

Март: удерживая лидирующие позиции

28 февраля 2001

www.alfabank.ru

Москва

Тема выпуска: Структурные реформы

- Мы полагаем, что Россия и в будущем сохранит позиции одного из самых быстрорастущих развивающихся рынков мира**
 Снижение темпов роста американской экономики по-прежнему сдерживает интерес иностранных инвесторов к рискованным активам. Вместе с тем, мы полагаем, что если цены на основные сырьевые товары будут держаться на нынешнем уровне и появятся первые ощутимые результаты реформ, Россия сможет удержать позиции одного из самых быстрорастущих развивающихся рынков мира.
- В ходе широкомасштабных изменений возникает множество проблем**
 Промышленный рост ограничен высокой стоимостью финансирования. Продолжающееся «бегство» капитала является следствием неуверенности отечественных предпринимателей в завтрашнем дне. Энергетике, традиционной «дойной корове» неэффективной экономики, нужны деньги для модернизации мощностей.
- В ближайшие полгода может произойти ощутимый прогресс в налоговой и земельной реформе, а также в других сферах**
 Реформирование финансовой инфраструктуры облегчает доступ к капиталу. Шаги, направленные на дерегулирование государством экономики и укрепление корпоративного управления, способствуют развитию промышленности.
- Наш выбор - акции следующих компаний: ЛУКОЙЛ, Татнефть, РАО ЕЭС, Норильский Никель**
 Мы по-прежнему отдаем предпочтение акциям российским нефтяным компаниям, а также ряду ликвидных бумаг предприятий электроэнергетики и металлургии. В условиях консолидации пакетов акций в преддверии годовых собраний акционеров и ожидающейся выплаты больших дивидендов появляются возможности для проведения выгодных операций с некоторыми малоликвидными акциями.

Основные идеи

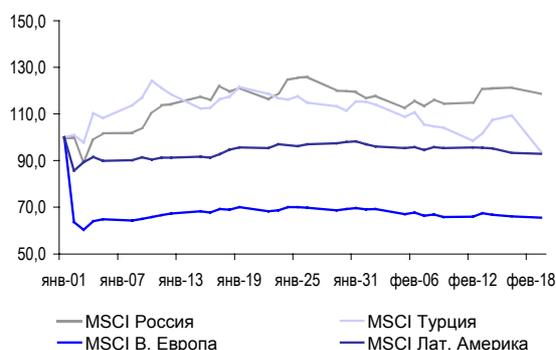
Компания	Цена		Изменение		ADV	Расчетная цена	Потенциал роста
	\$	млн. \$	MTD %	YTD %			
Газпром	0,325	4,67	8,30	11,30	0,65	100,0	
ЛУКОЙЛ	9,5	2,87	-6,13	2,70	17,35	82,6	
Сургутнефтегаз	0,216	2,00	-17,08	3,85	0,41	89,8	
Юкос	2,29	0,60	0,22	28,37	3,09	35,2	
Мосэнерго	0,034	0,87	-0,59	40,83	0,063	86,4	
РАО ЕЭС	0,094	7,78	-11,24	14,63	0,154	63,8	
Норильский Никель	9,05	0,78	0,56	23,97	14,72	62,7	

Источники: РТС, оценки Альфа-банка

Последние публикации

- 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 рынков: взгляд изнутри**
Прогноз на 2001 год Январь 3, 2001
 - Торговый дом ГУМ: поиск новых торговых пространств**
Мария Чечурина Декабрь 19, 2000
 - РАО ЕЭС: у темноты в плену**
Наталья Сажина Декабрь 7, 2000
 - Декабрь: предпраздничная распродажа началась раньше**
Ежемесячный обзор рынка Декабрь 1, 2000
 - Ноябрь: Время делать запасы на зиму**
Ежемесячный обзор рынка Ноябрь 1, 2000
 - Норильский Никель: влияние реструктуризации на стоимость компании**
Максим Матвеев Октябрь 31, 2000
 - Сколько должен стоить ЛУКОЙЛ?**
Константин Резников Октябрь 30, 2000
 - Красный Октябрь: несладкая жизнь производителя сладостей**
Мария Чечурина Октябрь 10, 2000
 - Иркутскэнерго: в ожидании больших перемен**
Наталья Сажина Октябрь 3, 2000
- 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

СОДЕРЖАНИЕ:

