

Май: Выбирая дальнейшее направление

28 апреля 2001

www.alfabank.ru

Москва

Тема выпуска: Валютная либерализация угрожает рублю

- **Мы не ожидаем в мае значительного притока денежных средств на российский рынок, в связи с чем явной тенденции в ценах акций, по всей видимости, не будет.** Отсутствие ясности в отношении перспектив экономического роста в мире и связанное с этим нежелание рисковать будут поддерживать рынок российских акций на «холодном ходу». Стабильность цен на нефть должна снять опасения в отношении ухудшения макроэкономических показателей, однако, беспокойство относительно роста темпов инфляции сохраняется. На наш взгляд, состояние рынка российских акций будет определяться ходом структурных реформ.
- **Неопределенность, связанная с валютной либерализацией, может сказаться на курсе рубля.** Валютный рынок может отреагировать на либерализацию операций по текущим счетам снижением курса рубля на 2-2,5%. Если это произойдет, мы снизим наш прогноз курса рубля на 2001 г. с 30,7 руб./\$ до 32 руб./\$.
- **Валютная либерализация вряд ли приведет к оживлению экономики.** В 2000 г. были все предпосылки для ослабления мер валютного регулирования, но момент был упущен. Возможное снижение 75-процентного норматива обязательной продажи экспортной выручки может привести к ускорению инфляции, уменьшению инвестиционных ресурсов и повышению стоимости государственных заимствований.
- **Решения правительства в отношении реформ и очередные общие собрания акционеров должны вновь вызвать интерес к акциям РАО ЕЭС и Газпрома.** Заинтересованные стороны продолжают сосредотачивать в своих руках пакеты акций и голоса в преддверии очередных собраний акционеров с целью усиления своего контроля над компаниями. Баталии в Газпроме накануне годового собрания акционеров будет испытанием на прочность решимости и способности правительства добиться изменений в газовой монополии и экономике в целом.

Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV	Расчетная цена	Потенциал роста
	за с нач.		года				
	\$	%	%	млн. \$			
Газпром	0,401	21,62	37,45	6,7	0,65	62,0	
ЛУКОЙЛ	10,4	11,83	12,43	2,0	17,35	66,8	
Сургутнефтегаз	0,228	6,79	9,62	1,4	0,41	79,8	
РАО ЕЭС	0,110	9,70	33,78	6,0	0,154	40,4	
Норильский Никель	12,6	0,40	72,60	0,9	19,41	54,0	

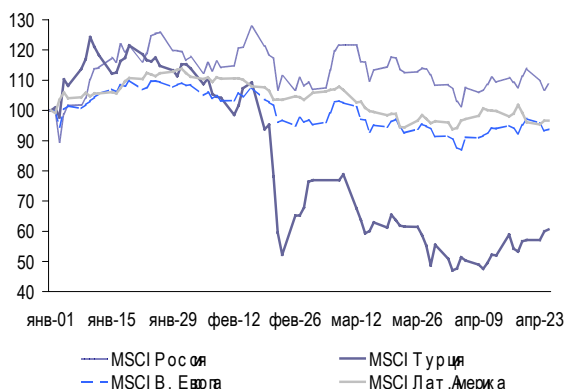
Примечание: ADV – средний объем торгов в день
Источники: РТС, оценки Альфа-банка

Последние публикации

- 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*
- Март: удерживая лидирующие позиции**
Ежемесячный обзор рынка *Февраль 28, 2001*
- Татнефть: на пути восстановления**
Константин Резников *Февраль 8, 2001*
- Аэрофлот: набирая высоту**
Ольга Филиппова *Январь 23, 2001*
- Региональные Телекомы: размер имеет значение**
Андрей Богданов *Январь 22, 2001*
- Подъем рынка: взгляд изнутри**
Прогноз на 2001 год *Январь 3, 2001*

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

Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ

Андрей Руденко, начальник отдела

research@alfabank.ru

ARoudenko@alfabank.ru

(7 095) 795-3676

(7 095) 788-6407

СОДЕРЖАНИЕ:

Комментарии по рынку	3
Тема: Валютная либерализация угрожает рублю	6
Динамика и оценка акций	10
Календарь событий	13
Графики.....	14
Экономика и политика	16
Новости компаний и отраслей	18
Нефть и газ.....	18
Энергетика.....	22
Телекоммуникации.....	25
Металлургия.....	28
Машиностроение и автомобильная промышленность	30
Пищевая промышленность	31
и розничная торговля.....	31
Транспорт	33
Ценные бумаги с фиксированной доходностью	34



Сергей Глазер, CFA
(44 20) 7382-4165

Комментарии по рынку

Обзор событий в апреле: мировые рынки по-прежнему находятся в тревожном ожидании

Начавшийся в марте «сброс» акций захватил и первую неделю апреля

Неустойчивость на рынке США по-прежнему сдерживала рост цен акций на других фондовых рынках. Начавшийся в марте «сброс» акций захватил и первую неделю апреля: ведущие индексы упали ниже минимальных уровней, зафиксированных в период после 1998 г. Чистые денежные выплаты в инвестиционных фондах были очень высоки - \$15 млрд. в течение одного месяца. Вместе с тем, рынок устал от наплыва негативных новостей, и все чаще и чаще слышатся осторожные высказывания аналитиков о том, что «дно» уже достигнуто.

Решение о снижении процентной ставки подтолкнуло рост акций

В тот самый момент, когда компании одна за другой начали представлять неутешительные данные о падении прибылей в 1 кв. 2001 г., ФРС 18 апреля неожиданно приняла решение о снижении процентной ставки на 50 пунктов (это уже четвертое сокращение ставки в этом году, причем второй раз решение принимается в период между очередными заседаниями ФРС), и это подтолкнуло рост акций. Инвесторы бросились скупать акции, хотя и осознавали, что действительной причиной решения ФРС были опасения более быстрого, чем ожидалось, замедления, грозящего превратиться в спад. В итоге, индекс DJIA вернулся на уровень конца февраля (до «сброса» акций), а NASDAQ вырос на 25% по сравнению с его минимальным значением с начала года.

Разочарование инвесторов вылилось в переток средств в американские корпоративные бумаги

События на европейских рынках развивались не так бурно. ЕЦБ отказался снижать ставки, заявив, что рост в зоне евро пока еще устойчив и ситуация не требует срочного вмешательства. Разочарование инвесторов вылилось в переток средств из зарубежных акций (до \$900 млн. за неделю с 9 по 16 апреля) в американские корпоративные бумаги. Развивающиеся рынки находились преимущественно в состоянии ожидания: с одной стороны, ситуация в Турции постепенно улучшается, с другой – в конце месяца возникли опасения, что кризис доверия в Аргентине отразится на других рынках.

Илл. 1. Динамика ведущих мировых фондовых индексов

Страна	Индекс	За месяц	За год	Закрытие *	Последние 52 недели	
		Изменение	Изменение		Максимум	Минимум
		%	%			
Развитые страны						
США	S&P 500	5,90	-6,93	1209,47	1530,09	1081,19
Великобритания	FTSE 100	2,59	-7,12	5827,5	6838,6	5279,6
Германия	DAX	4,00	-5,76	6115,19	7571,72	5351,48
Япония	Nikkei 225	7,49	1,36	13827,5	18586,16	11433,88
Развивающиеся						
Польша	WIG 20 Index	7,59	-18,49	1467,61	2111	1295,34
Венгрия	Budapest Stock Exchange Index	4,40	-11,52	693929	9527,09	6234,02
Турция	Turkey Stock Market National 100	26,05	7,16	10131	19406	7160
Бразилия	Brazil Bovespa Stock Index	-1,91	-7,19	14068	18023,08	13241,57
Россия	Индекс РТС	3,034	21,851	171,7428	245.99	130,06

Примечание: * на 24 апреля, 2001 года

Источник: Блумберг

Российские акциями по-прежнему отличались ценовой неустойчивостью

Для торговли российскими акциями по-прежнему была характерна ценовая неустойчивость: индекс РТС держался в районе 170 при низких объемах торгов, максимальное снижение цен между торговыми сессиями не превышало 5%, а максимальное повышение – 3%. Заметного роста цен российских акций не произошло даже после начавшегося в США «мини-ралли». Рынок поддерживался в основном покупками со стороны

российских участников. При этом участники рынка внимательно отслеживали долгосрочные тенденции на мировых рынках акций.

Выплата дивидендов и ожидание конвертации вызвали заметный рост привилегированных акций

Движение цен в апреле было обусловлено событиями, происшедшими в ряде компаний. Выплата дивидендов и ожидание конвертации вызвали заметный рост некоторых привилегированных акций: компании (в частности, РАО ЕЭС, ЛУКОЙЛ и др.) продолжили выплату солидных дивидендов за счет рекордно высокой прибыли, полученной в прошлом году. Вместе с тем, рынок наказал Сургутнефтегаз, который никак не хочет делиться прибылью с акционерами.

Рост цен акций Газпрома объясняется рядом мер по либерализации рынка акций компании

Что касается Газпрома, то внезапный рост цен его акций (как на внутреннем рынке, так и АДА) объясняется тем, что Владимир Путин распорядился создать рабочую группу по либерализации рынка акций компании. Мы полагаем, что в ближайшие месяцы основные события внутри страны будут определяться развитием ситуации вокруг Газпрома.

Прогноз основных событий: структурная реформа или баталии на годовых собраниях акционеров

Пока еще нет ясного ответа на вопрос, в каком направлении будет развиваться ситуация в США и на других мировых рынках. Исходя из этого, мы полагаем, что в ближайшее время притока новых денег на российский рынок акций, которого все уже давно ждут, не будет. Это означает, что не будет и явно выраженной тенденции в динамике цен российских акций. Стабильность цен на нефть до сих пор снимала озабоченность в отношении ухудшения макроэкономических показателей. Судя по всему, переоценка акций может произойти только в случае усиления инфляционных ожиданий. Если же этого не случится, то на уровень цен в мае будут влиять главным образом три крупных события.

Продвижение структурной реформы должно облегчить привлечение в страну инвестиций

В мае правительство представит в Думу ряд законопроектов, направленных на продвижение структурной реформы. **Вероятно, будет утвержден новый Закон о земле:** спорный вопрос – о частной собственности на сельхозугодья – теперь выделен в отдельный законопроект. Ряд законопроектов, нацеленных на борьбу с бюрократизмом (в т.ч. упрощение порядка регистрации и отчетности, а также устранение условий для злоупотреблений со стороны органов регулирования и управления), должны облегчить привлечение в страну прямых иностранных инвестиций.

В середине мая правительство рассмотрит окончательный план реформирования РАО ЕЭС

Еще один толчок процессу реструктуризации естественных монополий может быть дан в середине мая, когда **на рассмотрение правительства будет представлен окончательный план реформирования РАО ЕЭС.** Поскольку инвесторы в последнее время с большим пониманием относятся к участию со стороны государства, практические шаги по реформированию предприятий электроэнергетики могут стать дополнительным стимулом обозначившейся также в последнее время повышательной тенденции цен их акций. С другой стороны, мы не можем исключить возможности новых проволочек, которые в этом случае лишний раз подчеркнут нерешительность органов управления и отсутствие политической воли, необходимой для продолжения радикальной реструктуризации.

Настоящим испытанием властных полномочий правительства станет развитие событий вокруг Газпрома

Настоящим испытанием властных полномочий правительства станет **развитие событий вокруг Газпрома.** Баталии в российском газовом «гиганте» накануне очередного годового собрания акционеров несомненно станут основной темой публикаций в СМИ и аналитических отчетах. Есть три индикатора, с помощью которых можно будет проверить на прочность желание правительства до конца поддержать необходимые изменения:

– темпы и масштабы либерализации рынка акций Газпрома

- темпы и масштабы либерализации рынка акций Газпрома будут зависеть от способности рабочей группы 1) примирить противоположные позиции Минэкономразвития и менеджмента и 2) избежать соблазна вообще не принимать этот вопрос во внимание;

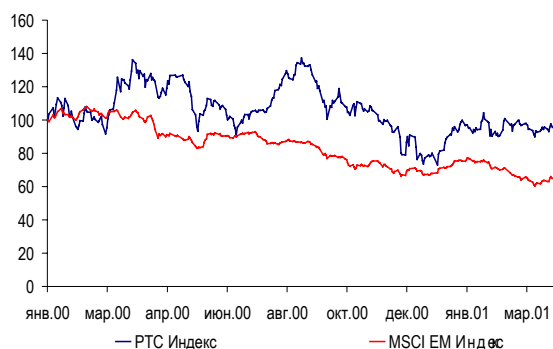
–перестановки в высшем руководстве Газпрома

- перестановки в высшем руководстве Газпрома покажут, чем правительство озабочено больше – низкой рыночной стоимостью компании и неспособностью изыскивать достаточное финансирование для проектов развития или нынешней системой субсидирования экономики и необходимостью подчинять себя выполнению политических задач;

–расследование отношений с партнерами компании

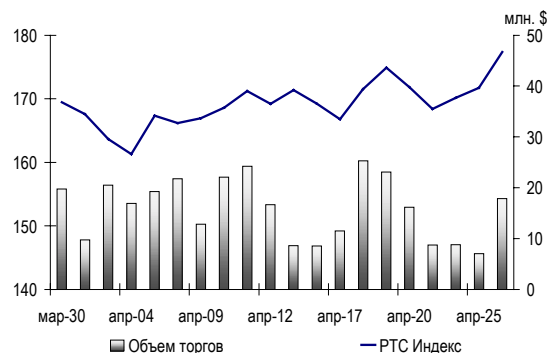
- увеличение доли Газпрома в СИБУРе и неоднозначные связи концерна с Итерой и Стройтрансгазом должны заставить компанию искать более убедительное экономическое обоснование решений, связанных с текущим производственным процессом.

Илл. 2. Индекс РТС относительно индекса MSCI EM, Январь 2000* – Апрель 2001



Примечание: * Январь 2000 = 100
Источники: РТС, Блумберг

Илл. 3. Динамика РТС, за месяц*, апрель 2001 г.



Источник: РТС

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Тема: Валютная либерализация угрожает рублю

Отсутствие ясности по вопросу валютной либерализации держит рынки в напряжении

Главной интригой первого месяца 2001 г. стало противодействие ЦБ планам существенной либерализации валютного контроля, являющихся отражением позиции правительства. Неопределенность относительно курса обесценения рубля держит в напряжении как валютный рынок, так и российский рынок облигаций. По-прежнему озабочены этой ситуацией и банки. Таким образом, чем быстрее будут окончательно определены цели либерализации, тем лучше для рынка.

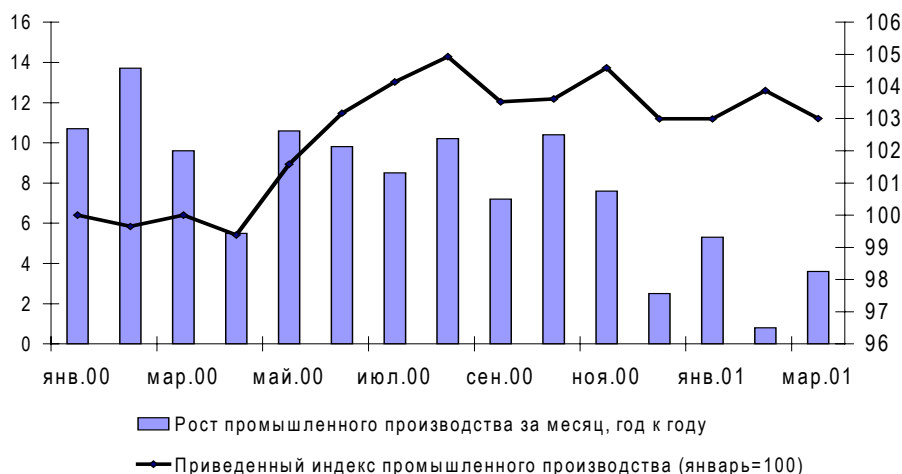
Снижение действующего ныне норматива обязательной продажи экспортной выручки – 75% - отрицательно скажется на экономических показателях.

