6
P/E	3,1	4,4	3,9	3,8
EV/ЕБИТДА	2,3	3,2	2,9	2,8
Капитализация, млн. \$	10 616,1			
EV, млн. \$	12 416,1			
Добыча, млн. бнэ	578,5			
Запасы, млн. бнэ	15 121,0			
Количество акций, млн.	815,6			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 29. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Значительные доказанные запасы (18.7 млрд. баррелей)
- Доминирующая позиция на российском (22%) и балканском нефтяных рынках

Слабые стороны

- Внутренние продажи нефти - 15-18 млн. тонн
- Значительный объем долга (\$2.7млрд.)

Возможности

- Выпуск АДР 3-го уровня в 1-ом квартале 2001 г.
- Развитие активов в странах Восточной Европы (40% НПЗ)

Угрозы

- Низкий объем запасов в каспийском регионе
- Большой объем предложения акций на рынке

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 30. Ключевые события

Дата	Событие
18 мая	Неконсолидированная чистая прибыль ЛУКОЙла снизилась на 52% в 1 квартале 2001 года в связи с ростом экспортных пошлин и снижением цен на нефть. Неконсолидированная выручка компании снизилась на 13% до 1,6 млрд. долларов. Экспортные цены на нефть упали на 9,9% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Кроме того, правительство установило в первые три месяца 2001 года экспортные пошлины на уровне 48 евро за тонну по сравнению с 15 евро за тонну в начале 2000 года. Неконсолидированные финансовые результаты ЛУКОЙла снизились больше, чем у компании Сургутнефтегаз (снижение выручки составило 5,6%, чистой прибыли – 21,7%). Однако мы ожидаем, что консолидированные финансовые результаты ЛУКОЙла за 1 квартал 2001 года будут лучше.
29 мая	Чистая прибыль ЛУКОЙла по российским стандартам бухучета выросла на 187%, что поддерживает нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ на обыкновенные акции компании. Выручка компании выросла на 34% до 14,45 млрд. долларов. Показатель чистой прибыли на одну акцию вырос до 4,41 долл., что в три раза превышает соответствующий показатель в 1999 году. Существенно улучшились показатели норм валовой и чистой прибыли компании. Большинство других показателей ликвидности и эффективности компании также улучшились. Данные цифры за 2000 год превышают наши оценки, подготовленные в соответствии с международными стандартами бухучета (МСБУ). Опубликование отчетности ЛУКОЙла, подготовленной в соответствии с МСБУ, ожидается в июне.

Источник: оценки Альфа Банка

Сибнефть

Илл. 31. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	2 757,8	2 503,6	2 591,2	2 716,2
ЕБИТДА, млн. \$	1 266,4	1 057,5	1 365,1	1 395,5
Чистая прибыль, млн. \$	845,7	602,8	623,6	748,7
P/E	2,2	3,1	3,0	2,5
EV/ЕБИТДА	1,7	2,0	1,6	1,5
Капитализация, млн. \$	1 863,3			
EV, млн. \$	2 143,3			
Добыча, млн. бнэ	125,6			
Запасы, млн. бнэ	5 960,3			
Количество акций, млн.	4 741,3			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 32. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Высокий профессиональный уровень руководства компании
- Наиболее современный НПЗ в России

Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 12%
- НПЗ на значительном удалении от рынков экспорта

Возможности

- Повышение объема добычи на 10.5% вследствие увеличения капложений
- 33% ОНАКО

Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (88%)

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 33. Ключевые события

Дата	Событие
11 мая	Добыча нефти в Омском регионе позволит Сибнефти сэкономить 4,5 млн. долларов и получать дополнительно прибыль порядка 15 млн. долларов в год. Сибнефть планирует начать разработку Крапивинского нефтяного месторождения, расположенного в Омском регионе, запасы нефти которого составляют 8,6 млн. тонн нефти. Компания намерена произвести более 350 000 тонн к 2003 году, таким образом, общий объем добычи нефти в Омском регионе увеличится до 1 млн. тонн. Данная нефть будет поставляться на Омский НПЗ. В результате этого компания сможет существенно сократить транспортные расходы - почти на 4,5 млн. долларов в год. В этом году Сибнефть планирует увеличить добычу нефти на 11% до 19,1 млн. тонн.

Источник: оценки Альфа Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 34. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	5 685,5	5 374,6	5 437,7	5 659,3
ЕБИТДА, млн. \$	3 415,0	2 595,4	3 232,0	3 255,3
Чистая прибыль, млн. \$	2 513,0	1 757,0	2 286,6	2 293,5
P/E	4,1	5,8	4,5	4,4
EV/ЕБИТДА	3,4	4,4	3,5	3,5
Капитализация, млн. \$	11 335,8			
EV, млн. \$	11 445,8			
Добыча, млн. бнэ	373,3			
Запасы, млн. бнэ	21 893,0			
Количество акций, млн.	43 428,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 35. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.02)
- Более 75% выручки в валюте

Слабые стороны

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

Возможности

- Освоение новых запасов нефтей (Тиман-Печора, Восточная Сибирь)
- Модернизация НПЗ Кинфед к 2005 г. (\$800 млн.)

Угрозы

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

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 36. Ключевые события

Дата Событие

- 4 мая Чистая прибыль Сургутнефтегаза составила 2,7 млрд. долларов, на 8,8% превысив наши ожидания. Консолидированная выручка компании составила 6,1 млрд. долларов в 2000 году, что на 63,4% больше чем в прошлом году. Компания продемонстрировала впечатляющий рост чистой прибыли в результате увеличения цен и продаж в прошлом году. Исходя из данных цифр, Сургутнефтегаз торгуется с коэффициентами 2000 P/E 1,8 и P/S 1,0. Компания практически не имеет задолженности, что увеличивает величину средневзвешенной стоимости капитала. Однако основной проблемой отчетов компании является неопределенность относительно краткосрочных инвестиций в размере 3,3 млрд. долларов. В целом, мы расцениваем результаты компании за 2000 год как позитивные и поддерживаем свою рекомендацию ПОКУПАТЬ обыкновенные акции компании.
- 7 мая Прибыль Сургутнефтегаза за первый квартал 2001 года до вычета налогов упала на 22,3% до \$703.8 млн; выручка компании выросла на 7,9% до \$1.2 млрд. Снижение прибыли было обусловлено падением цен на нефть и высокими экспортными пошлинами. Экспортные пошлины выросли до 48 евро за тонну в первом квартале текущего года по сравнению с 15 евро за тонну в первом квартале 2000 года, что стоило компании дополнительных затрат в \$125 млн. за квартал. Однако, крайне высокие экспортные пошлины были впоследствии снижены до 22 евро за тонну и мы ожидаем, что чистая прибыль компании за 2001 год составит \$2.3 млрд. В этом году руководство компании планирует увеличить инвестиции компании на 26,5% до \$1.5. Компания планирует увеличить добычу нефти на 4,2% и добычу газа на 5,4% в этом году.

Источник: оценки Альфа Банка

Татнефть

Илл. 37. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	3 832,7	3 827,9	3 835,8	3 842,9
ЕБИТДА, млн. \$	1 284,8	1 076,3	892,3	906,1
Чистая прибыль, млн. \$	808,6	640,7	518,1	551,0
P/E	1,4	1,7	2,1	2,0
EV/ЕБИТДА	1,4	1,6	2,0	1,9
Капитализация, млн. \$	1 146,9			
EV, млн. \$	1 746,9			
Добыча, млн. бнэ	183,3			
Запасы, млн. бнэ	6 206,0			
Количество акций, млн.	2 326,2			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 38. 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 (\$820 млн.)
- Реструктуризация 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. 39. Ключевые события

Дата	Событие
16 мая	Татнефть потеряла доступ к Московскому НПЗ, что будет стоить компании порядка 10 млн. долларов в год. Татнефть традиционно поставляла около 2,5 млн. тонн нефти на Московский НПЗ, или 20% всех внутренних продаж нефти. В результате такого сотрудничества Татнефть начала агрессивно развивать розничную сеть в Московском регионе. Московская нефтяная компания (МНК), которая контролирует 51% Московского НПЗ, планирует модернизировать завод и обратилась с просьбой к Татнефти принять участие в этом проекте. Однако Татнефть сооружает свой собственный НПЗ в Татарстане и отказалась принять участие в реконструкции Московского НПЗ. Вслед за этим МНК отказалась от сотрудничества с Татнефтью, начиная с мая. Татнефти необходимо найти другой источник продуктов для поставок на свои АЗС. Компания скорее всего, будет поставлять нефть компании НОРСИ, расположенной в 300 км от Москвы.
25 мая	Консолидированная чистая прибыль Татнефти за 2000 год по российским бухгалтерским стандартам выросла на 415% до 23,16 млрд руб. (\$824,2 млн.). Чистая выручка компании выросла на 110% до 105,87 млрд. руб. (\$3,767 млн.). Норма чистой прибыли выросла до 22% с 9% в 1999 году, однако норма операционной прибыли упала до 35% с 42% в 1999 году.