Комментарии по рынку	3
Тема: Структурные реформы	6
Необходимость реформ сложно переоценить	6
Структурные реформы часто "спотыкаются"	7
Первые результаты реформ должны появиться в течение ближайших 6 месяцев	9
Динамика акций и оценка	10
Календарь событий	13
Графики.....	14
Экономика и политика	16
Новости компаний и отраслей	17
Нефть и газ.....	17
Энергетика.....	20
Телекоммуникации.....	22
Металлургия.....	25
Машиностроение и автомобильная промышленность	27
Пищевая промышленность	27
и розничная торговля.....	27
Транспорт	29
Ценные бумаги с фиксированной доходностью	31

Сергей Глазер
(44 20) 7382-4165

Комментарии по рынку

В этом году по темпам роста цен на акции Россия занимает одно из первых мест среди развивающихся рынков

Состояние американской экономики и неопределенность, связанная с оценкой глубины ее возможного спада, негативно отражаются на динамике большинства развивающихся рынков. Вместе с тем, анализ динамики индексов за период с начала этого года показывает, что одно из первых мест занимает российский рынок акций. Хотя в конце 2000 г. он, несмотря на стабильное состояние экономики и рост технико-экономических показателей отдельных предприятий, заметно "просел" (см. Илл. 1), повторные массовые продажи акций в Турции уже не привели к такому резкому снижению цен российских акций, как в ноябре-декабре 2000 г.

Илл. 1. *Динамика индексов основных формирующихся рынков за 2000 г. и за период с начала 2001 г.

Region/Country	Индекс	2000 %	2001, YTD* %
Европа			
Россия	Российский индекс RTS	-18,24	+29,41
Польша	Индекс WSE WIG	-5,84	-7,23
Чешская Республика	Индекс Пражской фондовой биржи PX50	-2,29	-3,13
Венгрия	Индекс Будапештской фондовой биржи	-11,00	-3,24
Турция	Индекс турецкого фондового рынка Natl.	-36,20	+3,81
Израиль	Индекс Tel Aviv 100	+0,41	-6,58
Азиатско-Тихоокеанский регион			
Китай	Индекс Shanghai A-Share	+51,00	-6,06
Южная Корея	Индекс Korea Composite	-50,92	+19,62
Индонезия	Индекс Jakarta Composite	-38,50	+5,74
Малайзия	Индекс Kuala Lumpur Comp	-16,33	+4,66
Таиланд	Индекс Thai Stock Exchange	-44,14	+17,07
Латинская Америка			
Бразилия	Индекс Brasil Bovespa Stock	-10,72	+12,69
Африка			
ЮАР	Индекс Johannesburg All-Share	-2,54	+10,78

Примечание: * На основе цен закрытия за период с 1 января по 14 февраля 2001 г.
Источник: Блумберг

Снижение темпов развития американской экономики по-прежнему сдерживает интерес иностранных инвесторов к рискованным активам

Тем не менее два фактора - неожиданное снижение в США учетной ставки в начале января сразу на 50 базисных пунктов и отсутствие ясности в отношении будущего американской экономики - по-прежнему сильнее других влияют на уровень цен на российском рынке. В своем выступлении перед Конгрессом 13 февраля 2001 г. председатель ФРС Алан Гринспен отметил, что такого снижения по ряду экономических показателей, какое было в конце 2000 г., в январе не было. И все же опасность дальнейшего ухудшения в экономике все еще велика. Данные об индексе цен производителей, опубликованные через несколько дней после приведенного выше высказывания Алана Гринспена, а также величина индекса цен потребителей за январь еще раз подтверждают, что высокая инфляция может усугубить последствия снизившихся темпов развития экономики и задержать дальнейшее снижение процентной ставки.

Есть еще ряд факторов, которые, с нашей точки зрения, оказывают сильное влияние на цены акций российских предприятий (см. прогноз Альфа-банка на 2001 г.):

Высокие цены на нефть означают стабильные поступления в бюджет высокие прибыли компаний

Цены на нефть. Цены на нефть по-прежнему держались на высоком уровне, что было обусловлено перебоями в поставках иракской нефти, низким уровнем запасов по всему миру и курсом ОПЕК, направленным на удержание цены на уровне \$25-28 за баррель за счет регулирования объемов добычи. Мы полагаем, что для достижения этой цели к середине года члены ОПЕК должны будут уже в марте сократить добычу еще на 0,75-1 млн. баррелей в день.

Если это произойдет, мы пересмотрим в сторону повышения наш прогноз средней цены смеси Brent на 2001 г. (в настоящее время это \$23 за баррель);

Несмотря на то, что надо будет покрывать платежи по долгу, бездефицитный бюджет все еще возможен

Стабильная политическая ситуация, несмотря на слухи о перестановках в правительстве.