Если рассматривать данный процесс с точки зрения экономики, то ситуация оказывается иной. Поскольку серьезных разногласий по вопросу либерализации движения капитала нет, спор идет главным образом по вопросу обязательной продажи экспортной выручки. Если окончательное решение приведет-таки к сокращению нынешнего 75-процентного норматива, то, с нашей точки зрения, ситуация с утечкой капитала ухудшится, поступления в бюджет уменьшатся, и все это вряд ли приведет к ускорению экономического роста.

Опасность замедления темпов развития экономики

Ориентация на либерализацию возникла из-за опасений экономической стагнации. К началу 2001 г. в правительстве возникли опасения относительно стагнации объема выпуска промышленной продукции. Возможности, связанные с внешними факторами роста, в частности высокими ценами на сырье, уже исчерпаны, а спрос на внутреннем рынке по-прежнему ограничен. Кроме того, в условиях продолжающегося удорожания реального курса рубля возможности для дальнейшего роста существенно сократились. Возникла угроза как 1) исчезновения у российских предприятий преимуществ по сравнению с конкурентами и 2) значительного сокращения положительного сальдо торгового баланса.

Илл. 4. Параметры промышленного производства



Источники: Министерство экономического развития и торговли

Реальный обменный курс рубля к евро лишь на 25% ниже уровня 1997 г.

Динамика реального курса рубля в 2000 г. подтвердила высказанные нами опасения. Начнем с объема потребления: с октября 1998 г. обменный курс рубля к доллару, рассчитанный на основе индекса потребительских цен, вырос на 22%. Это означает, что конечный спрос со стороны



семейных хозяйств может быть переориентирован на импортные товары. Это же утверждение, причем еще в большей степени, применимо к предприятиям: по сравнению с октябрём 1998 года реальный курс рубля, рассчитанный на основе индекса цен производителей, вырос на 60%. Вместе с тем поскольку платежи по 80% экспортно-импортных операций, не связанных с поставками сырья, производятся в евро, уровень конкурентоспособности следует измерять исходя из изменения обменного курса рубля к евро. К сожалению, здесь нас подстерегают плохие новости: с осени 1998 г. обменный курс рубля к евро (с поправкой на ИПЦ) увеличился на 65%, тогда как курс рубля к евро с учетом индекса цен производителей вырос на 117%.

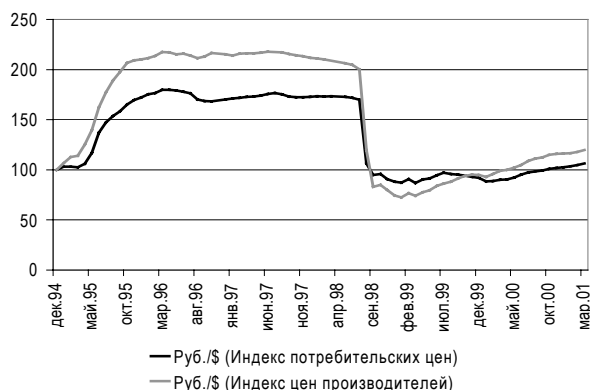
Высокие темпы реального удорожания рубля не стимулируют рост производительности

В данном случае цифры сами по себе ничего не говорят, поскольку само понятие "соответствующий обменный курс рубля" слишком расплывчато. Вместе с тем есть опасения, связанные со скоростью реального удорожания рубля: если она и дальше будет такой большой, то стимул для роста производительности исчезнет.

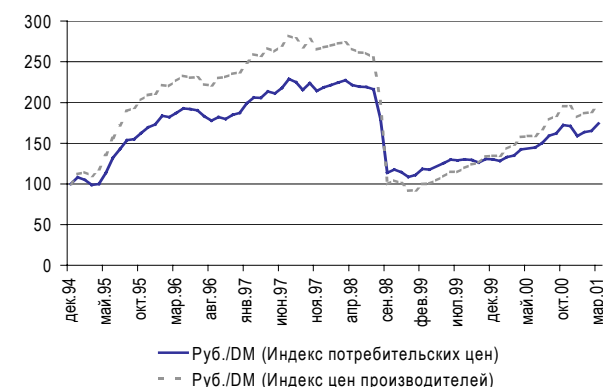
Экспортеры лоббируют номинальное обесценение обменного курса рубля

Снижение норм рентабельности заставляет предприятия-экспортеры лоббировать вариант ускоренного снижения обменного курса рубля. Если либерализация операций по текущему счету будет одобрена, то именно немедленную и прямую выгоду получат именно экспортеры. Кроме того, это способ легализовать утечку капитала, которая в значительной степени связана с предприятиями-экспортерами.

Илл. 5. Реальный валютный курс, рубль/доллар



Илл. 6. Реальный валютный курс, рубль/немецкая марка



Источник: оценки Альфа Банка

Источник: оценки Альфа Банка

Аргументы в пользу либерализации

Дискуссии по вопросу необходимости либерализации (а именно сокращения доли валютной выручки, подлежащей обязательной продаже) законодательства о валютном контроле напрямую связаны с тем, что в настоящий момент устранение реального удорожания рубля считается основным условием экономического роста. Все доводы можно условно разделить на две группы: теоретические и практические.

Валютный контроль обходится слишком дорого и при этом мало эффективен...

Первые сводятся к тому, что любые меры по регулированию в долгосрочном плане недостаточны и - поскольку они являются лишь обузой для экономики - должны быть отменены. Такая позиция во многом отражает подход международных организаций к валютному контролю. Однако она далеко не бесспорна, поскольку не объясняет, как правильно выбрать момент для отмены контроля.

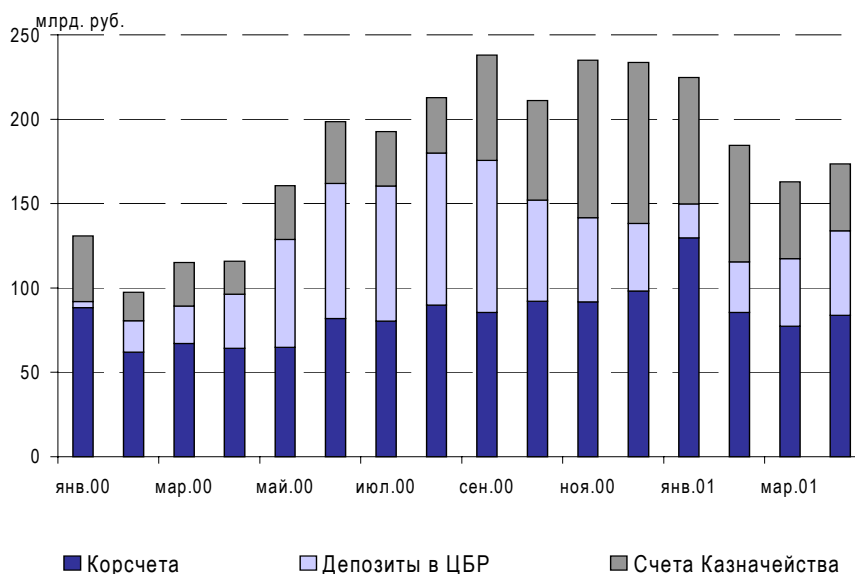
Второй довод состоит в том, что российская экономика не смогла поглотить денежную массу в виде прироста резервов ЦБ в размере \$15,5 млрд. Остатки на счетах банков достигли \$2-3 млрд., тогда как на счетах консолидированного бюджета к концу 2000 г. накопилось до \$7-8 млрд. Именно поэтому Андрей Илларионов, который является основным

...однако удобный момент для либерализации был упущен, а сейчас ее осуществление может повлечь за собой опасные последствия

защитником такой позиции, настаивает, чтобы Россию полностью произвела платежи по внешним долгам (в целях снижения средств, залежавшихся на счетах Казначейства) и позволила капиталу спокойно покинуть страну (с целью сокращения остатков, накопившихся на банковских счетах).

Мы полагаем, что удобный момент упущен, и либерализация, если она будет проведена сейчас, подорвет веру в стабильность обменного курса рубля. Ответ на второй довод заключается в том, что если первый вариант выглядит приемлемым в случае его осуществления под контролем государства, увеличение размера утечки капитала лишит экономику инвестиционных ресурсов, которые есть, но сейчас не используются. Кроме того, либерализация опасна, поскольку она влечет за собой ряд негативных последствий.

Илл. 7. Рублевая ликвидность и счета Казначейства



Источники: Рейтер, оценки Альфа Банка

Чем опасна либерализация?

Можно предполагать, что сокращение доли экспортной выручки, подлежащей обязательной продаже, отрицательно скажется на реальном обменном курсе по двум аспектам. Во-первых, номинальное обесценение рубля ускорится. Во-вторых, поскольку в результате такого сокращения приток иностранной валюты в страну скорее всего сократится, положительное сальдо платежного баланса уменьшится, а это в свою очередь будет сдерживать темпы роста как денежной массы, так и инфляции. Однако представляется, что этот аргумент также не бесспорен.

Российская инфляция связана главным образом с ростом издержек...

Причины российской инфляция в значительной степени коренятся в росте издержек и поэтому замедление темпов роста денежной массы на ней заметно не скажется. Рост индекса потребительских цен на 20,2% был результатом увеличения цен на услуги на 33,7%, а также внутренних цен на различные виды топлива на 30-60%. В этой ситуации правительству лучше сосредоточиться на регулировании тарифов естественных монополий, в частности Газпрома и РАО ЕЭС, которые все время стремятся повысить цены на газ и электроэнергию.

...а ускоренная девальвация может привести к росту внутренних тарифов

Однако судя по всему главную роль играют политические факторы: увеличение тарифов позволяет поддерживать относительно высокую норму чистой прибыли ценой навязывания укрепляющегося в реальном выражении рубля импортозамещающим отраслям, которые в результате утрачивают способность конкурировать с импортными товарами. Более



быстрое укрепление номинального курса рубля лишь усилит желание естественных монополий приблизить внутренние тарифы к международному уровню.

Рост утечки капитала ведет к сокращению ресурсов для финансирования инвестиций

Второе важное обстоятельство связано с тем, что правительство упустило выгодный момент для снятия валютных ограничений. Такой момент был летом 2000 г., когда рубль дорожал в номинальном выражении, а опасения девальвации еще не были так сильны. В то же время нет смысла осуществлять либерализацию валютного контроля в условиях, когда вера в стабильность рубля не восстановлена: либерализация сократит затраты на увод капитала из страны, усилит процесс бегства капитала и соответственно сократит объем средств, которые можно направить на инвестиционные цели.

Ускоренное обесценение рубля увеличит стоимость заимствований на внутреннем рынке...

И, наконец, в-третьих, ускоренное обесценение рубля увеличивает бюджетные расходы. Прежде всего, это связано с тем, что либерализация может привести к нестабильности на валютном рынке и увеличить привлекательность арбитражных операций между рынком ГКО-ОФЗ и валютным рынком. Это может обойтись государству в несколько процентов роста доходности облигаций. Кроме того, увеличатся расходы на обслуживание долга. Поскольку долговая стратегия России судя по всему состоит в увеличении внутреннего долга в целях ослабления бремени внешней задолженности, мы полагаем, что рост доходности на внутреннем рынке плохая новость для

...и к 2003 г. увеличит стоимость обслуживания внешнего долга.

Еще один аргумент связан со стоимостью обязательств по внешнему долгу. В 2001-2002 гг. ускоренное обесценение рубля приведет к росту издержек при обслуживании внешнего долга, т.к. расходы в иностранной валюте покрываются валютной выручкой (например, экспортные пошлины и др.), однако к 2003 г. "дыра" в бюджете может оказаться намного больше.

Илл. 8. Зависимость федерального бюджета от валютного курса

	Привязанные к валюте доходы бюджета \$ млрд.	Расходы бюджета в валюте \$ млрд.	Чистое влияние падения курс на 1 руб./\$ на расходы \$ млн.	Средний за год валютный курс Руб./\$
2000	10,5	10,5	0	28,1
2001	12,0	13,8	60	29,4
2002	11,0	14,5	100	31,8
2003	10,0	19,5	300	35,9

Источники: Минфин, оценки Альфа Банка

Последствия для рынка

Реальное укрепление рубля будет продолжаться

С нашей точки зрения, либерализация валютного контроля приведет к положительному результату только в том случае, если будут сняты административные ограничения. Однако сокращение 75-процентного норматива обязательной продажи экспортной выручки не обязательно будет восприниматься как признак основательных положительных изменений в стране и вряд ли остановит процесс укрепления реального обменного курса рубля.

Утечка капитала возрастет до \$31 млрд.

Если несмотря на противодействие ЦБ такое решение все же состоится, оно скорее всего приведет к увеличению утечки капитала на \$3 млрд. (в случае сокращения норматива обязательной продажи до 50%). В связи с этим мы увеличиваем расчетную цифру утечки капитала на 2001 г. с \$28 млрд. до \$31 млрд.

Обменный курс к доллару может снизиться примерно на 0,7 рубля

Валютный рынок может отреагировать на данное решение одномоментным снижением обменного курса рубля на 3%-4,2%. Кроме того, решение может вызвать сокращение доходностей по "длинным" облигациям до 24%.