Источник: оценки Альфа Банка

Юкос

Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	7 305,8	7 119,5	7 659,1	8 008,5
ЕБИТДА, млн. \$	3 804,0	2 931,0	3 403,8	3 561,4
Чистая прибыль, млн. \$	2 584,0	1 952,0	1 694,4	1 957,2
P/E	2,8	3,7	4,3	3,7
EV/ЕБИТДА	2,1	2,7	2,3	2,2
Капитализация, млн. \$	7 225,5			
EV, млн. \$	7 905,5			
Добыча, млн. бнэ	362,1			
Запасы, млн. бнэ	14 709,5			
Количество акций, млн.	2 237,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 41. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Крупнейшая по нефтепереработке (21 млн. тонн) российская компания Диверсифицированные активы на всей территории РФ
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкая доля акций, обращающихся на рынке (14%)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Увеличение числа акций на рынке до 30-35% в течение 5-7 лет Модернизация сети АЗС и НПЗ к 2005
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Компания находится под полным контролем ее руководства

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 42. Ключевые события

Дата	Событие
29 мая	В июне 2001 года Юкос начнет публиковать ежеквартальную финансовую отчетность, подготовленную в соответствии с международными стандартами бухучета, это повысит прозрачность компании. Юкос станет первой российской компанией, освоившей данную процедуру. Вице-президент Юкоса по экономике и финансам Брюс Мисамур объяснил этот шаг необходимостью быть готовыми к возможному выпуску АДР второго и третьего уровня. АДР первого уровня были выпущены Юкосом в марте этого года, и в настоящее время только 2% акций компании конвертировано в АДР. В любом случае, данная новость позитивна для рынка, так как ведет к улучшению прозрачности компании. В результате этого, мы подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ обыкновенные акции компании.

Источник: оценки Альфа Банка

Наталья Сажина

(7 095) 795-5835

Энергетика

В мае основной темой в электроэнергетике была реструктуризация. Правительство в конце концов утвердило программу, разработанную в Минэкономразвития. Через месяц министерство должно представить в правительство окончательный вариант программы.

Необходимо внести ясность в содержание первого этапа реструктуризации

Ряд положений программы, в частности механизм создания Федеральной сетевой компании, выделение активов из региональных энергокомпаний (передача и генерация), структура новых генерирующих компаний, требует пояснений. В самом ближайшем будущем по всем этим вопросам, составляющим содержание первого этапа реструктуризации (его предполагается начать в сентябре 2001 г.), должна быть внесена ясность.

Разработка новых правил формирования тарифов может привести к росту тарифов на электроэнергию

В соответствии с программой реструктуризацию предполагается начать ее первый этап с разработки основных законодательных актов, на базе которых будет осуществляться регулирование отрасли в период ее реформирования. Речь идет об обеспечении практической реализации всего комплекса реформ. В числе других первоочередных мероприятий



утверждение программы расчетов по долгам и разработка новых правил формирования тарифов. Мы полагаем, что тарифы будут расти, поскольку основной принцип состоит в том, что новые тарифы должны не только покрывать издержки и инвестиционную составляющую, но и содержать в себе часть «старой» задолженности потребителей (дебиторская задолженность).

Газпром скорее всего будет настаивать на повышении цен на газ

Ответом на увеличение экспортных пошлин на газ скорее всего будет стремление Газпрома повысить во втором полугодии 2001 г. внутренние цены на газ. Природный газ по-прежнему является основным видом топлива в электроэнергетике (в 2000 г. 64%). Пока мы сохраняем наш прогноз роста средних цен на газ в 2001 г. на уровне 15%, а также прогноз роста тарифов на электроэнергию – 16-17% по сравнению с уровнем прошлого года.

РАО ЕЭС

Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	10 387,0	13 001,0	14 122,0	14 619,0
ЕБИТДА, млн. \$	1 996,0	2 211,0	3 389,0	3 283,0
Чистая прибыль, млн. \$	410,0	444,0	458,0	757,0
P/E	10,4	9,6	9,3	5,7
EV/ЕБИТДА	2,5	2,2	1,5	1,5
Капитализация, млн. \$	4 345			
EV, млн. \$	4 922			
Производство, ТВтч	622			
Мощность, ГВт	156			
Количество акций, млн.	42 117			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 44. 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 -54%)
- Зависимость от ФЭК и РЕК при установлении тарифов

Возможности

- Кредит ЕБРР в 100 млн. долл. и Сбербанк в 500 млн. долл.
- для финансирования инвестиционных проектов

Угрозы

- Риск разделения активов в процессе реструктуризации

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 45. Ключевые события

Дата	Событие
19 мая	Правительство одобрило предложения по реструктуризации, подготовленные Министерством, возглавляемым Грефом, - самый негативный сценарий подтвердился. Единственная уступка, сделанная членам Рабочей группы по реструктуризации и миноритарным акционерам, заключается в том, что им будет предоставлена возможность участвовать в доработке концепции в течение месяца.
24 мая	Собираемость платежей РАО ЕЭС в первом квартале 2001 года составила 77% - очевидный рост по сравнению с 2000 годом (68%).

Источник: оценки Альфа Банка

Мосэнерго

Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	1 087,0	1 299,0	1 461,0	1 536,7
ЕБИТДА, млн. \$	265,0	320,5	336,2	463,9
Чистая прибыль, млн. \$	-3,0	11,6	80,3	96,9
P/E	n/z	100,4	14,5	12,0
EV/ЕБИТДА	5,1	4,2	4,0	2,9
Капитализация, млн. \$	1 164,6			
EV, млн. \$	1 359,8			
Производство, ТВтч	68,9			
Мощность, ГВт	14,8			
Количество акций, млн.	28 267,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 47. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Продажи излишков электроэнергии на спец. аукционах (до 5% отпуска)
- Кредит ЕБРР на строительство новой электростанции (100 млн. долл.);
- новый этап переговоров с EdF по поводу СП

Угрозы

- Проблемы корпоративного управления могут препятствовать развитию компании
- Риск разделения активов в процессе реструктуризации