Динамика и оценка акций

Илл. 9. Динамика АДР, с начала месяца, на 27 апреля

Компания	Биржа	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена		Изменение		За 52 недели		Объем млн. \$
					\$	%	с нач. года \$	Мак.с. \$	Мин. \$		
										за месяц \$	
Нефть и Газ											
Черногорнефть	Фр	1	1 в 1	18,4	2,1	-12,3	-40,8	11,0	1,9	2,5	
Газпром	Фр	114A, REG S	10 в 1	1,4	6,6	4,3	2,5	9,0	5,7	26,6	
ЛУКОЙЛ	Фр	1	4 в 1	31,0	39,6	2,0	11,0	66,2	32,1	32,0	
ЛУКОЙЛ прив.	Фр	1	2 в 1	5,0	22,4	9,1	28,9	24,7	15,8	22,1	
Сибнефть	Фр	1	10 в 1	4,0	3,2	-2,9	26,5	3,5	2,2	6,8	
Сургутнефтегаз	Фр	1	50 в 1	19,0	10,1	-9,8	-2,6	19,8	9,2	5,5	
Сургутнефтегаз прив.	Бер	1	100 в 1	N/A	9,9	-7,8	9,8	16,8	8,5	1,5	
Татнефть	Нью-Йорк	2	20 в 1	25,0	8,6	4,5	25,5	13,8	6,5	5,7	
Энергетика											
Иркутскэнерго	Фр	1	50 в 1	16,0	3,5	6,0	0,0	6,0	2,8	0,9	
Кузбассэнерго	Фр	1	10 в 1	25,0	1,1	-1,0	29,2	1,4	0,6	1,9	
Ленэнерго	Бер	REG S	80 в 1	6,2	14,8	0,6	-28,9	23,2	13,5	0,0	
Мосэнерго	Фр	1	100 в 1	20,0	3,0	-9,4	27,1	6,4	2,3	8,5	
РАО ЕЭС	Фр	1	100 в 1	22,0	9,9	-1,2	28,8	18,7	6,9	5,2	
Ростовэнерго	Бер	1	100 в 1	N/A	1,2	42,9	22,0	1,9	0,8	0,3	
Ростовэнерго прив.	Бер	1	100 в 1	N/A	0,9	-7,7	-5,1	1,4	0,7	0,5	
Самараэнерго	Фр	1	70 в 1	N/A	1,4	-8,0	89,7	2,1	0,7	0,2	
Телекоммуникации											
Челябинсксвязьинформ	Бер	1	1 в 5	N/A	4,5	-7,6	-20,2	53,2	4,1	0,0	
Голден Телеком		N/A	1 в 1	N/A	9,2	20,5	60,9	36,6	5,1	4,8	
Кубаньэлектросвязь	Фр	1	1 в 2	N/A	4,1	-15,9	-23,5	7,6	3,6	0,2	
МГТС	Бер	1	1 в 10	N/A	4,8	-11,1	-16,2	52,9	4,1	0,0	
МТС	Нью-Йорк	3	20 в 1	17,0	25,0	-0,6	4,0	31,4	22,0	26,0	
Нижновсвязьинформ	Фр	1	2 в 1	8,5	1,4	-19,5	-49,4	3,9	1,4	0,0	
Ростелеком	Нью-Йорк	2	6 в 1	19,7	4,7	-5,5	-9,3	20,1	4,2	10,1	
Ростовэлектросвязь	Бер	1	5 в 1	N/A	2,7	0,6	-43,1	5,2	2,6	0,0	
Самарасвязьинформ	Бер	1	1 в 5	N/A	8,1	0,6	-10,1	13,1	7,5	0,0	
Тюменьтелеком	Фр	1	1 в 1	N/A	0,4	-9,1	17,3	1,9	0,3	0,0	
Тюменьтелеком прив.	Фр	1	2 в 1	N/A	0,4	-9,3	3,9	1,5	0,4	0,0	
Уралсвязьинформ	Фр	1	200 в 1	N/A	1,3	-11,6	-1,8	4,8	1,2	0,3	
ВымпелКом	Нью-Йорк	3	3 в 4	N/A	15,5	-0,8	6,2	34,0	12,1	2,0	
Прочие сектора											
Ураламаш-Заводы	Бер	144A, REG S	1 в 1	21,0	3,0	14,6	117,6	3,1	1,3	4,7	
ГУМ	Фр	1	2 в 1	32,2	1,9	-4,7	-10,9	5,1	1,8	1,8	
ЦУМ	Фр	1	20 в 1	10,8	3,9	42,8	70,3	5,5	1,9	0,3	
Сан Интербрю В	Фр	144A, REG S	1 в 1	32,0	2,5	-25,1	-0,6	5,0	2,0	1,1	
Сан Интербрю А	Фр	144A, REG S	1 в 1	15,0	2,1	-9,3	21,2	4,5	1,5	0,3	

Источники: Рейтер, Блумберг, оценки Альфа Банка

Илл. 10. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек», с начала месяца, на 27 апреля

Компания	Цена \$	Изменение за месяц с нач. года		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		%	%	Макс.	Мин.			2000E	2001E	2000E	2001E			
Нефть и Газ														
Газпром	0,401	21,62	37,45	0,408	0,219	6,75	10 307	3,0	2,8	4,4	3,4	0,65	62,0	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	10,4	11,83	12,43	16,62	8,05	1,98	8 551	2,5	3,5	1,9	2,6	17,35	66,8	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	0,346	-1,14	29,10	0,364	0,22	0,07	1 640	1,9	2,7	1,5	1,8	0,4	15,6	СПЕК. ПОКУПКА
Сургутнефтегаз	0,228	6,79	9,62	0,397	0,183	1,41	9 012	2,2	3,1	1,9	2,5	0,41	79,8	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,453	11,67	28,19	0,68	0,324	0,32	1 022	1,2	1,5	1,3	1,5	0,7	54,7	СПЕК. ПОКУПКА
Юкос	2,865	8,94	60,96	2,865	0,6	0,60	6 409	2,5	3,3	1,9	2,4	3,09	7,9	ПОКУПАТЬ
PKN	4,93	7,92	-12,22	5,54	3,34	3,22	2 069	8,5	8,4	4,3	4,0			
Petrobras	22,99	12,01	14,92	32,04	20,66	0,27	26 418	5,1	6,0	3,3	4,0			
MOL	14,44	1,66	-9,96	18,76	12,68	2,44	1 421	15,3	12,0	4,7	4,9			
Average for peers								9,6	8,8	4,1	4,3			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,081	15,00	0,63	0,12	0,06	0,01	384	7,0	8,5	3,0	3,4	0,9	1018,0	ДЕРЖАТЬ
Ленэнерго	0,195	28,29	8,64	0,36	0,15	0,00	156	74,7	7,9	8,3	3,2	0,215	10,3	ДЕРЖАТЬ
Мосэнерго	0,033	-0,30	38,75	0,063	0,022	0,38	941	12,1	8,4	4,4	4,0	0,063	89,2	ДЕРЖАТЬ
РАО ЕЭС	0,110	9,70	33,78	0,187	0,071	5,96	4 570	14,9	9,1	2,4	1,9	0,154	40,4	ПОКУПАТЬ
EdP	2,7	-6,5	-14,2	4,1	3,0	10,8	8 040,0	16,0	8,3	8,3	8,0			
Endesa	16,1	-6,6	-2,0	23,6	15,3	5,20	17 035,3	13,3	11,8	7,3	6,9			
Tenaga	3,2	-2,4	6,9	14,7	10,3	13,3	9 810,7	19,1	16,2	12,2	10,9			
Average for peers								16,1	12,1	9,3	8,6			
Телекоммуникации														
МГТС	5,4	-1,82	-14,96	9	4,8	0,02	458	18,3	20,9	5,3	4,9	6,51	20,6	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	0,8	3,23	-6,98	3,32	0,695	0,43	662	13,8	7,2	3,1	3,2	0,69	-13,8	СОКРАЩАТЬ
Indosat	0,98	3,30	4,44	1,53	0,65	2,22	1 014	6,3	6,14	692,3	4 773,2			
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	15,47	-0,83	6,23	34,00	12,07	1,33	726	N/A	329,9	16,9	7,1	23,46	51,6	СПЕК. ПОКУПКА
МТС	24,96	-0,56	4,00	31,38	22,00	2,54	2 488	23,8	20,0	11,2	9,1	31,88	27,7	ПОКУПАТЬ
Turkcell	0,03	-24,75	-9,52	0,07	0,02	9,36	6 709	43,6	24,3	9 544,3	5 829,4			
Mobinil	18,81	1,21	-1,37	47,55	14,42	N/A	1 881	28,3	17,0	9,0	6,2			
Average for peers								35,9	20,6	9,0	6,2			
Голден Телеком	9,15	-12,80	20,49	60,88	36,63	0,37	220	N/A	-13,4	7,1	3,4	17,94	96,1	СПЕК. ПОКУПКА
Netia	15,78	-3,69	-13,64	29,54	14,74	0,49	504	-4,1	-3,2	33,5	17,8			
Металлургия														
Норильский Никель	12,6	0,40	72,60	12,6	6,35	0,92	2 376	1,5	2,0	0,7	0,9	19,41	54,0	ПОКУПАТЬ
Amplats	42,40	27,99	-2,56	50,06	19,38	0,40	9 211	10,7	8,2	7,9	7,5			
Eramet	34,46	-12,37	-11,32	49,07	33,63	0,01	851	8,7	9,5	5,6	5,9			
WMC	4,49	10,59	15,97	4,80	3,44	6,27	8 698	13,1	12,1	8,3	8,1			
Average for peers								10,8	9,9	7,3	7,2			
Северсталь	37	-4,52	105,56	39,75	13,25	0,09	817	1,7	4,0	0,4	0,8	57,61	55,7	ПОКУПАТЬ
China Steel	0,58	-2,56	-4,52	0,70	0,52	9,91	5 052	8,7	10,3	5,9	6,5			
POSCO	69,82	1,44	19,35	91,39	43,59	0,23	6 736	4,6	7,0	3,8	3,9			
Average for peers								6,7	8,6	4,9	5,2			
Продукты														
Балтика	355	0,00	0,00	N/A	N/A	N/A	508	5,7	4,2	3,9	2,9	47,1	32,6	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	0	21,90	16,80	6,8	2	0,08	0	0,0	0,0	0,2	0,2	6,3	#DIV/0!	СПЕК. ПОКУПКА
Okocim	3,23	18,81	7,03	5,14	2,37	0,06	71	7,5	7,3	3,4	2,8			
Zywiec	47,63	1,87	-8,17	87,28	40,65	0,11	352	13,7	9,0	4,8	4,2			
Average for peers								10,6	8,2	4,1	3,5			
Торговля														
ГУМ	1,2	0,00	26,32	2,4	1,15	0,00	72	5,1	4,6	4,1	3,6	1,7	43,3	НАКАПЛИВАТЬ
Robinson & Co	2,31	-5,41	0,48	2,52	1,67	0,02	198	9,8	8,5	3,8	3,2			
Matahari Putra Prima	0,03	-14,13	-21,00	0,08	0,03	0,33	88	5,0	4,5	2,9	2,5			
Average for peers								7,4	6,5	3,4	2,8			
Транспорт														
Аэрофлот	0,355	9,06	67,45	0,36	0,144	0,09	394	41,5	15,0	5,6	4,4	0,32	-9,9	НАКАПЛИВАТЬ
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	3,135	1,13	109,00	3,21	1,2	0,04	111	9,2	3,5	5,2	2,5	4,9	56,3	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	18,81	-12,14	32,97	23,32	11,97	0,60	1 430	9,3	5,1	7,4	6,9			
Atlas Copco	20,75	22,06	3,15	23,33	15,15	1,14	4 318	14,7	13,9	6,7	6,5			
Average for peers								12,0	9,5	7,1	6,7			

Источники: оценки Альфа Банка, Блумберга



Илл. 11. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 27 апреля

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		за с нач.		Макс.	Мин.			2000E	2011E	2000E	2011E			
		месяц	года											
	\$	%	%	\$	\$ '000	млн. \$					\$	%		
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	2,325	5,68	-22,50	3	1,5	5,27	257	0,9	1,1	0,7	0,8	2,5	7,5	СПЕК. ПОКУПКА
Пурнефтегаз	3,7	21,31	94,74	3,7	1,5	4,63	340	5,9	7,7	3,0	3,4	2	-45,9	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	3,5	0,00	-0,57	5	1,5	2,35	238	2,3	3,1	1,9	2,3	4,5	28,6	
Удмуртнефть	22	0,00	-26,67	33	22	0,96	86	0,5	0,7	0,5	0,5		0,0	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,065	0,00	-12,16	0,081	0,05	0,00	70	2,0	1,9	1,1	1,1	0,061	-6,2	ДЕРЖАТЬ
Красноярскэнерго	0,034	0,00	26,67	0,048	0,027	0,86	24	0,6	0,7	0,4	0,5	0,032	-6,4	НАКАПЛИВАТЬ
Кубаньэнерго	0,995	30,92	24,38	1,35	0,65	1,31	18	8,9	3,6	1,9	1,5	1,13	13,3	НАКАПЛИВАТЬ
Кузбассэнерго	0,12	0,84	54,84	0,125	0,065	3,87	73	4,6	5,1	2,1	2,3	0,150	25,0	ДЕРЖАТЬ
Новосибирскэнерго	2,15	0,00	186,67	2,15	0,75	0,00	30	2,9	1,7	0,9	0,9	2	-7,0	ДЕРЖАТЬ
Пермэнерго	1,15	0,00	15,00	1,85	0,6	4,09	53	1,5	2,3	1,1	1,8	1,05	-9,1	ДЕРЖАТЬ
Ростовэнерго	0,013	0,78	0,00	0,019	0,0076	3,04	48	11,3	11,0	3,8	3,9	0,015	15,4	ДЕРЖАТЬ
Самараэнерго	0,021	0,48	67,46	0,025	0,012	0,44	79	3,5	3,0	1,4	1,4	0,03	42,2	НАКАПЛИВАТЬ
Свердловэнерго	0,051	-9,01	8,84	0,08	0,04	3,80	29	0,0	0,9	0,9	0,6	0,05	-1,0	НАКАПЛИВАТЬ
Челябэнерго	0,05	25,31	150,00	0,078	0,02	1,10	23	-3,5	4,4	4,3	1,5	0,035	-30,0	ДЕРЖАТЬ
Телекоммуникации														
Башинформсвязь	0,037	0,00	5,71	0,113	0,033	0,28	35	5,1	1,9	1,4	1,2	0,07	89,2	ДЕРЖАТЬ
Красноярскэлектросвязь	1,7	0,00	0,00	3,3	1,7	0,82	19	6,5	12,0	2,2	1,8	1,93	13,5	ДЕРЖАТЬ
Кубаньэлектросвязь	6,8	-12,26	-29,90	17,1	6,6	4,03	79	5,9	4,8	3,4	2,8	11,76	72,9	НАКАПЛИВАТЬ
Ленсвязь	9,3	0,00	29,17	12	7,2	2,77	22	3,7	10,7	4,4	4,8	9,98	7,3	ДЕРЖАТЬ
Нижновсвязьинформ	0,9	5,88	28,57	2,2	0,7	0,52	90	7,8	5,9	3,9	3,0	1,44	60,0	НАКАПЛИВАТЬ
Новосибирскэлектросвязь	1,8	12,50	28,57	2,55	1,15	0,06	29	5,1	4,1	3,0	2,5	2,96	64,4	ПОКУПАТЬ
ПТС	0,38	1,33	-5,00	1,035	0,37	0,40	158	10,7	8,6	7,0	5,6	0,64	68,4	ДЕРЖАТЬ
Ростовэлектросвязь	0,5	0,00	25,00	1,63	0,4	0,00	41	12,3	11,1	3,9	3,5	0,9	80,0	ДЕРЖАТЬ
Самарасвязьинформ	32	0,00	0,00	61	32	0,00	68	14,1	12,8	7,4	6,7	17,76	-44,5	ПРОДАВАТЬ
Тюменьтелеком	0,37	0,00	-47,14	2,25	0,37	N/A	13	7,4	4,6	2,7	2,4	0,8	116,2	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинфоорм	0,007	0,00	2,86	0,022	0,007	0,00	66	7,5	4,4	4,4	2,8	0,007	-2,8	ДЕРЖАТЬ
Уралтелеком	4,5	0,00	3,45	8,3	3,8	N/A	24	6,0	5,3	2,4	2,1	8,54	89,8	ПОКУПАТЬ
Хантымансийскокртелеком	1,46	-4,58	-2,67	2,92	1,44	1,23	28	3,9	3,3	2,2	1,9	1,64	12,3	ДЕРЖАТЬ
Челябинсксвязьинформ	16,3	0,00	7,95	31,5	15,1	0,00	91	15,8	8,2	5,4	5,9	9,12	-44,0	ПРОДАВАТЬ
Электросвязь Моск. обл.	142	-5,33	1,43	274	135	0,71	74	10,1	4,9	3,5	1,9	237,48	67,2	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	4,8	5,49	200,00	5,05	1,5	11,27	135	1,1	0,6	5,0	3,0	6,5	35,4	СПЕК. ПОКУПКА
ГАЗ	15,05	-11,47	-18,65	53	15,05	3,26	77	N/A	2,5	14,8	5,7	23,8	58,1	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	3,75	-3,85	-3,85	5,25	2,65	9,39	33	5,8	4,7	3,5	3,3	3,79	1,1	СОКРАЩАТЬ
Магнитогорский МК	30	0,00	0,00	N/A	N/A	N/A	219	0,6	1,0	0,5	0,8	54	80,0	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	36,5	11,96	44,55	52,6	22,7	141,75	531	N/A	N/A	N/A	N/A		0,0	
ЦУМ	0,25	0,00	0,00	0,32	0,16	0,18	22	6,0	5,1	3,5	3,2	0,34	35,0	НАКАПЛИВАТЬ
Челябинский трубный з-д	0,12	0,00	0,00	N/A	N/A	N/A	57	2,0	2,1	1,6	0,0	0,17	41,7	СПЕК. ПОКУПКА

Источники: РТС, оценки Альфа Банка

Илл. 12. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 27 апреля

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	Дисконт прив. к обыкн.	Дивиденды	Дивидендный доход	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		за с нач.		Макс.	Мин.							
		месяц	года									
	\$	%	%	\$	\$ '000	%	\$	%				
Нефть и Газ												
ЛУКОЙЛ прив.	11,3	13,57	26,97	12,35	8,1	499,0	-9	1,91	16,90	12,14	0,00	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,1125	5,14	20,97	0,163	0,084	231,0	51	0,01	8,00	0,21	0,00	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,245	11,36	22,50	0,283	0,0925	4,3	46	0,03	11,43	0,28	0,00	НАКАПЛИВАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,0627	38,41	90,58	0,0865	0,0275	344,9	43	0,00	2,81	0,07	0,00	ПОКУПАТЬ
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	0,325	4,84	-26,14	1,265	0,28	59,9	59	0,03	8,78	0,24	0,00	СОКРАЩАТЬ
Металлургия												
Норильский Никель прив.	12,15	0,00	80,00	12,15	6	31,1	4	0,00	0,00	13,98	0,00	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа Банка



Календарь событий

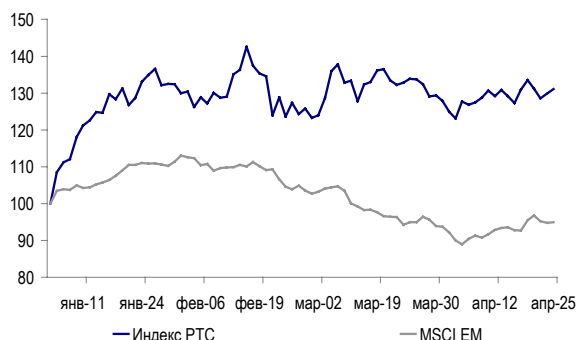
Илл. 13. Календарь корпоративных событий на май

Дата, май	Компания	Событие
6	СургутНГ	Годовое собрание акционеров
7	ПТС	Внеочередное собрание акционеров
10	Норильский Никель	Объявление обмена акций ГК "Норильский Никель"
11	Барнаульский шинный завод	Годовое собрание акционеров
16	ММК	Планирует начать выпуск 12 серии купонных облигаций
17	РАО ЕЭС	Заседание правительства относительно вопроса реструктуризации
18	ММК	Годовое собрание акционеров
18	УАЗ	Годовое собрание акционеров
18	Мосэнерго	Годовое собрание акционеров
18	Кировский завод	Годовое собрание акционеров
18	Омскшина	Годовое собрание акционеров
19	Аэрофлот	Годовое собрание акционеров, финансовые результаты за 2000 год (РСБУ)
21	Норильский Никель	Годовое собрание акционеров
23	МГТС	Выкуп 1 транша облигаций
23	ММК	Планирует начать выпуск 13 серии купонных облигаций
24	Экономика	Заседание правительства по вопросу ключевых параметров бюджета - 2002
24	Ленэнерго	Годовое собрание акционеров
25	Башинформсвязь	Годовое собрание акционеров
25	НовосибирскЭС	Годовое собрание акционеров
25	Уралтелеком	Годовое собрание акционеров
25	ПТС	Годовое собрание акционеров
26	АвтоВАЗ	Годовое собрание акционеров
28	Башкирэнерго	Годовое собрание акционеров
31	КубаньЭС	Годовое собрание акционеров
конец мая	Северсталь	Финансовые результаты за 2000 год (МСБУ)

Источник: отчеты компаний

Графики

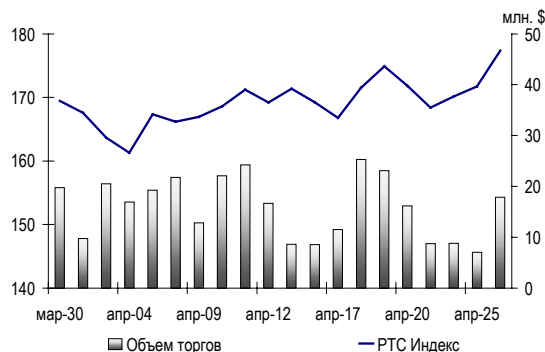
Илл. 14. Индекс РТС относительно индекса MSCI EM, с начала года



Источник: Рейтер

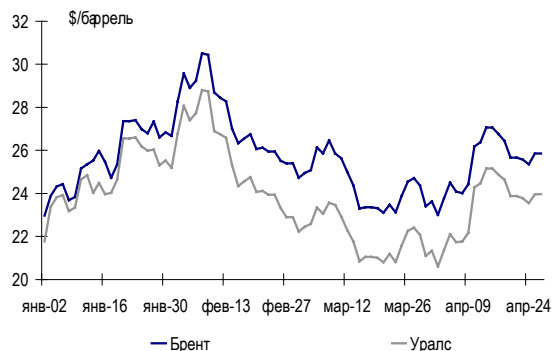
- Россия остается среди наиболее выросших развивающихся рынков
- Индекс РТС колебался вокруг достигнутого ранее уровня в 170 пунктов

Илл. 15. Динамика индекса РТС, за месяц



Источник: РТС

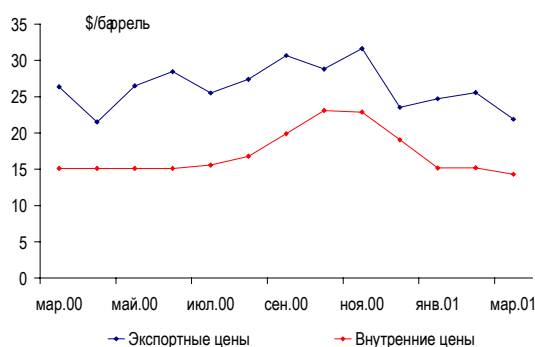
Илл. 16. Цены на нефть: Brent и Уралс, с начала года



Источник: Блумберг

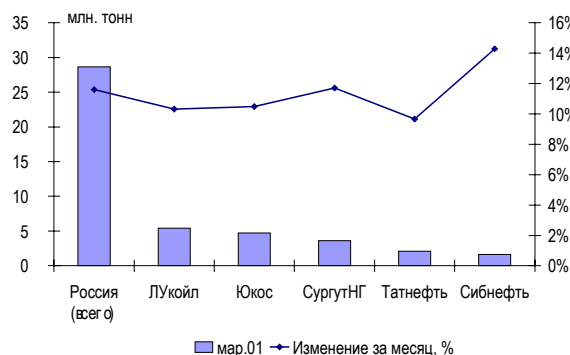
- Цены на нефть сорта Brent на \$1,4 ниже, чем год назад, но на 19,7% выше наших ожиданий
- Внутренние цены на нефть были более стабильными, чем экспортные цены

Илл. 17. Цены на нефть: экспортные и внутренние, за год



Источник: Министерство энергетики

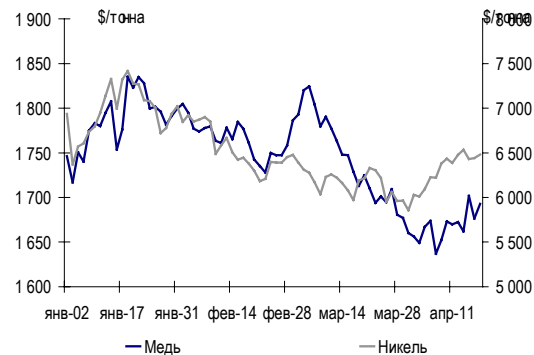
Илл. 18. Добыча нефти компаниями



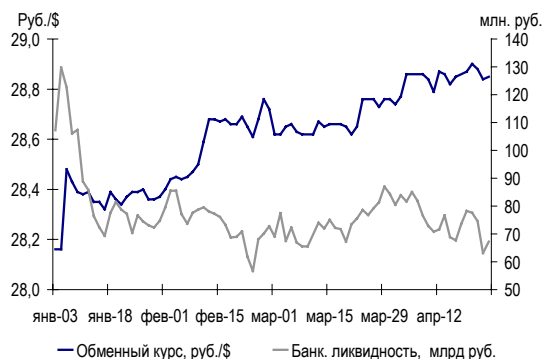
Источник: Министерство энергетики

- После низкого уровня добычи в феврале, российские нефтяные компании существенно увеличили производство в марте
- Цены на основные металлы несколько выросли в апреле

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

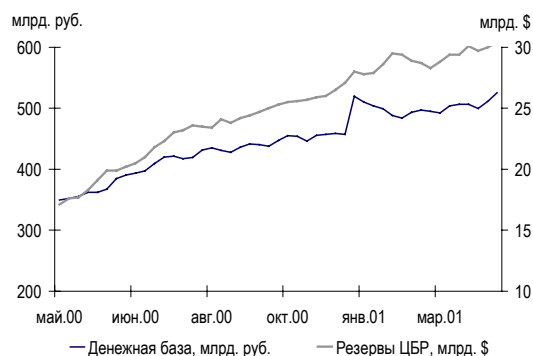


Источник: Блумберг

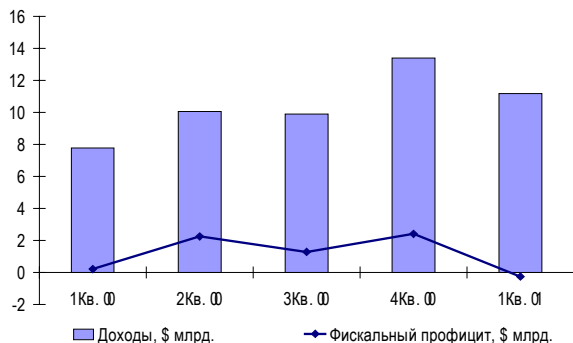
Илл. 20. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Валютный курс, скорее всего, достигнет 29 рублей за доллар в мае, так как рублевая ликвидность растет быстрее, чем ожидалось
- Большой, чем ожидалось, рост резервов ЦБР привел к увеличению денежной базы

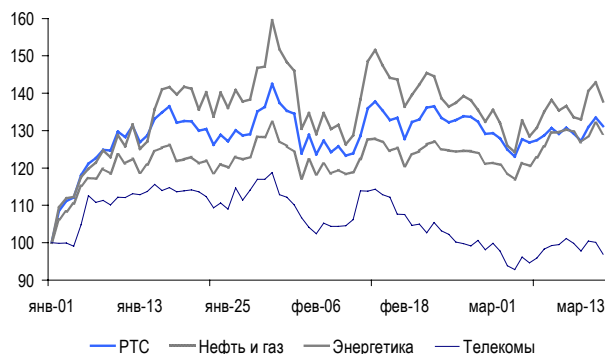
Илл. 21. Денежная база и резервы ЦБР, за год


Источник: ЦБР

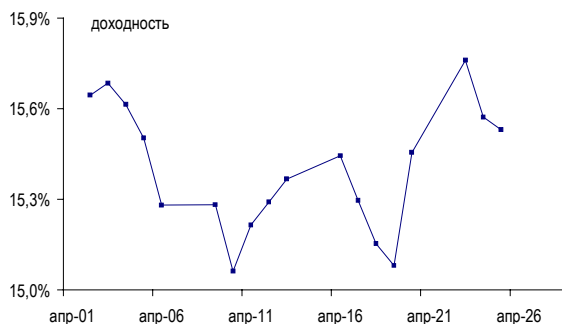
Илл. 22. Квартальная динамика бюджетных доходов, 2000-2001


Источник: Минфин

- Фискальный дефицит в 1 квартале 2001 г. был вызван платежами Парижскому клубу в феврале в размере \$1,3 млрд.
- Акции энергетических компаний продолжили расти быстрее рынка

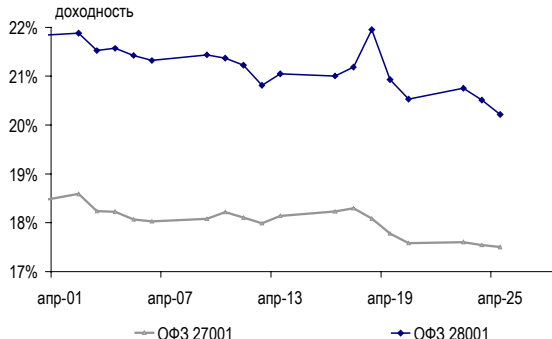
Илл. 23. Динамика отраслевых индексов относительно индекса РТС, за год


Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 24. Динамика Евро – 07, за месяц


Источник: Рейтер

- В связи с нестабильностью на развивающихся рынках российские еврооблигации оставались очень волатильными в апреле
- Доходности рублевых облигаций продолжили снижаться на фоне возросшей рублевой ликвидности, достигнув нового послекризисного минимума

Илл. 25. ОФЗ 27001 – ОФЗ 28001, с начала года


Источник: Рейтер

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Экономические показатели за апрель подтвердили правомерность нашего сдержанного макроэкономического прогноза

Мы полагаем, что в мае положительный настрой на рынке сохранится

Экономические показатели за апрель подтвердили правомерность нашего сдержанного макроэкономического прогноза. Объем выпуска промышленной продукции увеличился в 1-ом кв. 2001 г. незначительно – лишь на 3,3% (мы по-прежнему придерживаемся нашего прогноза – 3,5% по итогам года), тогда как темпы инфляции в первой половине апреля были очень высокими. Несмотря на такие тревожные экономические показатели, рынок положительно воспринял обращения президента Владимира Путина к парламенту 3 апреля. Владимир Путин подчеркнул, что Россия должна разработать стратегию, обеспечивающую эффективность ежедневного управления экономикой. При этом президент впервые обратился к такой чисто экономической проблеме, как низкая капитализация российских компаний. В апреле же Владимир Путин снова подтвердил намерение России полностью выполнить свои обязательства по внешнему долгу, что позволило рынку никак не реагировать на отсутствие результата в переговорах в Санкт-Петербурге по схеме «долги в обмен на акции».