Источник: оценки Альфа Банка

**Илл. 48. Ключевые события**

Дата	Событие
10 мая	Чистая прибыль Мосэнерго за 1 квартал 2001 года выросла на 158% по сравнению с прошлым годом. Операционная прибыль увеличилась вдвое: рост выручки превзошел рост затрат. Мы полагаем, что данные цифры за первый квартал в целом и целом не являются репрезентативными для оценки деятельности компании, так как обычно повышение тарифов на топливо происходит во второй половине года. Несмотря на это, работу компании в целом можно оценить как довольно эффективную. Мы поддерживаем нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции Мосэнерго.
18 мая	По итогам 2000 г. Мосэнерго имеет чистый убыток в размере \$3 млн. по стандартам US GAAP по сравнению с \$2,02 млрд. убытка, понесенного в 1999 г. Выручка за отчетный период увеличилась на 19%, достигнув \$1,09 млрд. Прибыль от основной деятельности составила \$129 млн. по сравнению с убытком в \$122 млн. в 1999 г. На конец отчетного года денежные средства компании, полученные от основной деятельности, составили \$84 млн. (для сравнения: в 1999 г. в этой строке был убыток в \$1 млн.), и одновременно Мосэнерго сумело снизить свою кредиторскую задолженность на \$135 млн. Это очень хороший показатель, ведь если Мосэнерго сможет и дальше наращивать размер денежных средств, у нее будут неплохие шансы погасить в октябре 2002 г. еврооблигационный заем на сумму \$155 млн.
18 мая	Мы оцениваем планы Мосэнерго выпустить новые акции как положительные, если в компании появится стратегический инвестор. Мосэнерго надеется получить дополнительные средства для того, чтобы осуществить свои инвестиционные проекты. Презентация этих инвестиционных проектов состоится в конце мая, возможно, тогда же мы получим дополнительные сведения о новом выпуске акций. Мы считаем, что новый выпуск акций положителен для компании только в том случае, если у компании появится стратегический инвестор. Им могла бы стать компания RWE, вторая по величине энергетическая компания в Германии, которая, по некоторым сведениям, уже имеет процент в Мосэнерго.
18 мая	Представитель миноритарных акционеров впервые вошел в совет директоров Мосэнерго. А именно, Анатолий Чабак из Никойла. Фактически, он был поддержан членами Ассоциации по защите прав инвесторов. Мы надеемся, что данное событие окажет положительное влияние на информационную открытость компании. Акционеры через своего представителя получат больше информации о заседаниях совета директоров и принятых решениях.
24 мая	Мосэнерго планирует организовать совместное предприятие с Siemens – нейтрально для рынка. Представители Мосэнерго подтвердили, что компания подписала контракт с Siemens на закупку оборудования, суммой 20 млн. долларов. Это контракт весьма масштабный для Мосэнерго, так как представляет 10% ежегодных капложений компании. Две компании также обсуждают планы относительно СП по производству оборудования в России. Компания Siemens хотела бы производить некоторое оборудование для энергетического сектора в России и, возможно, видит Мосэнерго в качестве подходящего партнера. Однако это только планы, и никаких официальных документов подписано пока не было.

Источник: оценки Альфа Банка

Ленэнерго**Илл. 49. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	363,2	504,3	589,0	656,3
EBITDA, млн. \$	19,9	46,6	40,6	44,4
Чистая прибыль, млн. \$	2,0	11,7	33,9	57,9
P/E	80,0	13,7	4,7	2,8
EV/EBITDA	9,0	3,8	4,4	4,0
Капитализация, млн. \$	171,3			
EV, млн. \$	178,4			
Производство, ТВтч	7,9			
Мощность, ГВт	5,3			
Количество акций, млн.	897,3			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 50. Краткий обзор компании**Сильные стороны**

- Рост потребления электроэнергии промышленным сектором
- Значительная доля принадлежит стратегическому иностранному инвестору 14%
- Новая профессиональная и достаточно эффективная команда менеджеров

Слабые стороны

- 34% электричества и 73% тепла поставляются субсидируемым потребителям

Возможности

- Потенциал развития экспорта в Финляндию и страны Нордпул за счет выгодного географического положения
- Выпуск АДР 1-го уровня, планируемый переход на МСФО - повысит ликвидность акций

Угрозы

- Риск разделения активов в процессе реструктуризации

Источник: оценки Альфа Банка

**Илл. 51. Ключевые события**

Дата	Событие
14 мая	Ленэнерго объявит о выпуске АДР 1 уровня после одобрения ФКЦБ. Компания планирует конвертировать 6% своих акций, в настоящее время находящихся в Bank of New York, в АДР, а также на добровольной основе акции, принадлежащие иностранным акционерам.
18 мая	По сравнению с аналогичным периодом прошлого года чистая прибыль Ленэнерго достигла \$15,7 млн. в первом квартале 2001 года, что означает рост на 309%. Показатели рентабельности у компании во 2-ом квартале довольно высокие. Несмотря на это, мы хотим напомнить, что по результатам первого квартала судить о размере чистой прибыли предприятий электроэнергетики вообще не принято. Итоговый показатель за год будет зависеть от цен на топливо (во 2-ом полугодии этого года они, предположительно, будут расти), общего объема капитальных затрат, цен на электроэнергию на оптовом рынке, платежной дисциплины бюджетных потребителей.
24 мая	Ленэнерго провело вчера годовое собрание акционеров - миноритарные акционеры смогли сохранить за собой три места в совете директоров. РАО ЕЭС получило пять мест из одиннадцати возможных в совете директоров. Генеральный директор Ленэнерго Андрей Лихачев, губернатор Ленинградской области и глава компании «Петербургрегионгаз» были избраны в совет директоров. Стратегические инвесторы Ленэнерго получили два места: от компании E.ON Energie (9,3% уставного капитала Ленэнерго) и Fortum Power (4,2%). Александр Бранис от компании Prosperity был избран как представитель портфельных инвесторов. На собрании не было ничего неожиданного. Акционеры одобрили решение совета директоров не выплачивать дивиденды по обыкновенным и привилегированным акциям за 2000 год. Таким образом, владельцы привилегированных акций (15% уставного капитала) смогут голосовать на следующем собрании акционеров, при этом доля РАО ЕЭС останется неизменной – 49% (вместо 57%).

Источник: оценки Альфа Банка

Иркутскэнерго**Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	304,4	309,2	335,8	360,8
EBITDA, млн. \$	70,7	63,5	114,8	132,3
Чистая прибыль, млн. \$	-41,2	54,6	31,6	2,0
P/E	н/з	6,9	12,0	189,5
EV/EBITDA	6,3	7,0	3,9	3,4
Капитализация, млн. \$	379,0			
EV, млн. \$	445,3			
Производство, ТВтч	53,8			
Мощность, ГВт	12,9			
Количество акций, млн.	4 767,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 53. Краткий обзор компании**Сильные стороны**

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

Слабые стороны

- Конфликт между четырьмя группами, которые владеют крупными пакетами акций

Возможности

- В долгосрочном плане – развитие бизнеса TMT

Угрозы

- Перераспределение собственности в пользу группы алюминиевых компаний
- (контролируют 40-45% акций)

Источник: оценки Альфа Банка

Андрей Богданов

(7 095) 795-3613

Елена Роговина

(7 095) 795-3742

На годовом собрании акционеров МГТС мы не ожидаем сюрпризов

МГТС, скорее всего, будет отведена особая роль в объединении предприятий связи Центрального региона

Телекоммуникации

16 июня состоится очередное общее собрание акционеров МГТС. Повестка дня – обычная, причем мы предполагаем, что все предложения акционерами будут приняты.

МГТС должна утвердить дивиденды в размере \$0,04 за одну обыкновенную и \$0,17 за одну привилегированную акцию. В прошлом году из-за убытков было принято решение не выплачивать дивиденды. В этом году дивидендный доход по привилегированным акциям будет на уровне среднего по отрасли показателя, составляющего около 10%. В то же время дивидендный доход по обыкновенным акциям у МГТС составит лишь 0,6% (средний по отрасли показатель – 1,1%).

Мы не считаем, что на собрании будет оглашена какая-либо новая важная информация о консолидации и выпуске АДР. Скорее всего МГТС будет участвовать в объединении предприятий связи Центрального региона, но в этом процессе компании будет отведена особая роль. Вероятность такого варианта сейчас особенно высока: недавно появилась информация об объединении альтернативных операторов связи, являющихся дочерними предприятиями МГТС. Есть опасность того,



Важной темой годового собрания акционеров Ростелекома станет вопрос консолидации в отрасли

что имеющиеся у МГТС пакеты акций дочерних компаний могут быть проданы Системе-Телеком.

30 июня состоится очередное общее собрание акционеров Ростелекома. Мы предполагаем, что акционеры утвердят предлагаемые дивиденды в размере 0,1634 на одну обыкновенную и 0,4243 рубля на одну привилегированную акцию. Другой важный вопрос, который возможно станет темой обсуждения на собрании – что станет с Ростелекомом после объединения региональных предприятий связи? Мы считаем, что и Связьинвест как крупный акционером Ростелекома, и региональные компании не собираются в деталях раскрывать содержание бизнес-плана, подготовленного фирмой Arthur Andersen. Это означает, что в вопросе о передаче части межрегиональных активов Ростелекома панрегиональным предприятиям связи возникает неопределенность.