Мы полагаем, что в мае положительный настрой на рынке сохранится. Финансовые рынки ждут, когда прояснится ситуация с либерализацией валютного регулирования. При этом по-прежнему сохраняется обеспокоенность по поводу возможной девальвации рубля. Нам представляется, что правительство, скорее всего, отложит принятие такого решения: снижение норматива обязательной продажи экспортной выручки вряд ли будет способствовать ускорению экономического роста. Дополнительным стимулом для положительного настроения на рынке может стать двухуровневый проект бюджета 2002 года, который должен быть обнародован 15-17 мая. Такой принцип формирования проекта бюджета дает России возможность выполнить обязательства по внешнему долгу в 2003 году вне зависимости от ситуации на мировых рынках сырья.

Илл. 26. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
За апрель						
Инфляция	0,9	0,5	2,2	1,8	1,1	
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,8	6,2	24,4	28,3	29,0	
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	20,0	14,6	11,9	19,6	30,8	
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	31,0	35,0
Сальдо торгового баланса	16,6	16,9	36,0	61,0	48,0	41,0
Экспорт	89,0	74,9	75,8	105,0	96,0	95,0
Импорт	72,0	58,0	39,6	44,0	48,0	54,0

Источники: МВФ, оценки Альфа Банка

Илл. 27. Ожидания

Дата	Событие
11 мая	Правительство намерено объявить детали пенсионной реформы
15 мая	Бюджет 2002 года будет представлен правительству
23 мая	Заседание правительства по ключевым параметрам бюджета

Источник: Альфа Банк

Илл. 18. Ключевые события

Дата	Событие
3 апреля	<p>Послание Владимира Путина Федеральному собранию отражает намерение властей сконцентрироваться в 2001 году на экономических проблемах.</p> <p>Основные тезисы Послания Президента: Экономический рост неустойчив, и необходимо приложить усилия для сохранения стабильной ситуации в экономике. Следует перейти к принципу формирования двухуровневого бюджета. Приведение действующих валютных ограничений к стандартам мировой практики. Принятие нового Таможенного кодекса и достижение к концу 2001 года договоренностей со странами-членами ВТО. Продолжение реформы регионального законодательства, которое должно быть приведено в соответствие с федеральным.</p>
4 апреля	<p>Профицит федерального бюджета за первый квартал составил 8,9 0,4% ВВП.</p> <p>Доходы федерального бюджета также имеют тенденцию к росту по отношению к ВВП: если в I квартале 2000 года доходы бюджета составляли около 16% от ВВП, то в I квартале 2001 года это соотношение увеличилось, по предварительным данным, до 17,7% ВВП. Дополнительные доходы бюджета в I квартале составили около 11% всех доходов, что подтверждает наш прогноз по дополнительным доходам в 2001 году в размере не менее 180 млрд. руб.</p>
5 апреля	<p>Инфляция в марте составила 1,9%, за первый квартал – 7,1%, что подтверждает наш прогноз в 18-20% в 2001 году.</p> <p>Высокие темпы инфляции в I квартале уже стали причиной того, что эксперты МВФ назвали прогноз правительства по индексу потребительских цен в 12-14% в 2001 году слишком оптимистичным, а представители правительства отмечают, что прогноз инфляции, скорее всего, будет повышен на 1-1,5%. Некоторое замедление темпов инфляции ожидается в летние месяцы, однако в целом за год мы по-прежнему ожидаем инфляцию на уровне 18-20%.</p>
16 апреля	<p>Положительное сальдо счета текущих операций платежного баланса РФ за I квартал 2001 года составило 11,5 млрд. долларов (11,9 млрд. долларов в I квартале 2000 года).</p> <p>Рост золотовалютных резервов в I квартале 2001 г. был примерно вдвое ниже, чем в I квартале 2000 г. в связи с увеличением выплат по внешнему долгу. Утечка капитала в I квартале 2001 г. продолжала оставаться на высоком уровне. Несмотря на то, что большинство ее составляющих снизились в 2001 г., платежный баланс демонстрирует рост импорта услуг, а также недооценивает рост выручки от экспорта нефти. Хотя в настоящее время преждевременно делать выводы об общем уровне бегства капитала в 2001 г., его снижение по сравнению с 2000 г. не только позволит ЦБР продолжить наращивать резервы, но и поддержит ликвидность на внутреннем рынке.</p>
22 апреля	<p>Понижение ЕБРР прогноза роста ВВП России в 2001 году с 4% до 3,4% соответствует нашим ожиданиям.</p> <p>Как мы полагаем, международные эксперты начали понижать свои прогнозы в отношении экономического роста России и повышать прогнозы инфляции (по прогнозам ЕБРР, инфляция в 2001 году составит 22,4%). Замедление экономического роста России международные эксперты связывают с набором хорошо известных факторов. В частности, отмечается, что конкурентоспособность российской экономики продолжит сокращаться вследствие высоких темпов инфляции и продолжающегося укрепления рубля в реальном выражении. Значительная инфляция станет причиной низких темпов роста реальных расходов населения, которые могли бы стать одним из ключевых факторов экономического роста в 2001 году.</p>
23 апреля	<p>Проект бюджета-2002, который Минфин внесет в правительство 17 мая, планируется 2-х уровневым.</p> <p>Первая часть бюджета будет основана на пессимистическом макроэкономическом прогнозе. Пессимистический прогноз исходит из снижения цены на нефть до 17 \$/баррель, роста ВВП в 3,5% и инфляции в 10-13% в 2002 г. (см. таблицу). Первая часть бюджета-2002 планируется бездефицитной и будет полностью покрывать финансирование непроцентных расходов и выплат по внешнему долгу. Вторая часть бюджета будет основана на оптимистическом сценарии и будет представлять собой специальный стабилизационный фонд, из которого будет происходить финансирование расходов в неблагоприятные годы.</p>

Источник: оценки Альфа Банка

Новости компаний и отраслей

Константин Резников
(7 095) 795-3612

Нефть и газ

Цена на Brent скоро снизится до традиционного уровня

В условиях политической нестабильности на Ближнем Востоке и противоречивых данных об уровне запасов и объеме добычи странами-членами ОПЕК цена смеси Brent держится на уровне, превышающем наш расчетный показатель. В апреле средняя цена Brent составляла \$25,37/баррель (наша расчетная цена - \$21,2/баррель). С другой стороны, нынешняя премия базового сорта IPE – смеси Brent – к цене WTI в размере \$0,34/баррель явление необычное, и поэтому мы считаем, что цена на Brent скоро снизится до традиционного уровня – с дисконтом к WTI в размере \$1,4/баррель. Мы полагаем, что до следующей встречи стран-ОПЕК, намеченной на 5 июня, сокращения добычи не будет.

Производство нефти увеличилось на 5.8% в 1 кв 2001 по сравнению с прошлым годом

Хотя российские компании получают выгоду из-за более высоких, чем ожидалось, цен на нефть, за 4 месяца, прошедших с начала года, средняя цена российской экспортной нефти в Северной Европе составила \$23,9/баррель, что на \$1,4/баррель меньше, чем за тот же период прошлого года. В 1-ом кв. 2001 г. компании пытались компенсировать снижение цены увеличением добычи сырой нефти на 5,8% по сравнению с тем же периодом прошлого года.

Илл. 29. Текущие и прогнозные цены на нефть, январь-май 2001

	Прогноз		Текущие		Текущие / Прогноз	
	Уралс	Брент	Уралс Сев.Европа	Брент	Уралс	Брент
	\$/бар.	\$/бар	\$/бар.	\$/бар	%	%
Январь	24,5	25,7	24,73	25,63	0,9	-0,3
Февраль	24,2	25,4	25,99	27,41	7,4	7,9
Март	23,0	24,2	21,94	24,40	-4,6	0,8
Апрель	20,0	21,2	23,34	25,37	16,7	19,7
Май	20,5	21,7				

Источники: Datastream, оценки Альфа Банка

Российские нефтяные компании начинают объявлять дивиденды

Российские нефтяные компании начинают объявлять дивиденды, размер которых в целом совпадает с нашими расчетными данными. Здесь как бы по одну сторону стоят Юкос и ЛУКОЙЛ (они планируют направить на дивидендные выплаты соответственно \$297 млн. и \$367 млн., или 11,4% и 11,7% расчетной чистой прибыли), по другую - Сургутнефтегаз, который собирается выделить на дивиденды лишь \$99 млн., что составляет 3,9% его расчетной чистой прибыли за 2000 г. Очередное общее собрание акционеров Сургутнефтегаза состоится 6 мая, на котором менеджмент собирается разъяснить стратегию действий по привлечению инвесторов. Если этого не случится, то, с нашей точки зрения, в ближайшие месяцы роста цены акций Сургутнефтегаза не будет.

Газпром

Илл. 30. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001П	2002П	2003П
Выручка, млн. \$	17 107,6	17 938,2	17 068,9	17 262,2
EBITDA, млн. \$	4 998,6	6 495,1	5 833,2	6 064,7
Чистая прибыль, млн. \$	2 665,9	2 932,5	2 823,6	3 018,0
P/E	2,5	2,3	2,7	2,6
EV/EBITDA	4,1	3,2	3,6	3,4
Капитализация, млн. \$	8 822,5			
EV, млн. \$	20 722,5			
Добыча, млрд. куб. см	3,2			
Запасы, млрд. куб. м	184,1			
Количество акций, млн.	23 673,5			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 31. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 32. Ключевые события

Дата	Событие
11 апреля	9 апреля президент Путин отдал распоряжение создать рабочую группу, которая бы выработала план в течение трех месяцев по либерализации рынка акций Газпрома. Российский рынок отреагировал на эту новость значительным ростом, в результате чего обыкновенные акции Газпрома за последние две торговые сессии прибавили в цене 12%. В то время как эта давно ожидаемая новость позитивна для Газпрома, мы считаем, что рынок в настоящее время больше реагирует на ожидания, чем на понимание того, что может быть реализовано. Перед рабочей группой стоит ряд сложных задач, ни одна из которых не имеет пока явного решения, и рынок полон слухов и предположений. Однако одна вещь, на наш взгляд, очевидна: к дате проведения годового собрания акционеров Газпрома в конце июня рабочая группа, скорее всего, предложит программу либерализации рынка акций концерна, которая косвенно окажет неизбежный эффект на предстоящие изменения в руководстве компании. Между тем, новости о прогрессе в работе группы будут держать рынок в ожидании возможных ответов на самые важные вопросы.
25 апреля	Дивиденды Газпрома в размере 230 млн. долларов вряд ли воодушевят рынок, другие резолюции совета директоров нейтральны. Дивидендная политика Газпрома никогда не удовлетворяла ни акционеров, ни правительство. Хотя предложенные дивиденды в размере 0,30 руб. (0,01 долл.) на акцию в три раза превышает дивиденды прошлого года, общая сумма средств, выделяемых на эти цели, в размере 230 млн. долларов не выдерживает сравнения, например, с 300 млн. долларов дивидендных выплат, которые намерена выплатить компания Юкос. Аргументы относительно того, что крупнейшая российская газовая компания может эффективнее вкладывать свои средства, не обоснованы. Тем более, если принять во внимание один из самых спорных вопросов повестки дня - увеличение доли Газпрома в компании Сибур. Советом директоров отложено принятие окончательного решения по этому вопросу до тех пор, пока не будет получена исчерпывающая для него информация относительно эффективности инвестиций Газпрома (в размере более 900 млн. долларов) в проект добычи сжиженного газа. Таким образом, предстоящее 7 мая голосование по вопросу нового выпуска акций Сибура, 51% которого принадлежит Газпрому, может быть отложено на неопределенный срок.

Источник: оценки Альфа Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 33. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	12 736,8	11 853,4	12 701,5	13 181,9
EBITDA, 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	2,2	3,2	2,9	2,7
EV/EBITDA	1,8	2,4	2,2	2,1
Капитализация, млн. \$	7 749,5			
EV, млн. \$	9 549,5			
Добыча, млн. бнэ	578,5			
Запасы, млн. бнэ	15 121,0			
Количество акций, млн.	815,6			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 34. 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. 35. Ключевые события

Дата	Событие
3 апреля	ЛУКОЙл разместил 18,6 млн новых обыкновенных акций, в целях консолидации миноритарных пакетов акций в Архангельскгеолдобыче, Ухтинском НПЗ и Коминьфепропродукте. В результате консолидации, ЛУКОЙл теперь контролирует 74% акций АрхангельскГД, 98% Ухтинского НПЗ и 98% акций региональной компании КомиНП, занимающейся розничной продажей топлива. На данный момент, вследствие допэмиссии, компания располагает 16,4 млн. объявленных обыкновенных акций, которые будут использованы для дальнейшей консолидации активов в Тиман-Печоре. На днях вице-президент ЛУКОЙла Леонид Федун заявил, что ближе к концу года или в 2002 году компания, возможно, выпустит конвертируемые облигации на основе данных акций, общей суммой в \$200-250 млн. Однако до появления более подробной информации по конвертируемым облигациям, мы не можем прогнозировать их влияние на акции компании.
9 апреля	Дивиденды в размере 2,05 долларов и обмен привилегированных акций на обыкновенные в пропорции 1:1 уже заложены в цены привилегированных акций ЛУКОЙла. Совет директоров ЛУКОЙла рекомендовал выплатить дивиденды в размере 59,16 рублей на одну привилегированную акцию и 8,00 рублей на одну обыкновенную акцию, что на 7,6% и 14,3%, соответственно, выше наших прогнозных оценок. Сумма дивидендных выплат составляет 11,7% от ожидаемой чистой прибыли компании за прошлый год. Руководство ЛУКОЙла собирается увеличить долю чистой прибыли, направляемой на дивиденды, до 15-20% в 2001-2005 гг. Также руководство компании предложило обменять привилегированные акции на обыкновенные в пропорции 1:1, чтобы упростить структуру акционерного капитала и выплачивать всем акционерам одинаковые дивиденды. Текущая премия привилегированных акций к обыкновенным, в размере 1,1 доллара, оправдана разницей в сумме дивидендов за 2000 год. Мы считаем, что обмен акций позитивен для обоих типов акционеров. После консолидации мы ожидаем роста дивидендов по обыкновенным акциям до 0,40 долларов за 2001 год.
19 апреля	Прозрачность ЛУКОЙла и стратегия компании подтверждают нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ. ЛУКОЙл представил свои болгарские активы, которые прибавили 1,5 млрд. долларов к выручке и 53 млн. к чистой прибыли компании в прошлом году. НПЗ Нефтохим в Бургазе и 15 автозаправочных станций являются основными зарубежными активами ЛУКОЙла. НПЗ Нефтохим произвел 4,1 млн. тонн нефтепродуктов в 2000 году, и занял 89% болгарского топливного рынка. ЛУКОЙл планирует увеличить объем нефти перерабатываемой на НПЗ до 7,0-7,5 млн. тонн к 2003 году, а также увеличить количество автозаправочных станций до 36 к концу этого года и до 100-120 станций к 2004 году, и тем самым завладеет 25-30% розничного рынка в Болгарии к 2004 году. ЛУКОЙл также планирует добыть 30-40 тыс. м ³ газа к 2010 году на полуострове Ямал и в Каспийском регионе. Однако более значительным, чем производственные планы ЛУКОЙла, является готовность компании стать прозрачной для инвесторов. Мы считаем, что усилия компании по улучшению прозрачности и стратегии приведут к росту стоимости ЛУКОЙла.