Вместе с тем мы не ожидаем принятия в ближайшем будущем каких-либо решений, которые могли бы негативно сказаться на стоимости этих активов: судя по всему Связьинвест и так уже обеспокоена низкой стоимостью Ростелекома, а передача его активов может привести к их еще большему обесценению. С другой стороны, можно высказать предположение, что Министерство по антимонопольной политике повысит интегральную расчетную таксу. Если это произойдет, выручка Ростелекома от совместного трафика междугородней связи увеличится. Мы считаем, что нынешняя цена акций Ростелекома верно отражает стоимость компании. Еще какое-то время в этой цене будут отмечаться колебания, а затем она возможно начнет расти, если этому будут способствовать основные факторы роста.

Операторы альтернативной связи

Голден Телеком

Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	113,1	135,2	170,3	190,3
EBITDA, млн. \$	16,7	25,5	52,1	58,4
Чистая прибыль, млн. \$	(10,3)	(16,2)	(0,1)	3,1
P/E	н/з	н/з	н/з	73,9
EV/EBITDA	13,5	8,8	4,3	3,9
Капитализация, млн. \$	226,4			
EV, млн. \$	225,5			
Кол-во акций, млн.	24,1			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 55. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Значительный объем наличности
- Предоставляет полный набор телекоммуникационных и Интернет услуг

Слабые стороны

- Ограниченный потенциал развития CLEC бизнеса
- Отсутствие привлекательных активов мобильной связи

Возможности

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

Угрозы

- Неопределенность в отношении покупателя 62.5% акций компании GTI у компании GTS
- Отсутствие возможностей приобретения новых бизнесов могут ограничить рост компании

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 56. Ключевые события

Дата Событие

10 мая Результаты Голден Телеком за 1-ый квартал: по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, показатель EBITDA улучшился, но выручка уменьшилась, а чистый убыток вырос. По сравнению с предыдущим кварталом, выручка и EBITDA изменились, соответственно, на -0,6% и +8,9%. GTI ожидает достичь нормы EBITDA приблизительно 16% в 2001 году при росте EBITDA на 20-25% по сравнению с 2000. Это означает, что компания прогнозирует показатель EBITDA в 2001 году на уровне \$20,0-20,9 миллионов и выручку \$125,0-130,6 миллионов. В то же время чистый убыток компании увеличился до \$3,9 миллионов по сравнению с \$2,2 миллионов в 4-ом квартале 2000.

Источник: оценки Альфа Банка

МТС

Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	535,7	734,3	854,1	970,4
ЕБИТДА, млн. \$	226,7	302,1	384,6	468,4
Чистая прибыль, млн. \$	90,0	122,5	160,1	204,2
P/E	31,0	22,8	17,4	13,7
EV/ЕБИТДА	12,4	9,3	7,3	6,0
Капитализация, млн. \$	2 790,6			
EV, млн. \$	2 814,1			
Число абонентов, '000	2 667,4			
Кол-во акций, млн.	99,7			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 58. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Высокие темпы роста, самая обширная база корпоративных абонентов
- Чрезвычайно прочное финансовое положение

Слабые стороны

- Частые нарушения сети в Москве
- Незначительное количество акций в свободном обращении

Возможности

- Выход на стратегический рынок мобильной связи Санкт-Петербурга
- Рост компании вследствие роста объема услуг Интернет и передачи данных

Угрозы

- Плата за использование линий может повыситься после возможного приобретения МГТС компанией Связьинвест

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 59. Ключевые события

Дата	Событие
23 мая	<p>Выручка МТС за 1 квартал 2001 года снизилась по сравнению с соответствующим показателем прошлого года; снижение средней выручки на абонента компенсируется резким увеличением числа абонентов. Финансовые результаты МТС за 1 квартал 2001 года оказались не такими выдающимися, как ожидалось. Снижение выручки на 0,7% оказалось неожиданным и даже разочаровывающим. На наш взгляд, для МТС будет довольно сложно поддержать рост нормы ЕБИТДА, составляющей 47%. По нашим оценкам, уровень нормы ЕБИТДА для МТС в целом за 2001 год составит 42,3%. Число абонентов МТС на конец 1 квартала 2001 года равнялось 1 421 000, включая 119 000 абонентов в регионах.</p> <p>Мы понизили нашу рекомендацию по акциям МТС с ПОКУПАТЬ до НАКАПЛИВАТЬ, наша расчетная цена составляет 31 доллар. Несмотря на хорошие фундаментальные показатели, мы считаем, что компания не сможет предотвратить падение показателя выручки на абонента, а также сохранить операционные издержки на низком уровне 1 квартала 2001 года, что негативно отразится на показателях нормы прибыли. Кроме того, это может привести к сокращению разрыва между МТС и компанией ВымпелКом, особенно, если последняя покажет хорошие финансовые результаты по итогам 1 квартала 2001 года и привлечет стратегического инвестора.</p>

Источник: оценки Альфа Банка

ВымпелКом

Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	274,1	349,8	372,4	418,7
ЕБИТДА, млн. \$	(14,5)	85,4	116,9	150,2
Чистая прибыль, млн. \$	(77,8)	6,5	19,3	37,7
P/E	н/з	123,3	41,9	21,4
EV/ЕБИТДА	(56,4)	9,6	7,0	5,4
Капитализация, млн. \$	806,9			
EV, млн. \$	816,7			
Число абонентов, '000	908,5			
Кол-во акций, млн.	46,9			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 61. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Лучшая сеть GSM в Москве
- Наиболее привлекательные тарифы

Слабые стороны

- Доля рынка сокращается, высокая доля дешевых контрактов
- Недостаток капитала для региональной экспансии

Возможности

- Найти стратегического партнера для региональной экспансии
- Увеличить долю новых абонентов вследствие высокого качества предоставляемых услуг

Угрозы

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

Источник: оценки Альфа Банка



Илл. 62. Ключевые события

Дата Событие

29 мая **Результаты ВымпелКома за 1 квартал 2001 года оказались значительно лучше ожиданий.**
 Финансовые результаты ВымпелКома за 1-ый квартал 2001 года значительно превысили рыночные ожидания. Абонентская база ВымпелКома выросла на 18,1% с конца 2000 года до 984 500 абонентов, включая региональных. ВымпелКом, наконец, достиг долгожданного соглашения с Альфа-Групп. ВымпелКом выпустит эквивалент 6 866 667 АДА (должно быть одобрено 75% акционеров), которые будут куплены Эко-Телеком Ltd (часть Альфа-Групп) по цене \$15 за АДА, таким образом обеспечив ВымпелКому дополнительные \$103 миллиона. В результате очень сильных показателей 1-го квартала и успешного исхода сделки с Альфа-Групп, благодаря которой ВымпелКом приобрел очень сильного локального партнера и смог сохранить контроль в ВымпелКом-Р, мы повышаем нашу рекомендацию до ПОКУПАТЬ.

Источник: оценки Альфа Банка

**Операторы традиционной связи
МГТС**

Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	216,0	235,2	219,2	224,1
EBITDA, млн. \$	102,5	120,3	89,1	93,2
Чистая прибыль, млн. \$	27,8	27,1	15,1	25,6
P/E	17,3	17,7	31,7	18,7
EV/EBITDA	6,0	5,1	6,9	6,6
Капитализация, млн. \$	510,1			
EV, млн. \$	617,1			
Используется линий, '000	154,3			
Кол-во акций, млн.	95,8			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 64. 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

- Может стать центром объединения телекомов Центрального Региона
- Наибольший потенциал роста после пересмотра тарифов

Угрозы

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

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 65. Ключевые события

Дата Событие

15 мая **Дивиденды МГТС за 2000 год составили 0,04 долларов на одну обыкновенную акцию и 0,17 долларов на одну привилегированную акцию, что ниже размера средних дивидендов по отрасли.** В 1999 году дивиденды по обыкновенным акциям не выплачивались, дивиденды по привилегированным акциям до сплита составили 0,08 долларов.
 В 2000 году дивидендный доход по привилегированным акциям составил 9,9%, что практически соответствует среднему по отрасли уровню (все региональные телекомы должны будут затратить на выплату дивидендов по привилегированным акциям 10% чистой прибыли). Дивидендный доход по обыкновенным акциям составил только 0,6%, что ниже среднего по отрасли уровня в 1,1%.

17 мая **Комстар, Телмос и МТУ-Информ объединятся в одну компанию к концу года, детали выпуска АДР объединенной компании не ясны.** По словам генерального директора МТУ-Информ Саида Алимбеков, документы относительно объединения компаний Комстар, Телмос и МТУ-Информ были направлены в Министерство по антимонопольной политике (МАП). Консолидация операторов была инициирована компанией Система-Телеком, но на первой стадии будут объединены только три из них – Голден Лайн присоединиться позже. Объединенная компания собирается выпустить АДР 3 уровня к концу 2001 года посредством допэмиссии. Однако объем выпуска и прочие детали пока не известны. Мы по-прежнему считаем, что все еще есть потенциальный риск продажи пакетов МГТС в этих операторах компании Система-Телеком. В этом случае МГТС потеряет свои самые привлекательные активы и станет только частью межрегионального телекома – Центральный Телеком, если это будет согласовано со Связьинвестом.

Источник: оценки Альфа Банка

Ростелеком

Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	756,1	715,5	708,7	711,2
EBITDA, млн. \$	240,0	259,2	267,8	291,7
Чистая прибыль, млн. \$	-6,8	22,8	42,0	69,4
P/E	n/z	27,4	14,9	9,0
EV/EBITDA	4,1	3,8	3,7	3,4
Капитализация, млн. \$	701,0			
EV, млн. \$	989,8			
Кол-во акций, млн.	971,6			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 67. 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

Угрозы

- Консолидация региональных компаний связи
- Значительная девальвация рубля

Источник: оценки Альфа Банка

**Илл. 68. Ключевые события**

Дата	Событие
23 мая	Дивидендный доход по обыкновенным акциям Ростелекома в 0,7% лучше, чем ожидалось, однако, ниже, чем в среднем по сектору (1,1%).
24 мая	Ростелеком опубликовал результаты деятельности за 2000 год по российским стандартам бухучета. Как ожидалось, в долларовом выражении Ростелеком показал снижение по всем основным финансовым показателям. Выручка и чистая прибыль снизились на 1,9% и 36,2%, соответственно. В то время как в рублевом выражении они выросли на 10,9% и 27,8%, соответственно.

Источник: оценки Альфа Банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-5835

20 июня ожидается объявление об обмене обыкновенных и привилегированных акций «Норильского никеля»

У компании «Норильский никель» - хорошие шансы выпустить АДР 1-ого уровня одновременно с началом обмена акций

Металлургия

23 мая ФКЦБ зарегистрировала допэмиссию акций ГМК «Норильский никель». Теперь «Норильский никель» может продолжить реализацию программы реструктуризации. 20 июня компания собирается объявить об обмене обыкновенных и привилегированных акций «Норильского никеля» на обыкновенные акции ГМК. На этот раз свои акции смогут обменять все без исключения акционеры «Норильского никеля» (в настоящее время конвертация акций распространяется только на сотрудников компании). Заявки на обмен акций рассматриваются в течение 2 месяцев, поэтому мы полагаем, что к октябрю 2001 г. обмен акциями завершится.

В то же время ФКЦБ не оставляет попыток доказать незаконность реструктуризации «Норильского никеля». 22 мая Комиссия подала апелляцию на решение Московского арбитражного суда, который рассматривал ее иск против «Норильского никеля». Поскольку 5 апреля компания уже выиграла дело в Московском арбитражном суде, нам кажется, что и на этот раз ей удастся доказать свою правоту – теперь уже в Федеральном арбитражном суде Московской области.

ФКЦБ также сообщила о своем решении отложить выдачу разрешения «Норильскому никелю» на выпуск АДР. Мы все же полагаем, что в течение 2-3 недель компания пройдет все необходимые согласования и сможет, как и планировалось ранее, выпустить АДР 1-ого уровня одновременно с началом обмена акций.

Учитывая прогресс в реализации программы реструктуризации, мы вновь рекомендуем инвесторам ПОКУПАТЬ акции «Норильского никеля».

Илл. 69. График реструктуризации «Норильского никеля»

Мероприятие	Дата по плану
Выпуск проспекта эмиссии акций ГМК «Норильский никель» в объеме 135 млн. штук и его регистрация в ФКЦБ	23.05.2001
Объявление о предложении ГМК произвести обмен акций в соотношении одна новая акция ГМК за одну обыкновенную или привилегированную акцию «Норильского никеля» путем закрытой подписки акций, размещаемых среди акционеров «Норильского никеля»	20.06.2001
Завершение обмена акций	20.08.2001
Объявление о результатах обмена акций	03.09.2001
Представление данных о результатах обмена акций на регистрацию в ФКЦБ	03.09.2001
Регистрация обмена акций в ФКЦБ	01.10.2001
Аннулирование акций ГМК, находящихся в собственности «Норильского никеля»	будет определена дополнительно

Источник: оценки Альфа Банка

Норильский Никель

Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	5 015,7	4 600,6	4 404,6	4 528,9
EBITDA, млн. \$	2 617,2	2 014,4	1 766,7	1 926,7
Чистая прибыль, млн. \$	1 482,1	1 110,0	890,2	1 106,7
P/E	1,7	2,3	2,8	2,3
EV/EBITDA	0,8	1,0	1,2	1,1
Капитализация, млн. \$	2 669,2			
EV, млн. \$	2 100,1			
Кол-во акций, млн.	189,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 71. 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

- Растущий спрос на внутреннем рынке
- Оптимизация рабочей силы

Угрозы

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

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 72. Ключевые события

Дата	Событие
16 мая	Норильский Никель приостановит экспорт никеля, меди и кобальта в мае-июне, как обычно Норильский Никель объявил о прекращении экспорта никеля, меди и кобальта на 1-1,5 месяца, что связано с трудностями в навигации в этот период. Приостановка экспорта никеля, меди и кобальта происходит ежегодно в связи с погодными условиями. Соответственно, временное сокращение экспорта было запланировано заранее, и мы не ожидаем какого-либо влияния на цену акций Норильского Никеля.
17 мая	Норма чистой прибыли ГКМ Норильский Никель за первый квартал 2001 года составила 47%, это лучше, чем ожидалось, и подтверждает нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ Согласно результатам за первый квартал 2001 года (по РСБУ) выручка ГКМ Норильский Никель снизилась на 8% по сравнению с прошлым годом до 1,1 млрд. долларов в связи с падением цен на металлы (выручка ГКМ составляет порядка 80% консолидированной выручки холдинга Норильский Никель). Чистая прибыль снизилась на 16% до 0,52 млрд. долларов, что лучше наших ожиданий (мы прогнозировали снижение чистой прибыли РАО Норильский Никель на 20% в 2001 году). Норма чистой прибыли компании в настоящее время очень высока – 47%, и мы подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Норильского Никеля.
21 мая	Миноритарным акционерам не удалось ввести в состав совета директоров Норильского Никеля своего кандидата, нейтрально для рынка. Годовое собрание акционеров (ГСА) Норильского Никеля одобрило дивиденды в размере 1,55 руб. (0,05 долл.) на одну обыкновенную и привилегированную акции. Соответствующая доля дивидендных выплат в прибыли, рассчитанная исходя из консолидированной чистой прибыли компании за 2000 год в размере 2,2 млрд. долларов, составила всего лишь 0,5%. Принимая во внимание то, что Норильский Никель уже выплачивал промежуточные дивиденды в размере 1,5 руб. за 3 квартал 2000 года, фактическая величина дополнительных дивидендов составляет 0,05 руб. Представитель миноритарных акционеров не смог набрать необходимое количество голосов для того, чтобы быть избранным в совет директоров компании. Соответственно, в состав совета директоров войдут только представители руководства компании, а также основного акционера - компании Интеррос, также как и в прошлом году. Хотя для миноритарных акционеров данный исход не является благоприятным, в действительности же, если бы был избран независимый директор, это вряд ли бы улучшило ситуацию с корпоративным управлением компанией, так как центр принятия решений очень скоро будет перенесен в ГКМ Норильский Никель в результате начатой реструктуризации. Компания ожидает, что к концу мая ФКЦБ зарегистрирует дополнительный выпуск акций ГКМ Норильский Никель, что позволит продолжить реализацию программы реструктуризации. Одновременно Норильский Никель начнет осуществление программы выпуска АДР первого уровня, что будет способствовать росту ликвидности акций компании. Мы поддерживаем свою рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Норильского Никеля.