Источник: оценки Альфа Банка

Сибнефть

Илл. 36. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	2 757,8	2 503,6	2 591,2	2 716,2
EBITDA, 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	1,9	2,7	2,6	2,2
EV/EBITDA	1,5	1,8	1,4	1,4
Капитализация, млн. \$	1 647,6			
EV, млн. \$	1 927,6			
Добыча, млн. бнэ	125,6			
Запасы, млн. бнэ	5 960,3			
Количество акций, млн.	4 741,3			

Источник: оценки Альфа Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 38. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	5 174,9	4 398,9	4 454,4	4 726,5
EBITDA, млн. \$	3 415,0	2 595,4	2 489,7	2 614,4
Чистая прибыль, млн. \$	2 513,0	1 757,0	1 743,9	1 830,7
P/E	3,0	4,3	4,4	4,1
EV/EBITDA	2,5	3,3	3,4	3,3
Капитализация, млн. \$	8 408,2			
EV, млн. \$	8 518,2			
Добыча, млн. бнэ	373,3			
Запасы, млн. бнэ	21 893,0			
Количество акций, млн.	43 428,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 37. 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 капвложений
- 33% ОНАКО

Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (88%)

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 39. 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 устаревших в России

Возможности

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

Угрозы

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

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 40. Ключевые события

Дата	Событие
5 апреля	Дивиденды по привилегированным акциям Сургутнефтегаза в размере 0,6 центов, на 20% ниже наших пессимистичных прогнозов. Руководство Сургутнефтегаза предложило заплатить дивиденды по привилегированным акциям в размере 0,18 рублей и по обыкновенным - в размере 0,041 рублей. Дата закрытия реестра для выплаты дивидендов была определена на 16 марта. Дивиденды по привилегированным акциям представляют 49,5 млн. долларов, или всего 2% от ожидаемой чистой прибыли, в то время как по уставу Сургутнефтегаз обязан направлять на выплату этих дивидендов 10% от чистой прибыли. При таких низких дивидендных выплатах, дивидендный доход составит 6,3% по сравнению с 19,2% для привилегированных акций ЛУКОЙла. Учитывая плохое корпоративное управление в смысле прозрачности компании и дивидендной политики, мы понижаем нашу рекомендацию по привилегированным акциям Сургутнефтегаза с ПОКУПАТЬ до ДЕРЖАТЬ.
11 апреля	Сургутнефтегаз не выиграл тендера на покупку Талаканского месторождения (Республика Саха) с обильными запасами нефти и газа, что негативно скажется на оценке компании. Небольшая нефтегазовая компания Саханефтегаз выиграла тендер и согласилась заплатить весьма высокую премию в размере 501 миллиона долларов. Запасы Талаканского месторождения, по подсчетам экспертов, составляют около 124 миллионов тонн нефти и 47 миллиардов кубометров природного газа. Таким образом, Саханефтегаз оценила стоимость барреля нефти месторождения в 0,42 долларов. Компания оценила проект разработки месторождения в 974 миллиона долларов. Несмотря на то, что Сургутнефтегаз будет участвовать в тендерах на покупку участков в Республике Саха в будущем, неудача в данном тендере негативно влияет на оценку компании и создает неопределенность относительно стратегических планов компании по увеличению добычи нефти до 60 миллионов тонн.
12 апреля	Реконструкция НПЗ Кириши, принадлежащего Сургутнефтегазу, добавит 650 млн. долларов к его стоимости. Сургутнефтегаз выбрал компанию ABB Lumus Global для проектирования модуля гидрокрекинга, что позволит увеличить производство светлых нефтепродуктов до 3 млн. тонн (на 40% по сравнению с 2000 годом). Стоимость модернизации НПЗ оценивается в 800 млн. долларов, и, по нашим прогнозам, это позволит увеличить чистую прибыль до 180-220 млн. долларов в 2004-2005 году. Однако эта модернизация уже давно ожидается, и, если компания решит отложить инвестирование, это негативно повлияет на стоимость Сургутнефтегаза. Имея на балансе 2,8 млрд. долларов денежной наличности, Сургутнефтегаз должен прояснить свою корпоративную стратегию, особенно, после неудачи с получением новых нефтяных лицензий в Тиман-Печоре и Республике Саха.

Источник: оценки Альфа Банка

Татнефть

Илл. 41. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	3 832,7	3 827,9	3 835,8	3 842,9
EBITDA, млн. \$	1 284,8	1 076,3	892,3	906,1
Чистая прибыль, млн. \$	808,6	640,7	518,1	551,0
P/E	1,1	1,4	1,7	1,6
EV/EBITDA	1,2	1,4	1,7	1,7
Капитализация, млн. \$	913,8			
EV, млн. \$	1 513,8			
Добыча, млн. бнэ	183,3			
Запасы, млн. бнэ	6 206,0			
Количество акций, млн.	2 326,2			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 42. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Одна из наиболее прозрачных российских нефтяных компаний Интенсивное внедрение усовершенствований и новых технологий
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Зависимость от правительства Татарстана (31.1%) Неразвитые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Строительство современного НПЗ (\$820 млн.) Реструктуризация долга (\$356 млн.) в течение 2 лет
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Конвертация 10% акций с ограниченными правами продажи Истощение ресурсной базы (на 70%) может привести к снижению объемов добычи

Источник: оценки Альфа Банка

Юкос

Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	7 269,2	6 803,6	7 200,5	7 370,7
EBITDA, млн. \$	3 804,0	2 931,0	3 115,9	3 133,2
Чистая прибыль, млн. \$	2 584,0	1 952,0	1 687,8	1 786,1
P/E	2,3	3,0	3,4	3,3
EV/EBITDA	1,7	2,2	2,1	2,1
Капитализация, млн. \$	5 816,2			
EV, млн. \$	6 496,2			
Добыча, млн. бнэ	362,1			
Запасы, млн. бнэ	14 709,5			
Количество акций, млн.	2 237,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 44. 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. 45. Ключевые события

Дата	Событие
20 апреля	Юкос выплатит 297млн. долларов дивидендов, дивидендный доход составляет 4,9% к текущей цене акций. Совет директоров компании Юкос предложил выплатить дивиденды в размере 3,84 руб. (13,3 цента) на акцию, включая промежуточные дивиденды в размере 1,26 руб., в результате хороших результатов деятельности компании за прошлый год. Акционеры Юкоса обсудят данные вопрос на своем Годовом собрании 20 июня, дата закрытия реестра была назначена на 4 мая. Компания планирует затратить на выплату дивидендов 8,59 млрд. руб. Ранее руководство компании планировало затратить на выплату дивидендов не менее 200 млн. долларов в 2000 году, в то время как мы ожидали, что компания использует почти 10% своей чистой прибыли (250 млн. долларов), что на 15,8% меньше предложенной суммы. Таким образом, предлагаемые компанией дивидендные выплаты соответствуют 11,4% ожидаемой Юкосом чистой прибыли 75,2 млрд. руб. в 2000 году.
23 апреля	Юкос предоставит кредит в размере 200 млн. долларов компании Саханефтегаз для осуществления уплаты части бонуса за Талаканское нефтегазовое месторождение. Юкос ведет переговоры по приобретению блокирующего пакета акций в компании Саханефтегаз, чтобы обезопасить свои инвестиции в проект. Мы считаем, что Юкос продолжит увеличивать свой пакет акций в компании Саханефтегаз до контрольного и, вероятно, в дальнейшем консолидирует ее в свой холдинг. Компании нужен контроль над этим проектом, стоимость которого составляет 501 млн. долларов бонуса и 974 млн. долларов инвестиций в развитие Талаканского месторождения. Однако, высокая стоимость приобретения Талаканского месторождения снижает его чистую приведенную стоимость до 140 млн. долларов.

Источник: оценки Альфа Банка

Наталья Сажина
(7 095) 795-5835

Энергетика

Основным вопросом российской электроэнергетики по-прежнему является реструктуризация. Заседание правительства, на котором будет рассмотрен этот вопрос, первоначально планировалось на май месяц, однако окончательная дата еще не определена.

В случае превращения РАО ЕЭС в сетевую компанию ее акции будут для инвесторов непривлекательны

Мы полагаем, что центральными разделами концепции реструктуризации являются вертикальная интеграция и судьба РАО ЕЭС. Если РАО ЕЭС сохранится, но при этом распродаст основные пакеты акций региональных энергопредприятий и электростанций, она превратится в сетевую компанию. В таком случае акции РАО ЕЭС будут торговаться с премией к цене акций аналогичных зарубежных компаний. Такая ситуация – а именно реорганизация путем продажи активов - может заставить акционеров РАО ЕЭС распродать свои акции.

Расчленение региональных энергопредприятий приведет к снижению ликвидности и утрате конкурентоспособности

Реорганизация энергопредприятий путем их расчленения, а не вертикальной интеграции, снизит их привлекательность для инвесторов – они будут менее ликвидны и мало приспособлены для конкурентной борьбы на свободном рынке. Сам принцип разделения различных направлений деятельности выглядит сейчас странно: во многих странах происходит объединение энергопредприятий. Сторонники принципа дезинтеграции утверждают, что хотят отделить монопольные виды деятельности от конкурентных. Монопольные виды деятельности, в частности передача электроэнергии, должны регулироваться, а выработка электроэнергии и сбыт – конкурировать на свободном рынке. В теории все это так, однако опыт развитых стран показывает, что для достижения этой цели расчленять компании совсем не обязательно. Единственное, что надо отделить по видам бизнеса, это учет. Именно такая практика используется в Великобритании и Норвегии. Разве этих двух примеров не достаточно? С другой стороны, дезинтеграция может быть выгодна РАО ЕЭС, поскольку она будет играть ключевую роль в процессе управления процессом реструктуризации.

РАО ЕЭС

Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	11 295,3	12 974,0	14 593,0	15 195,0
EBITDA, млн. \$	2 178,7	2 675,0	3 389,0	3 283,0
Чистая прибыль, млн. \$	302,1	493,0	667,0	658,0
P/E	14,9	9,1	6,8	6,8
EV/EBITDA	2,4	1,9	1,5	1,6
Капитализация, млн. \$	4 570			
EV, млн. \$	5 197			
Производство, ТВтч	622			
Мощность, ГВт	156			
Количество акций, млн.	42 117			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 47. 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 \$ Сбербанка в 500 млн долларов для инвестиционных проектов
- Риск разделения активов снизился в связи с откладыванием решения о начале реструктуризации

Угрозы

- Еще не разрешен вопрос перераспределения активов в связи с реструктуризацией компании

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 48. Ключевые события

Дата	Событие
1 апреля	Привилегированные акции РАО ЕЭС выросли на 13,3% на фоне слухов о возможной конвертации в обыкновенные с коэффициентом 2 к 1. Повод возникновению слуха о возможной конвертации дало само РАО ЕЭС: один из иностранных акционеров компании направил РАО ЕЭС письмо с предложением конвертировать привилегированные акции в обыкновенные с тем, чтобы упростить процесс конвертации акций в процессе реструктуризации.
6 апреля	Окончательное предложение Arthur Andersen по реструктуризации энергетического сектора предполагает разделение генерирующих и распределительных активов в сжатые сроки. Как первоначальный проект, одобренный 26 марта, окончательные рекомендации предполагают создание временного холдинга на основе активов РАО ЕЭС, который будет включать сетевую компанию, до 5 федеральных генерирующих компаний, ТЭЦ-холдинг и до 7 межрегиональных распределительных компаний. Предложенный Arthur Andersen предполагает очень быстрые изменения: все реформы должны быть завершены в течение 2-3 лет. Мы считаем, что план вряд ли будет реализован полностью, хотя некоторые идеи могут быть включены в окончательную программу реструктуризации.
16 апреля	Окончательная программа реструктуризации будет, скорее всего, благоприятна для миноритарных акционеров; компромиссный план должен быть подготовлен до 21 апреля. Правительство обсудило два предложения по реструктуризации на специальном закрытом заседании: первое было представлено Министерством экономического развития, второе – специальной рабочей группой по реструктуризации, созданной при Госсовете. Доклад, подготовленный рабочей группой, достаточно близок по сути предложению Arthur Andersen: он тоже оставляет вертикально интегрированные компании, поддерживает идею их консолидации и настаивает на реорганизации РАО ЕЭС (фактически, ликвидации). Одно из основных отличий от плана Arthur Andersen – это сроки проведения реформ. Рабочая группа предлагает 9,5 лет на завершение реструктуризации, в то время как эксперты Arthur Andersen предлагают очень быстрые изменения – 3 года на все преобразования. Доклад рабочей группы может стать основой окончательной программы реструктуризации

Источник: оценки Альфа Банка

Мосэнерго

Илл. 49. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	1 049,6	1 163,3	1 260,3	1 294,3
EBITDA, млн. \$	271,9	301,2	336,2	463,9
Чистая прибыль, млн. \$	78,0	111,8	145,6	205,8
P/E	12,1	8,4	6,5	4,6
EV/EBITDA	4,4	4,0	3,6	2,6
Капитализация, млн. \$	941,3			
EV, млн. \$	1 209,5			
Производство, ТВтч	68,9			
Мощность, ГВт	14,8			
Количество акций, млн.	28 267,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 50. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Сильная клиентская база: 41% отпуска приходится на население и коммерческий сектор
- Крупнейшая и наиболее ликвидная компания сектора: 0.9% разница между спросом и предложением, 0.8 долл. дневной объем торговли

Слабые стороны

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

Возможности

- Улучшаются показатели сбора денежных средств за счет продажи излишков электроэнергии на спец. аукционах (2% отпуска)
- Кредит ЕБРР на строительство новой электростанции (100 млн долл); новый этап переговоров с EdF по поводу СП

Угрозы

- Недостаточно высокая корпоративная культура управления компанией

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 51. Ключевые события

Дата	Событие
2 апреля	Чистая прибыль Мосэнерго в 2,7 раза ниже, чем предварительно объявленная руководством компании: P/E выросло с 19 в 1999 году до 22 в 2000 году С начала 2001 года руководство Мосэнерго опубликовало ряд впечатляющих цифр финансовой деятельности за 2000 год. Предварительная чистая прибыль компании превысила официальный результат почти в три раза: 3,8 млрд. рублей против 1,4 млрд. рублей. Операционные расходы Мосэнерго росли быстрее, чем выручка, что свидетельствует об увеличении денежных платежей со стороны компании поставщикам газа, других видов топлива и материалов. Налоговые платежи выросли за прошлый год весьма существенно - на 67%, и их доля в прибыли до налогообложения составила 60% по сравнению с 44% в 1999 году.
3 апреля	Совет директоров Мосэнерго одобрил дивиденды в размере 0,767 копеек на одну акцию, или 15% чистой прибыли. Компания только следует своим обещаниям – два месяца назад руководство компании объявило сумму дивидендных выплат в размере 7,5 млн. долларов. Дивиденды 2000 года в 2,5 раза превышают дивиденды 1999 года, составившие 0,3 коп. Дивидендная доходность, однако, все еще довольно низкая – 0,9%.
9 апреля	Мосэнерго осуществило купонные выплаты по своим еврооблигациям. Купонные выплаты составили 6,5 млн. долларов. Компания должна погасить свои еврооблигации в октябре 2002 года. Предполагая, что компания не выкупала свои еврооблигации, основная сумма платежа составит 155 млн. долларов.
17 апреля	Мосэнерго сокращает свои расходы, отключая неплательщиков. Мосэнерго сократило поставки электричества Московской железной дороге (МЖД). Транспортная компания должна Мосэнерго 96,3 млн. рублей (3,5 млн. долларов) за электричество. Долг по сравнению с дебиторской задолженностью Мосэнерго в 713 млн. долларов (на 1 января 2001 года) не является значительным, однако, транспортные компании (железнодорожная и городского транспорта) являются наихудшими плательщиками. Мы ожидаем, что этот шаг вынудит МЖД либо договориться с Мосэнерго о реструктуризации задолженности, либо погасить быстро долг.
22 апреля	Рост потребления электричества Мосэнерго в 3% за 1 квартал 2001 соответствует нашим ожиданиям. Рост потребления электричества в Московском регионе составил за 1 квартал 2001 года 3%, при этом спрос со стороны промышленных потребителей рос более быстрыми темпами – на 12,2%, чем спрос со стороны других потребителей. Поставки электричества Мосэнерго на ФОРЭМ составили 600 млн. кВтч в 1 квартале 2001 года. Это на 20% больше, чем компания планировала поставить за квартал. Указанные выше результаты соответствуют нашим ожиданиям.

Источник: оценки Альфа Банка

Ленэнерго

Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	363,2	494,7	569,8	629,6
EBITDA, млн. \$	19,7	50,5	40,6	44,4
Чистая прибыль, млн. \$	2,0	18,8	36,9	50,8
P/E	74,7	7,9	4,0	2,9
EV/EBITDA	8,3	3,2	4,0	3,7
Капитализация, млн. \$	156,4			
EV, млн. \$	163,5			
Производство, ТВтч	7,9			
Мощность, ГВт	5,3			
Количество акций, млн.	897,3			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 53. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Рост потребления электроэнергии промышленным сектором Значительная доля принадлежит стратегическому иностранному инвестору 14% Новая профессиональная и достаточно эффективная команда менеджеров
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Зависимость от местной политической ситуации при определении тарифной политики
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> Отсутствие финансирования новых стратегических проектов в связи с низкими финансовыми показателями за последние годы

Источник: оценки Альфа Банка

Иркутскэнерго

Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	306,2	345,0	391,6	402,4
EBITDA, млн. \$	146,9	129,5	114,8	132,3
Чистая прибыль, млн. \$	54,7	45,1	48,0	53,7
P/E	7,0	8,5	8,0	7,1
EV/EBITDA	3,0	3,4	3,8	3,3
Капитализация, млн. \$	383,7			
EV, млн. \$	437,5			
Производство, ТВтч	53,8			
Мощность, ГВт	12,9			
Количество акций, млн.	4 767,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 55. 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
- Снижение денежного потока после сокращения в два раза тарифа для алюминиевых компаний проблема перед апрельским погашением Еврооблигаций

Возможности

- В долгосрочном плане – развитие бизнеса TMT

Угрозы

- Перераспределение собственности в пользу группы алюминиевых компаний
- 43% удорожание угля со стороны основного поставщика - Востсибугля - снизит ожидаемую чистую прибыль на 13%

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 56. Ключевые события

Дата	Событие
24 апреля	<p>Иркутскэнерго опубликовало финансовые результаты за 2000 год по международным стандартам бухучета, которые хуже наших ожиданий.</p> <p>Компания объявила операционный убыток в размере 31 млн. долларов. Основными причинами стали: убыток от списания активов в 12 млн. долларов, который образовался за счет переоценки основным средств, а также увеличение «иных» операционных расходов на 15 млн. долларов по сравнению с прошлым годом. Этот рост, возможно, с какими-то дополнительными расходами, которые компания потратила на свою систему оперативного руководства.</p> <p>Чистый убыток за 2000 год - 35,2 млн. долларов - превысил операционный убыток. Основная причина – высокая доля платежей по налогам на прибыль, которая рассчитывается по российским стандартам бухучета.</p>

Источник: оценки Альфа Банка

Андрей Богданов

(7 095) 795-3613

8 мая компания Golden Telecom объявит об итогах деятельности за 1 кв. 2000

В мае МГТС планирует сделать ряд сообщений, касающихся корпоративного развития

МТС скорее всего получит все необходимые согласования для приобретения оператора GSM в С-Петербурге - Telekom XXI

Телекоммуникации

8 мая компания Golden Telecom объявит об итогах деятельности за 1 кв. 2001 г. Кроме того, компании предстоит обсудить, какие выгоды может дать включение новых акционеров в состав совета директоров (Альфа-групп, Baring Vostok и Capital International), а также стратегию, направленную на приобретение других компаний (последняя крупная сделка такого рода - приобретение ISP Cityline).

В мае МГТС планирует сделать ряд сообщений, касающихся корпоративного развития. Участники рынка ожидают, что компания внесет ясность в некоторые вопросы: условия выпуска АДР 3-его уровня (в частности речь идет о сроках и сумме выпуска), найм финансового консультанта, объединение ряда аффилированных компаний (Комстар, Телмос, МТУ-Информ и Голден Лайн), а также участия компании в пан-региональном операторе Центральный Телеком. Мы полагаем, что Система-Телеком (владелец контрольного пакета акций МГТС) проведет со Связьинвестом переговоры относительно своего участия в Центральном Телекоме в обмен на крупный пакет акций (как минимум блокирующий) в пан-региональном операторе, который будет создан в скором времени.

Мы также полагаем, что МТС получит все необходимые согласования для приобретения второго по величине оператора GSM в С-Петербурге - Telekom XXI – и начнет создавать собственную сеть в «северной» столице. Можно предположить, что вскоре после этого МТС передаст часть частот в диапазоне 900 МГц компании Sonik Duo. Такое развитие событий может стать отражением предстоящих изменений на полити-

ческой арене, а именно запланированного на ноябрь объединения «Единства» и «Отечества-вся Россия». Если говорить о телекоммуникационном бизнесе, то рынок считает, что эти две партии поддерживают соответственно Телекоминвест и Систему. С учетом того, что Sonik Duo по вполне понятным причинам представляет собой объект приобретения для Телекоминвеста, который стремится выйти на московский рынок мобильной связи, санкт-петербургский холдинг со своей стороны мог бы пролоббировать вопрос о распределении частот.

При таком развитии событий недавний выход МТС на санкт-петербургский рынок мобильной связи может свидетельствовать об улучшении отношений между двумя компаниями. Тогда становится понятно, почему МТС собирается уступить часть своих частот в диапазоне 900 МГц.

Операторы альтернативной связи

Голден Телеком

Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	107,9	126,4	157,8	184,8
EBITDA, млн. \$	16,7	34,3	46,3	58,6
Чистая прибыль, млн. \$	(8,7)	(16,4)	(7,9)	15,5
P/E	(25,3)	(13,4)	(27,9)	14,2
EV/EBITDA	7,1	3,4	2,6	2,0
Капитализация, млн. \$	220,3			
EV, млн. \$	118,3			
Кол-во акций, млн.	24,1			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 58. 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

МТС

Илл. 59. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	523,7	707,6	914,6	1 022,8
EBITDA, млн. \$	235,7	290,1	365,8	398,9
Чистая прибыль, млн. \$	104,7	124,5	160,1	173,9
P/E	23,8	20,0	15,5	14,3
EV/EBITDA	11,2	9,1	7,2	6,6
Капитализация, млн. \$	2 487,7			
EV, млн. \$	2 648,7			
Число абонентов, '000	2 510,6			
Кол-во акций, млн.	99,7			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 60. 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. 61. Ключевые события

Дата	Событие
25 апреля	Абонентская база МТС превысила 1,5 млн. абонентов, темпы роста опережают Вымпелком. Кроме того, МТС присоединила к себе компанию РеКом, увеличив свою долю в последней с 49,9% до 53,9%. Мы подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ акции МТС.

Источник: оценки Альфа Банка

Вымпелком

Илл. 62. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	277,8	369,5	392,0	417,7
EBITDA, млн. \$	45,7	108,3	126,6	149,8
Чистая прибыль, млн. \$	(27,0)	2,2	18,0	32,5
P/E	(26,9)	329,9	40,3	22,3
EV/EBITDA	16,9	7,1	6,1	5,1
Капитализация, млн. \$	725,7			
EV, млн. \$	770,7			
Число абонентов, '000	857,3			
Кол-во акций, млн.	46,9			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 63. 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

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 64. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	205,8	230,5	216,2	221,5
EBITDA, млн. \$	106,8	116,3	95,1	99,8
Чистая прибыль, млн. \$	28,3	24,8	19,0	29,8
P/E	15,2	17,4	22,7	14,5
EV/EBITDA	5,3	4,9	5,9	5,7
Капитализация, млн. \$	458,2			
EV, млн. \$	565,2			
Используется линий, '000	141,3			
Кол-во акций, млн.	95,8			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 65. 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. 66. Ключевые события

Дата	Событие
9 апреля	МГТС показала хорошие результаты за 2000 год, показатели прибыли выше наших ожиданий. Выручка полностью соответствует нашим ожиданиям, в то время как показатели прибыли до налогообложения и чистой прибыли превышают наши оценки. Выручка и операционная прибыль увеличились, главным образом, благодаря 40%-му увеличению тарифов в начале 2000 года. Главной причиной роста чистой прибыли стало 6-ти кратное уменьшение расходов по неосновной деятельности по сравнению с 36 млн. долларов в 1999 году. Несмотря на впечатляющие финансовые показатели, мы сохраняем скептицизм по отношению к МГТС из-за неопределенного положения компании на телекоммуникационном рынке в будущем. Менеджмент компании к маю обещает раскрыть информацию относительно участия или неучастия компании в Центральном телекоме, а также предоставить какую-либо определенную информацию относительно выпуска компанией АДРов 3-го уровня.

Источник: оценки Альфа Банка

Ростелеком

Илл. 67. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	831,6	821,5	807,2	895,9
EBITDA, млн. \$	362,8	354,8	382,2	364,5
Чистая прибыль, млн. \$	56,4	108,5	158,3	187,5
P/E	10,3	5,4	3,7	3,1
EV/EBITDA	3,1	3,2	2,9	3,1
Капитализация, млн. \$	661,9			
EV, млн. \$	1 123,0			
Кол-во акций, млн.	971,6			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 68. 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. 69. Ключевые события

Дата	Событие
13 апреля	Вопрос передачи части активов Ростелекома в пользу межрегиональных телекомов не ясен; риск уменьшения стоимости компании остается. На рынке есть мнение, что Ростелеком уступит некоторые из своих региональных активов межрегиональным телекомам в обмен на компенсацию. Генеральный директор Связьинвеста Валерий Яшин подтвердил, что он хотел бы сохранить за Ростелекомом статус естественной монополии в области дальней связи (по крайней мере, до 2003 года, хотя не исключает, что этот статус Ростелеком удержит до 2004-2006 гг.) и не выдавать новых лицензий на услуги дальней связи.

Источник: оценки Альфа Банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-5835

В начале апреля «Норильский никель» выиграл дело в Московском арбитражном суде

«Норильский никель» планирует также выпустить АДР 1-ого уровня

Возможно, что компания объявит о новой дивидендной политике в сентябре

Металлургия

В начале апреля «Норильский никель» выиграл дело в Московском арбитражном суде. Несмотря на то, что ФКЦБ в принципе может подать апелляцию в суд более высокой инстанции, нам представляется, что комиссия даст предприятию разрешение на продолжение программы реорганизации. В связи с этим мы предполагаем, что в мае ФКЦБ зарегистрирует проспект новой эмиссии акций Горно-металлургической компании «Норильский никель». После это компания сможет объявить об обмене акций акционеров «Норильского никеля» и тем самым завершить процесс реорганизации.

После объявления об обмене акций «Норильский никель» планирует также выпустить АДР 1-ого уровня. Не исключено, что эта программа начнет осуществляться уже в конце мая. Выпуск АДР позволит повысить ликвидность акций компании и облегчит проведение обмена акций.

21 мая состоится общее собрание акционеров «Норильского никеля». На нем предполагается объявить о дивидендах по привилегированным и обыкновенным акциям в размере 1,55 рубля (\$0,05) на акцию. Следует иметь в виду, что ранее компания уже объявила о выплате промежуточных дивидендов за 9 месяцев 2000 г. – в общей сложности 1,5 рубля на акцию. Это означает, что фактически речь идет о выплате акционерам очень незначительного дополнительного дивиденда –0,05 рубля на акцию. Общая сумма дивидендов (\$10 млн.) крайне мала по сравнению с \$1,5 млрд. консолидированной чистой прибылью, которую «Норильского никель» рассчитывает получить по итогам 2000 г.

Мы, однако, полагали, что объявления о каких-либо дивидендах не будет вообще: в процессе реструктуризации структура акционеров «Норильского никеля» слишком усложнилась. Мы считаем, что в сентябре, когда процесс реструктуризации завершится, компания

объявит о новой дивидендной политике, которая будет разработана с учетом интересов мелких акционеров.

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. \$	1 486,9	1 114,7	891,4	1 106,1
P/E	1,5	2,0	2,5	2,0
EV/EBITDA	0,7	0,9	1,0	0,9
Капитализация, млн. \$	2 375,8			
EV, млн. \$	1 808,8			
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
5 апреля	Норильский Никель выиграл дело в Московском арбитражном суде. Несмотря на то, что ФКЦБ в принципе может подать апелляцию в суд более высокой инстанции, нам представляется, что комиссия даст предприятию разрешение на продолжение программы реорганизации. В связи с этим мы предполагаем, что в мае ФКЦБ зарегистрирует проспект новой эмиссии акций Горно-металлургической компании «Норильский никель». После это компания сможет объявить об обмене акций акционеров «Норильского никеля» и тем самым завершить процесс реорганизации.

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	204,6	281,5	247,9
P/E	1,7	4,0	2,9	3,3
EV/EBITDA	0,4	0,8	0,6	0,7
Капитализация, млн. \$	816,7			
EV, млн. \$	360,7			
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

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-5835

Машиностроение и автомобильная промышленность

Налаживание связей с инвесторами очень важно для компании

Группа «Уралмаш-Ижора» пригласила инвесторов посетить Екатеринбург. Поездка запланирована на 24 мая. Компания предполагает организовать посещение Уральского завода тяжелого машиностроения, одного из основных предприятий группы. В целом мероприятие проводится в рамках стратегии компании, направленной на укрепление связей с инвесторами и обеспечение информационной открытости. Налаживание связей с инвесторами очень важно для компании, которая планирует использовать фондовые рынки для финансирования своей инвестиционной программы. Программа капиталовложений на ближайшие 5 лет предполагает инвестиции на общую сумму порядка \$230 млн.

В апреле Группа «Уралмаш-Ижора» разместила двухлетние облигации

В апреле Группа «Уралмаш-Ижора» разместила двухлетние облигации на сумму 280 млн. рублей (\$9,7 млн.) с доходностью к погашению 19,8%. В течение этого года компания собирается разместить еще один облигационный выпуск со сроком погашения через 4 года на сумму 700 млн. рублей (\$24,5 млн.). В результате размещения этих двух выпусков облигаций задолженность «Уралмаш-Ижоры» увеличится на 62%. При этом увеличится и стоимость компании - примерно на 24%. Несмотря на это, дисконт по коэффициенту EV/EBITDA к среднему показателю аналогичных зарубежных компаний по-прежнему будет находиться на уровне 56%.