Источник: оценки Альфа Банка

Северсталь

Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	2 100,0	1 796,9	2 057,2	2 005,6
EBITDA, млн. \$	811,9	435,9	577,9	525,1
Чистая прибыль, млн. \$	470,0	203,7	279,7	245,5
P/E	1,8	4,1	3,0	3,4
EV/EBITDA	0,5	0,9	0,7	0,7
Капитализация, млн. \$	834,4			
EV, млн. \$	378,3			
Производство, млн. тонн	8,2			
Кол-во акций, млн.	22,1			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 74. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Создание объединения с производителями труб
- Реализация проекта с Ижорским трубным заводом, начало производства в сент. 2002 г.

Угрозы

- Введение дополнительных ограничений на экспорт

Источник: оценки Альфа Банка

**Илл. 75. Ключевые события**

Дата	Событие
11 мая	<p>Чистая прибыль Северстали за первый квартал 2001 года снизилась на 52% по сравнению с прошлым годом, как и ожидалось. Северсталь объявила финансовые результаты за 1 квартал 2001 года, которые показали существенное снижение прибыльности компании. В то время как в первом квартале выручка снизилась на 4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (это было связано с сокращением производства листовой стали), чистая прибыль снизилась на 51% до 75 млн. долларов. Соответственно, чистая прибыльность компании упала с 32% в 1 квартале 2000 года до 16% в первом квартале 2001 года.</p> <p>Однако это снижение было ожидаемым в связи с падением мировых цен на металлы вкуче с ростом затрат, что уже привело к снижению прибыльности в 4 квартале 2000 года, когда норма чистой прибыли упала до 24%.</p> <p>Северсталь объявила норму операционной прибыли в размере 23%, что несколько ниже нашей оценки в 25%. Тем не менее, мы считаем, что меры по сокращению затрат позволят компании улучшить прибыльность и подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ обыкновенные акции Северстали.</p>
28 мая	<p>Северсталь направит на выплату дивидендов 7,5% чистой прибыли, дивидендный доход составит 5,6%. Совет директоров Северстали принял решение объявить размер дивидендов по обыкновенным акциям в сумме 60 руб. (2,1долл.) на одну акцию. В 2000 году размер чистой прибыли компании составил 17,6 млрд. руб. (626 млн. долларов согласно РСБУ). Общий размер дивидендных выплат составит 7,5% от чистой прибыли, соответствующий дивидендный доход равняется 5,6%, является одним из самых высоких среди российских компаний.</p> <p>Это впервые, когда компания объявила дивидендные выплаты, что безусловно положительно характеризует корпоративное руководство. Таким образом, мы подтверждаем свою рекомендацию ПОКУПАТЬ обыкновенные акции Северстали.</p>

Источник: оценки Альфа Банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-5835

Машиностроение и автомобильная промышленность

Уралмаш – Ижора

Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	238,9	380,1	404,6	415,3
EBITDA, млн. \$	29,4	68,4	73,5	72,1
Чистая прибыль, млн. \$	10,1	33,0	34,9	33,3
P/E	13,5	4,1	3,9	4,1
EV/EBITDA	3,7	1,6	1,5	1,5
Капитализация, млн. \$	136,1			
EV, млн. \$	108,0			
Кол-во акций, млн.	38,1			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 77. Краткий обзор компании**Сильные стороны**

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 78. Ключевые события

Дата	Событие
24 мая	<p>Группа Ураламаш-Ижора планирует увеличить капвложения на 80% в 2001 году, мы подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ. Во время поездки, организованной для инвесторов и аналитиков на завод тяжелого машиностроения Уралмаш (УЗТМ, входит в группу Ураламаш-Ижора) было объявлено, что группа увеличит в 2001 году капвложения на 80% до 36 млн. долларов. В частности, УЗТМ собирается увеличить капвложения на 116% до 21 млн. долларов. К сентябрю 2001 года компания собирается закончить установку «печь-ковш», что позволит значительно улучшить качество металла. Общий объем инвестиций в проект оценивается в 6,3 млн. долларов, со сроком окупаемости в 2,3 года.</p> <p>Вторая фаза реконструкции металлургического завода предполагает замену мартеновских печей на электродуговые, что позволит компании сократить затраты на производство стали на 25-30%. Стоимость проекта составляет порядка 20 млн. долларов, его завершение планируется через два года. В свете того, что компания последовательно осуществляет заявленную программу развития, мы поддерживаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ обыкновенные акции группы Уралмаш-Ижора.</p>

Источник: оценки Альфа Банка



Мария Чечурина
(7 095) 795-3735

**Результаты Сан
Интербрю за первый
квартал 2001 года, в
целом,
соответствует
нашим расчетным
показателям**

**В июне ожидаются
отчеты по РСБУ
компаний: Красный
Октябрь и ГУМ**

Пищевая промышленность и розничная торговля

В середине мая компания Сан Интербрю опубликовала свой очередной квартальный отчет (за 1-кв. 2001 г.). Результаты не поддаются однозначной оценке, однако, в целом они соответствуют нашим расчетным показателям. По нашим оценкам, норма операционной прибыли у компании к концу года увеличится до 14,3% (для сравнения: 1-й кв. 2001 г. – 7,7%), а чистая прибыль составит \$26 млн. (по сравнению с убытком в \$0,6 млн. в 1-ом кв. 2001 г.). Цена акций компании в прошлом месяце выросла больше, чем рынок – на 26% по сравнению с 21%-ым ростом индекса РТС. По расчетному на 2001 г. показателю EV/EBITDA акции Сан Интербрю все еще торгуются с 61-процентным дисконтом к цене акций аналогичных компаний на развивающихся рынках. Дисконт к расчетной цене (\$6,9) достигает 116%. В связи с этим мы вновь рекомендуем спекулятивную ПОКУПКУ акций Сан Интербрю.

В июне кондитерская фабрика Красный Октябрь и ТД ГУМ опубликуют свои отчеты по РСБУ за 1-й кв. 2001 г. Поскольку акции этих компаний малоликвидны, мы полагаем, что публикация отчетов не приведет к сколько-нибудь существенному изменению цены их акций.

30 июня состоится очередное общее собрание акционеров ТД ЦУМ (дата закрытия реестра 15 мая). Включение неординарных вопросов в повестку не предполагается. Акционеры должны будут утвердить дивиденды в размере 0,1 рубля на обыкновенную акцию.

Пищевая промышленность

Балтика

Илл. 79. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
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	5,70	4,21	4,19	3,59
EV/EBITDA	3,93	2,96	2,50	2,11
Капитализация, млн. \$	510,6			
EV, млн. \$	527,1			
Производство, млн. гл	10,7			
Кол-во акций, млн.	1,5			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 80. 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

- Стратегия снижения цен для увеличения объема продаж может привести к снижению прибыли компании

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 81. Ключевые события

Дата	Событие
28 мая	Объем продаж Балтики увеличился на 41% до 87 млн. долларов, чистая прибыль оказалась меньше, чем мы ожидали, снизившись на 19% до 13 млн. долларов. Вследствие более высокого роста операционных расходов операционная прибыль увеличилась на 20% до 24,8 млн. долларов по сравнению с прошлым годом. Мы полагаем, что показатель нормы операционной прибыли к концу года улучшится и составит 30,6% (по сравнению с 28,5% в 1 квартале 2001 года), норма чистой прибыли ожидается на уровне 22,4% (по сравнению с 19,0% в 1 квартале 2001 года). В результате того, что рост операционных затрат оказался более существенным, чем ожидалось, мы уменьшаем нашу расчетную цену до 466 долларов за одну обыкновенную акцию по сравнению с предыдущим значением цены в 485 долларов. Компания по – прежнему остается одной из самых прибыльных пивоваренных компаний в мире, а потенциал роста ее акций составляет 31%. Компания торгуется с 57% дисконтом по сравнению с соответствующими компаниями стран развивающихся рынков на основе коэффициента 2001E EV/EBITDA. Таким образом, мы поддерживаем свою рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ акции компании.