Уралмаш-Ижора

Илл. 75. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	231,1	379,0	433,7	461,1
EBITDA, млн. \$	27,9	59,0	70,2	83,4
Чистая прибыль, млн. \$	12,0	31,4	38,7	47,0
P/E	9,2	3,5	2,9	2,4
EV/EBITDA	5,2	2,5	2,1	1,7
Капитализация, млн. \$	110,8			
EV, млн. \$	145,3			
Кол-во акций, млн.	38,1			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 76. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста на российском рынке машиностроения
- Рост ликвидности акций вследствие выпуска АДР 1-ого уровня

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 77. Ключевые события

Дата	Событие
17 апреля	<p>Группа Уралмаш-Ижора увеличила число заказов на 7% до 759 млн. долларов за прошлый месяц, что поддерживает нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ.</p> <p>Рост был обусловлен, в основном, увеличением на 35% заказов на нефтяное и газовое и оборудование. Мы ожидаем, что в текущем году компания сможет увеличивать заказы в среднем на 3% в месяц, что позволит ей достичь 64% роста выручки в 2001 году и продолжать увеличивать выручку в более долгосрочной перспективе.</p> <p>В настоящее время Уралмаш-Ижора работает над программой по выделению (продаже) непрофильного бизнеса компании. Данная программа позволит группе сконцентрировать свои усилия на развитии того бизнеса, где у Уралмаш-Ижоры есть значительные конкурентные преимущества: производство бурового, горного, металлургического оборудования и оборудования для атомных реакторов. Выручку от продажи непрофильных направлений компания собирается использовать для финансирования развития основного бизнеса. Мы считаем, что эта стратегия позволит группе удержать свое монополистическое положение на рынке.</p>

Источник: оценки Альфа Банка

Мария Чечурина
(7 095) 795-3735

Пищевая промышленность и розничная торговля

Очередные общие собрания акционеров двух крупнейших российских предприятий розничной торговли

27 апреля состоится очередное общее собрание акционеров Торгового дома «ГУМ». Список акционеров, имеющих право принять в нем участие, будет составлен на основе реестра акционеров по состоянию на 31 декабря 2000 г. В повестку дня собрания будет включен вопрос об избрании нового председателя совета директоров. Наиболее вероятным кандидатом на эту должность является нынешний заместитель председателя совета Александр Никитин. Одновременно он еще и генеральный директор обувной фабрики «Парижская коммуна». Мы полагаем, что в данном случае смена первого лица в управлении не повлечет за собой никаких негативных последствий для компании.

Мы также полагаем, что после оглашения результатов собрания каких-либо резких ценовых колебаний не будет.

В мае состоится очередное общее собрание акционеров у другого крупного предприятия розничной торговли – ЦУМа. Включение каких-либо непредвиденных вопросов в повестку дня не предполагается. Принимая во внимание очень низкую ликвидность обоих предприятий розничной торговли, мы полагаем, что каких-либо резких ценовых колебаний после этих собраний не будет.

Пищевая промышленность

Балтика

Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	310,80	387,11	471,88	558,94
ЕБИТДА, 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/ЕБИТДА	3,91	2,95	2,49	2,10
Капитализация, млн. \$	508,1			
EV, млн. \$	524,6			
Производство, млн. гл	10,7			
Кол-во акций, млн.	1,5			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 79. 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. 80. Ключевые события

Дата	Событие
------	---------

9 апреля	<p>Продолжающийся рост компании Балтики и хорошие результаты за 2000 год подтверждают наш рейтинг НАКАПЛИВАТЬ.</p> <p>Выручка Балтики по МСБУ за 2000 увеличилась на 67% до 333,4 млн. долларов, прибыль после реализации составила 108,9 млн. долларов (рост на 51%), чистая прибыль достигла 79,3 млн. долларов (65% рост за год).</p> <p>Мы ожидаем, что Балтика увеличит производство пива в этом году на 17% и расширит свою долю на рынке с 19% до 21% к концу года.</p>
----------	---

Источник: оценки Альфа Банка

Sun Interbrew

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	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/EBITDA	0,21	0,18	0,14	0,12
Капитализация, млн. \$	0,0			
EV, млн. \$	15,4			
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

Розничная торговля

ГУМ

Илл. 83. 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	5,12	4,58	3,98	3,61
EV/EBITDA	4,05	3,62	3,14	2,85
Капитализация, млн. \$	72,0			
EV, млн. \$	72,2			
Кол-во акций, млн.	60,0			

Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 84. 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. 85. Ключевые события

Дата	Событие
6 апреля	<p>Выручка Торгового дома ГУМ не изменилась в 2000 году, чистая прибыль снизилась на 8%; ожидаемый рост выручки на 8% и недооцененность подтверждают нашу рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ акции ГУМа.</p> <p>В целом за 2000 год выручка компании снизилась на 0,3% до 79,1 миллиона долларов. Операционная прибыль упала на 10% до 17,1 миллиона долларов вследствие 31% увеличения коммерческих и административных расходов, снизив операционную рентабельность с 24,0% в 1999 году до 21,6% в 2000.</p> <p>По нашим оценкам, в ближайшие 2 года выручка ГУМа в долларовом выражении должна увеличиваться ежегодно в среднем на 8%. Этому будут способствовать реализация Интернет-проекта компании, продолжение плановой реконструкции главного здания, рост доходов населения и реорганизация розничного рынка в г. Москве.</p>

Источник: оценки Альфа Банка



Ольга Филиппова
(7 095) 795-3735

Транспорт

19 мая на годовом общем собрании акционеров будет избран новый совет директоров Аэрофлота

Годовое собрание акционеров Аэрофлота состоится 19 мая. Список акционеров, имеющих право принять в нем участие, будет составлен на основе реестра акционеров по состоянию на 20 марта 2001 г. В числе других в повестке дня собрания стоит вопрос об избрании нового состава совета директоров. Менеджмент компании выдвинул в совет директоров кандидатуры генерального директора Валерия Окулова и его заместителя Александра Зурабова. Иностранные инвесторы предложили в совет директора управляющего фонда Brunswick Capital Management Дэвида Херна и генерального директора компании "Абсолют-Инвест" Олега Кузьмина.

Судя по всему менеджмент компании уверен, что ему удастся получить в совете директоров два места. Учитывая это, мы полагаем, что результаты годового собрания не повлекут за собой каких-либо негативных последствий для компании.

Следует добавить, что на собрании должна быть утверждена выплата дивидендов в размере 33 млн. рублей (\$1,16 млн.), или 3 копеек на акцию. Это представляет дивидендный доход в размере 0,3%, что намного меньше, чем у других российских компаний.

Аэрофлот

Илл. 86. 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	41,5	15,0	10,0	5,1
EV/EBITDA	5,6	4,4	3,8	2,9
Капитализация, млн. \$	394,3			
EV, млн. \$	886,4			
Кол-во акций, млн.	1 110,6			

Примечание: * – EV, включая внебалансовый долг по операционному и финансовому лизингу
Источник: оценки Альфа Банка

Илл. 87. 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

Возможности

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

Угрозы

- Усиление конкуренции на международных направлениях со стороны иностранных авиакомпаний
- Усиление конкуренции на внутренних направлениях со стороны российских авиа-альянсов

Источник: оценки Альфа Банка

Людмила Храпченко
(7 095) 795-3743

Ценные бумаги с фиксированной доходностью

Цены российских облигаций росли

В течение апреля на рынках долговых бумаг наблюдалась высокая волатильность. В первой половине месяца на рынках облигаций происходил рост цен, поддержанный притоком ликвидности от крупных платежей по облигациям Brady (в частности бразильским облигациям). Позитивной новостью для рынка российских валютных облигаций, поддерживавшее интерес к ним со стороны инвесторов, стало обращение Владимира Путина к Федеральному собранию 3 апреля. Путин дал рынку хороший сигнал, пообещав не только продолжить структурные реформы, но и подготовить двухуровневый бюджет, который позволит России аккумулировать средства и избежать реструктуризации долга в 2003 г. (когда объем по внешнему долгу составит 19,5 млрд. долл.).

...и были устойчивы к негативным новостям

Однако, как мы и предполагали, во второй половине месяца негативные новости стали поступать из Аргентины и Бразилии - основных очагов нестабильности на развивающихся рынках. Неожиданное для большинства инвесторов снижение процентных ставок в США не помогло восстановить доверие инвесторов в бумаги этих стран. В Аргентине правительство обсуждало введение нового режима валютного курса, заключающегося в привязке песо к "корзине" евро и доллара. Это событие совпало с циркулирующими слухами о продажах хедж-фондами крупных пакетов облигаций Бразилии и Аргентины. В Бразилии растущий дефицит счета текущих операций и инфляционные ожидания привели к снижению курса реала до исторических минимумов. На фоне всех этих событий аргентинские и бразильские облигации резко упали в цене, а их доходности превысили уровень периода российского кризиса 1998 г. В то же время российские облигации были относительно устойчивы к негативным новостям. Цены суверенных еврооблигаций по итогам месяца практически не изменились, в то время как цены ОВВЗ выросли на 2-4%.

Напряженность на развивающихся рынках сохранится

По нашему мнению, период волатильности на рынках долговых бумаг будет длительным. Аргентина и Турция пока еще не восстановили доверие рынка, и инвесторы ждут от их правительств шагов в направлении структурных реформ и мер, обеспечивающих оздоровление экономики. В мае Турции предстоит выплатить по внутреннему долгу эквивалент 6 млрд долл. Судя по всему, май будет для нее трудным месяцем, несмотря на обещание МВФ и стран ЕС оказать стране "исключительную финансовую помощь". Аргентина со своей стороны должна убедить инвесторов в том, что стране удастся сократить дефицит бюджета и найти средства для финансирования выплат по внешнему долгу. Мы по-прежнему полагаем, что, несмотря на возможное ослабление других развивающихся рынков, российские валютные облигации будут обладать достаточным уровнем поддержки. Мы рекомендуем инвесторам ПОКУПАТЬ суверенные бумаги, погашаемые в 2007, 2010, 2028 и 2030 гг., а также облигации ОВВЗ 4-ого, 6-ого и 8-ого траншей.



Илл. 88. Динамика валютных облигаций

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 4	14.05.03	70,00	5,26	23,0	4,29	1,57
Минфин 5	14.05.08	42,50	5,59	18,1	7,06	4,81
Минфин 6	14.05.06	52,50	0,00	18,1	5,71	3,71
Минфин 7	14.05.11	41,50	5,06	14,3	7,23	6,51
Минфин 8	14.11.07	46,75	3,89	17,8	6,42	4,74
Еврооблигации						
Евро-01	27.11.01	101,00	0,87	7,4	9,16	0,54
Евро-03	10.06.03	99,63	1,79	11,9	11,79	1,75
Евро-05	24.07.05	83,38	1,83	14,1	10,49	3,25
Евро-07	26.06.07	79,50	2,09	15,2	12,58	4,06
Евро-10	31.03.10	68,50	1,67	16,0	12,04	0,16
Евро-18	24.07.18	75,00	0,67	15,1	14,67	6,15
Евро-28	24.06.28	89,25	2,15	14,3	14,29	6,56
Евро-30	31.03.30	41,38	2,16	16,7	12,08	0,17
Муниципальные облигации						
Ст-Петерб.	18.06.02	99,00	0,13	10,4	9,60	1,02
Ниж.Нов	10.03.02	64,50	11,21	26,7	4,75	0,27
Ямало-Ненец. АО	15.12.02	84,00	0,00	18,3	11,31	0,14
Корпоративные облигации						
Татнефть	29.10.02	93,00	0,54	14,3	9,68	1,28
Мосэнерго	09.10.02	92,00	1,10	14,7	9,10	1,29

Источники: Рейтер, оценки Альфа Банка

Илл. 89. Ключевые события

Дата	Событие
2 апреля	Агентство Standard & Poor's снизило долгосрочный рейтинг Эквадора с "B-" до "CCC+". Fitch также снизила рейтинг Турции с "BB-" до "B+". Несмотря на то, что рынки ждали этой новости, отношение инвесторов ко всем развивающимся рынкам в целом стало более настороженным.
3 апреля	Рынок облигаций приветствовал обращение Владимира Путина к Федеральному Собранию и его обещание сформировать двухуровневый бюджет. Несколько днями позже вице-премьер Алексей Кудрин подтвердил, что уже в бюджете 2002 г. будет два уровня.
8 апреля	Выплата купона и погашение московских еврооблигаций на сумму 377,9 млн. нем. марок
9 апреля	Выплата купона по еврооблигациям Мосэнерго на сумму \$6,5 млн.
10 апреля	Визит Герхарда Шродера в Россию не принес рынку долговых бумаг никаких важных новостей. В то же время участники рынка приветствовали готовность Германии обсудить реструктуризацию долга в 2003-2004 гг. Российские облигации отреагировали на это ростом цен.
12 апреля	Россия достигла договоренности с кредиторами о реструктуризации коммерческого долга бывшего СССР по такой же схеме, как и с Лондонским клубом. В целом российская внешняя задолженность будет уменьшена примерно на \$1,5 млрд. Предполагается, что общая сумма Russia-10 и Russia-30, увеличится приблизительно на \$2,5 млрд. К концу года, возможно, будет завершена реструктуризация внешнеторговой задолженности. Эта новость позитивно скажется на имидже России, однако в ближайшее время на ценах Russia-10 и Russia-30 не отразится.
14 апреля	Министр экономики Турции обнародовал основные положения новой экономической программы. Для рынка это была хорошая новость. Программа предусматривает, в частности, увеличение объема внешних заимствований при одновременном сокращении расходной части бюджета на 9%.
16 апреля	Агентство Standard & Poor's снизило долгосрочный рейтинг Турции с "B" до "B-", несмотря на объявление новой экономической программы. Это событие совпало с сообщением о намерении Аргентины привязать песо к «корзине» евро и доллара и вызвало снижение цен долговых бумаг.
18 апреля	Бразилия выплатила \$1,6 млрд. по облигациям. Приток денежных средств на развивающиеся рынки вызвал рост цен, особенно российских облигаций.
18 апреля	Решение ФРС снизить процентные ставки на 50 пунктов вызвало рост цен на финансовых рынках. При этом котировки российских облигаций увеличились на 0,6-1,2%. Однако рост не был долгосрочным, поскольку инвесторов беспокоит экономическая ситуация в США и ряде развивающихся стран, в частности в Бразилии, Перу и Аргентине.
19 апреля	Повышение процентных ставок в Бразилии – на 50 бп. Возникли острые разногласия между министром экономики Аргентины Доминго Кавалло и президентом Центрального банка Педро Поу относительно необходимости увеличения денежной массы. Эти два события усилили опасения инвесторов по поводу возможной инфляции и слабости реала. В результате цены долговых бумаг резко снизились. За три дня спреды аргентинских еврооблигаций над облигациями Казначейства США поднялись до 1200 пунктов.
26 апреля	Отставка президента Центрального банка Аргентины и размещение трехлетних облигаций среди местных банков способствовали временной стабилизации на развивающихся рынках.

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
Металлургия, автомобилестроение, машиностроение	Максим Матвеев, CFA
Розничная торговля, пищевая промышленность	Мария Чечурина
Государственные ценные бумаги	Людмила Храпченко Валентина Крылова
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.