Источник: оценки Альфа Банка

Сан Интербрю

Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
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	4,84	4,46	3,14	2,56
EV/EBITDA	3,25	2,69	2,13	1,76
Капитализация, млн. \$	220,0			
EV, млн. \$	235,5			
Производство, млн. гл	10,1			
Кол-во акций, млн.	81,3			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 83. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

Возможности

- 12%-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. 84. Ключевые события

Дата	Событие
16 мая	<p>Выручка Сан Интербрю за 1 кв. 2001 увеличилась на 30% до 56 млн. долл., компания получила чистый убыток в 0,6 млн. долл.; результаты соответствуют нашим ожиданиям. Прибыль после реализации составила 4,3 млн. долларов по сравнению с убытком в 0,4 млн. долларов в 1 кв. 2000 года. Как мы и ожидали, более высокие потери по операциям в иностранной валюте, связанные с консолидацией Рогани, и более высокие выплаты по кредитам снизили прибыльность по балансовой прибыли до 3,8% в 1 кв. 2001 года по сравнению с 7,8% в 4 кв. 2000 года.</p> <p>В результате увеличения доли меньшинства и высокой налоговой ставке на прибыль компания получила чистый убыток в 0,6 млн. долларов (по сравнению с чистым убытком в 2,3 млн. долларов в 1 кв. 2000 года).</p> <p>Рост цен компании продолжает опережать инфляцию, и мы ожидаем, что эта тенденция сохранится до конца года и позволит перекрыть рост издержек. В результате операционная прибыльность вырастет до 14,1% по сравнению с 12,6% в 2000 году. Налоговая ставка снизится к концу года, так как будут учтены налоговые льготы из-за убытка в 1 квартале, что по нашим оценкам позволит компании достичь чистой рентабельности в 6,4% в этом году.</p>

Источник: оценки Альфа Банка

Розничная торговля

ГУМ

Илл. 85. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
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			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 86. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Наиболее известное российское предприятие розничной торговли
- Удачное местоположение

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Ужесточение конкуренции, особенно в центре Москвы

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 87. Ключевые события
Дата Событие

29 апреля	<p>Планы развития ГУМа и 81% потенциал роста до расчетной цены в 1,65 доллар на акцию подтверждают нашу рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ. 28 апреля состоялось годовое собрание акционером Торгового Дома ГУМ, на котором были утверждены финансовые результаты работы компании и дивиденды за 2000 год. Акционеры также выбрали Совет директоров в количестве 15 человек (как в прошлом году), среди которых 4 независимых представителя акционеров.</p> <p>В этом году компания планирует увеличить торговую площадь своего основного здания, а также установить эскалаторы между этажами, что будет способствовать росту притока покупателей и товарооборота компании. ГУМ планирует завершить в этом году внедрение информационной корпоративной системы, необходимой для создания эффективной торговой сети.</p> <p>Мы считаем, что компания имеет все возможности для того, чтобы реализовать свои бизнес-планы, и ожидаем, что выручка ГУМа вырастет на 8% в этом году. 81% потенциал роста до расчетной цены в 1,65 доллар на акцию подтверждают нашу рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ акции ГУМа.</p>
-----------	---

Источник: оценки Альфа Банка

Ольга Филиппова
(7 095) 795-3735

Внеочередное собрание акционеров Аэрофлота – маловероятно в июне

Транспорт

Новый крупный инвестор, который по неофициальным данным контролирует в настоящее время порядка 30% акций компании, пока еще себя «не показал». Мы полагаем, что этот инвестор введет в совет директоров своих представителей на внеочередном собрании, однако, его проведение в ближайшее время маловероятно.

Во-первых, до 2002 года, когда истекает срок действия контракта генерального директора Аэрофлота, изменения в руководстве компании вряд ли произойдут. Во-вторых, ранее государство объявило о решении не продавать в 2001 году свой пакет акций, составляющий 51,17% (ни полностью, ни частично).

Принимая во внимание то, что представители нового инвестора присутствовали на собрании и даже участвовали в голосовании, мы полагаем, что новый акционер решил пока оставить все как есть.

Аэрофлот

Илл. 88. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	1 302,0	1 460,4	1 559,7	1 650,7
EBITDA, млн. \$	157,6	200,2	235,1	302,2
Чистая прибыль, млн. \$	9,5	26,2	39,3	77,2
P/E	38,2	13,8	9,2	4,7
EV/EBITDA	5,4	4,3	3,6	2,8
Капитализация, млн. \$	362,1			
EV, млн. \$	854,1			
Кол-во акций, млн.	1 110,6			

Примечание: * – EV, включая внебалансовый долг по операционному и финансовому лизингу

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 89. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Ведущая российская авиакомпания (доля рынка 32,6% в 2000 г.)
- Крупнейшая доля внутреннего рынка (12,15% в 2000 г.)

Слабые стороны

- Высокий объем долга (88% совокупной выручки) с валютным риском (основная часть долга – в валюте)
- Затраты на топливо составляют 24-25% всех операционных расходов
- Низкий процент свободно обращающихся на рынке акций (5-7%)

Возможности

- Рост загрузки вследствие оптимизации авиамаршрутов
- Рост доходности перевозок вследствие роста доли пассажиров бизнес класса

Угрозы

- Возможные изменения в менеджменте в 2002 г. с непредсказуемыми последствиями

Источник: оценки Альфа Банка



Илл. 90. Ключевые события

Дата Событие

- 19 мая **19 мая ни один из кандидатов от миноритарных акционеров не был избран в состав нового совета директоров Аэрофлота.** Мы полагаем, что для компании это негативная новость, так как свидетельствует о снижении количества акций, находящихся в свободном обращении (величина которых, по нашим оценкам, может быть менее 5%).
Новый крупный инвестор пока еще себя никак не проявил, однако, мы полагаем, что вероятность проведения внеочередного собрания акционеров очень высока. На наш взгляд, это вопрос только времени. Тактика нового инвестора будет, в первую очередь зависеть, от его конечной цели.
Тогда как государство не собирается продавать свою долю в Аэрофлоте в этом году, мы не можем исключить риск дополнительного выпуска акций, инициированного новым инвестором, для того, чтобы увеличить свою долю в компании. Учитывая возросший риск разводнения акционерного капитала, мы понижаем нашу рекомендацию с **НАКАПЛИВАТЬ** до **ДЕРЖАТЬ** акции Аэрофлота.
- 19 мая **Аэрофлот продемонстрировал высокую выручку от перевозки пассажиров 1288,6 млн. долларов против 1046,8 млн. долларов (+23%), ожидаемых ранее компанией.** Операционная прибыль выросла на 737% до 13,2 млн. долларов с 1,6 млн. долларов в 1999 году, чистая прибыль увеличилась на 88% до 44,0 млн. долларов с 4,5 млн. долларов в 1999 году. Компания в очередной раз заявила, что ожидает получить чистую прибыль в размере 15 млн. долларов согласно МСБУ.
-

Источник: оценки Альфа Банка

Людмила Храпченко
(7 095) 795-3743

Ценные бумаги с фиксированной доходностью

**Впечатляющему
росту российских
валютных облигаций
в мае...**

**...способствовал
приток средств с
других развивающихся
рынков**

**Мы ожидаем, что в
июне ситуация на
рынке российских
валютных облигаций
останется
благоприятной**

В мае российские облигации продемонстрировал впечатляющий рост: к концу месяца цены длинных выпусков суверенных еврооблигаций выросли на 5-7%, а ОВВЗ - на 7-10% (следует отметить, что именно те выпуски, которые мы в обзоре за прошлый месяц рекомендовали покупать, показали наибольший рост в своих секторах). В самом начале месяца рост цен российских долговых бумаг поддерживался притоком средств с других развивающихся рынков, которые инвесторы расценивали в тот момент как более рискованные (Аргентина, Бразилия, Турция).

В середине мая дополнительным фактором позитивного настроения инвесторов стало ожидаемое снижение процентных ставок в США на 50 б.п. и готовность Федеральной резервной системы в случае необходимости снижать ставки в дальнейшем. Позднее благоприятные новости с рынков Аргентины (где правительство которой приняло решение провести масштабный обмен бумаг в целях сокращения объема выплат по внешнему долгу в следующие 4 года) и Турции (где были предприняты меры, необходимые для выделения стране дополнительного займа МВФ) вызвали активизацию покупок на большинстве рынков долговых инструментов. В итоге впервые со времени финансового кризиса 1998 г. спреды по всем суверенным еврооблигациям по отношению к казначейским облигациям США упали ниже отметки 1000 б.п.

Мы полагаем, что в июне ситуация на рынке российских валютных облигаций останется благоприятной. Несмотря на то, что в начале месяца возможна небольшая техническая коррекция в результате перетока части российских вложений инвесторов в Аргентину (результаты обмена бумаг могут послужить для инвесторов дополнительным доказательством того, что страна способна обслуживать свой внешний долг), мы предполагаем, что позднее рост цен возобновится. В конце июня ФРС США могут снова понизить процентные ставки, и мы считаем, что у инвесторов есть все основания покупать российские облигации в моменты кратковременного снижения их цен.

Илл. 91. Динамика валютных облигаций

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 4	14.05.03	77,13	10,18	17,9	3,89	1,63
Минфин 5	14.05.08	46,50	9,41	16,5	6,45	5,17
Минфин 6	14.05.06	57,00	8,57	16,3	5,26	3,92
Минфин 7	14.05.11	44,50	7,23	13,4	6,74	7,02
Минфин 8	14.11.07	51,25	9,63	16,1	5,85	4,77
Еврооблигации						
Евро-01	27.11.01	101,00	0,00	7,1	9,16	0,47
Евро-03	10.06.03	101,38	1,76	11,0	11,59	1,67
Евро-05	24.07.05	89,00	6,75	12,2	9,83	3,21
Евро-07	26.06.07	84,25	5,97	13,9	11,87	4,05
Евро-10	31.03.10	72,50	5,84	14,9	11,38	0,15
Евро-18	24.07.18	78,25	4,33	14,5	14,06	6,25
Евро-28	24.06.28	94,13	5,46	13,6	13,55	6,80
Евро-30	31.03.30	43,75	5,74	15,9	11,43	0,16
Муниципальные облигации						
Ст-Петербур.	18.06.02	100,25	1,26	9,2	9,48	0,94
Ниж.Нов	10.03.02	65,50	1,55	26,9	4,68	0,27
Ямало-Ненец. АО	15.12.02	84,00	0,00	19,4	11,31	0,13
Корпоративные облигации						
Татнефть	29.10.02	94,50	1,61	13,4	9,52	1,26
Мосэнерго	09.10.02	92,00	0,00	15,1	9,10	1,20

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

**Илл. 921. Ключевые события**

Дата	Событие, комментарий
26 апреля	Намерение Аргентины провести массовый обмен долговых бумаг получило позитивный отклик со стороны инвесторов развивающихся рынков. Данное решение успокоило инвесторов, которые опасались, что в случае продолжающегося дефицита бюджета и продолжения спада в экономике страны Аргентина будет вынуждена объявить дефолт по своим обязательствам. Объем бумаг, которые будут предъявлены в обмене, оценивается в \$20 млрд.
27 апреля	МВФ подтвердил свою готовность предоставить Турции дополнительный займ. Общая сумма этого займа с учетом помощи Всемирного банка может составить \$10 млрд. По времени эта новость совпала с публикацией предварительных данных по росту ВВП в США по итогам 1 кв. 2001 г., который значительно превысил ожидания рынка (2% по сравнению 1,1%). Реакция развивающихся рынков долговых бумаг на вышедшие данные была положительной, поскольку улучшение перспектив экономики США улучшает перспективы экономического роста в странах Латинской Америки.
2 мая	Россия выплатила купон по 5-летним еврооблигациям (срок погашения – 2001 г.) в объеме 67,5 млрд итальянских лир.
3 – 5 мая	Благоприятные сообщения о состоянии российской экономики, в частности высокие темпы роста ВВП в 1-ом кв. 2001 г. (+4,2% к аналогичному периоду прошлого года), впечатляющий рост золотовалютных резервов (на \$2 млрд. до \$31,6 млрд. по состоянию на конец апреля) и рекордный профицит бюджета (34 млрд., или примерно 5% ВВП) поддержали интерес инвесторов к российским облигациям.
8 мая	Агентство Standard & Poor's понизило долгосрочный кредитный рейтинг Аргентины до "В" с "В+", однако это решение было уже учтено в ценах. С другой стороны, намерение агентства сохранить «негативный» прогноз по данному рейтингу было неожиданным и вызвало снижение цен аргентинских облигаций. В то же время, рост цен российских бумаг продолжился благодаря притоку средств с других развивающихся рынков.
10 мая	Правительство Турции направило в парламент страны законопроект о приватизации компании Turk Telekom. Новость была с большим удовлетворением встречена на рынках долговых бумаг, поскольку принятие решения о приватизации является основным предварительным условием предоставления Турции дополнительного займа МВФ. Законопроект утвержден парламентом 12 мая.
14 мая	Россия выплатила \$306,9 млн по купонам 4-8 траншей ОВВЗ.
15 мая	ФРС снизила процентные ставки на 50 б.п. (ставка кредитования «overnight» снижена с 4,5% до 4%), подтвердив готовность и далее снижать ставки при сохранении угрозы замедления экономики. Совет директоров МВФ утвердил предоставление Турции нового займа в размере \$8 млрд. Рынки облигаций не сразу отреагировали на оба эти решения. Вместе с тем в течение двух дней был отмечен массовый рост цен долговых бумаг на большинстве развивающихся рынков.
Середина мая	Крупные инвесторы посчитали энергетический кризис в Бразилии достаточным основанием для снижения своих прогнозов экономического роста страны в 2001 г. Инвесторы начали сокращать долю бразильских бумаг в пользу вложений на менее рискованных рынках, в т.ч. в России.
18 мая	Минфин объявил, что в 1-ом полугодии 2001 г. дополнительные доходы бюджета могут составить 100 млрд. рублей (\$3,45 млрд). Таким образом, есть все основания полагать, что в 2001 г. допдоходы бюджета составят как минимум 200 млрд руб., что на 35 млрд. руб. (\$1,2 млрд) превышает цифру, предусмотренную в последнем варианте бюджета-2001.
22 мая	Вице-премьер Алексей Кудрин заявил, что даже в случае снижения цен на нефть Россия будет обслуживать свой внешний долг в полном объеме. Несмотря на то, что в целях обеспечения сбалансированности первой части бюджета 2002 г., правительство отложило обсуждение проекта бюджета, Алексей Кудрин подтвердил, что для сглаживания пика выплат по долгу будет создан стабилизационный фонд.
24 мая	Появившаяся в Аргентине дополнительная информация об обмене долговых бумаг соответствует ожиданиям инвесторов. Если объем обмениваемых бумаг составит \$20 млрд, Аргентина сможет снизить платежи по внешнему долгу на \$4 млрд в 2001 г. и на \$4,7 млрд в 2002 г.
25 мая	Россия выплатила \$46,25 млн по купонам 5-летнего выпуска еврооблигаций (срок погашения – ноябрь 2001 г.).

Источник: оценки Альфа Банка

Информация

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

Аналитический отдел

Начальник аналитического отдела Андрей Руденко
Стратегия/Нефтяная и газовая промышленность Сергей Глазер, CFA
Макроэкономика, банковский сектор Наталия Орлова
Нефтяная и газовая промышленность Константин Резников
Анна Бутенко
Энергетика Наталья Сажина
Телекоммуникации/Интернет Андрей Богданов
Елена Роговина
Максим Матвеев, CFA
Металлургия, автомобилестроение, машиностроение
Розничная торговля, пищевая промышленность Мария Чечурина
Государственные ценные бумаги Валентина Крылова
Людмила Храпченко
Группа по работе с российскими клиентами Ольга Филиппова
Переводчик Ринат Гайнуллин
Редактор Валентина Белкина
Телефон (7 095) 795-3676, (7 095) 795-3677
Факс (7 095) 745-7897
E-mail research@alfa-bank.com

Торговые операции и продажи

Продажи российским клиентам Олег Мартыненко
Александр Насонов
Константин Шапшаров

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

Alfa-Securities (Лондон)

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

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

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

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