Корпоративное управление вновь подвергается резкой критике

Продажа ВР бумаг ЛУКОЙла привела к снижению цен на акции российской компании

Консолидация голосов и контрольных пакетов в предверии собраний акционеров способствует росту цен акций

Повышенный интерес к привилегированным акциям объясняется желанием получить большие дивиденды

- **Макроэкономические показатели.** Данные о состоянии российской экономики были противоречивыми: большие налоговые поступления (в январе - 94 млрд. руб.), с одной стороны, и сохранение признаков замедления темпов роста экономики, с другой. Несмотря на необходимость осуществлять платежи по внешнему долгу, не предусмотренные бюджетом, это можно будет сделать за счет дополнительных доходов этого года. Таким образом, бездефицитный бюджет все еще возможен. С другой стороны, политика Центробанка, направленная на поддержание реального обменного курса рубля стабильным (рублю позволяют девальвироваться в соответствии с инфляцией) противоречит планам Минфина, который в целях уменьшения стоимости обслуживания внешнего долга заинтересован в стабильным номинальном курсе.
- **Политическая стабильность.** При сохранении политической стабильности – рейтинг Путина все еще высок - стали снова появляться слухи о возможных перестановках в правительстве. Причина - отсутствие прогресса в переговорах с МВФ и Парижским клубом, а также оппозиция Думы в отношении изменения параметров бюджета.
- **Корпоративное управление.** На первый план вышли проблемы корпоративного управления: обеспокоенность миноритарных акционеров в отношении методов хозяйственной деятельности, используемой Газпромом, последствий реструктуризации РАО ЕЭС, нового выпуска акций Сбербанка, реструктуризации Норникеля. Это далеко не полный перечень вопросов, вызвавших волну критики в СМИ.

Вместе с тем, в этом году на рынке уже произошло несколько крупных событий и появились новые варианты сделок с акциями компаний.

Неожиданное решение ВР продать 7% акций ЛУКОЙла в виде конвертируемых облигаций взбудоражило рынок, поскольку предложение этих бумаг на рынке существенно возросло. Кроме того, участники рынка вспомнили о планах государства и компании продать соответственно 6% и 3% акций ЛУКОЙла. Активные продажи акций ЛУКОЙла были, в первую очередь, обусловлены желанием сыграть на арбитраже, в результате чего цена снизилась почти на 10% и до сих пор не достигла прежнего уровня.

Как всегда накануне проведения ежегодных собраний акционеров различные заинтересованные структуры начинают "охоту" на акции, которые могут обеспечить им голоса (места в совете директоров), а иногда и контроль над компаниями. В этом году "охота" имеет свои особенности: заинтересованные структуры скупают уже не голоса, как раньше, а непосредственно акции по текущей низкой рыночной цене. На неликвидном рынке такие покупки уже привели к значительному изменению цен на акции ряда компаний, в т.ч. Аэрофлота, АвтоВАЗа, Газпрома. В ближайшие два-три месяца этот список может пополниться.

Другой пример "охоты" за отдельными акциями обусловлен повышенным интересом к привилегированным акциям в ожидании высоких дивидендных выплат и (или) их конвертации в обыкновенные акции. Сверхвысокие прибыли, полученные крупными нефтяными компаниями в прошлом году, скорее всего станут основой для выплаты солидных дивидендов владельцам привилегированных акций. Вследствие этого привилегированные акции ЛУКОЙла торгуются сейчас по цене, превышающей цену его обыкновенных акций. К тому же, с учетом нынешнего низкого уровня цен с точки зрения дивидендного дохода

Последние события, связанные с Газпромом, делают более привлекательными для инвесторов как его АДР, так и торгуемые в России акции

Сделанный нами ранее выбор по-прежнему в силе - прежде всего это российские нефтяные компании, в частности Юкос, а также Мосэнерго и Северсталь

достаточно привлекательными могут оказаться даже привилегированные акции региональных предприятий энергетики. В этом отношении наиболее показательны Красноярскэнерго (101,5%), Колэнерго (28,2%), Пермьэнерго (27%), Башкирэнерго (26,5%) и Самараэнерго (24,1%).

В условиях сложившейся сейчас в Газпроме ситуации есть несколько вариантов осуществления выгодных сделок по покупке акций концерна. На российском рынке есть все предпосылки для роста этих акций: во-первых, накануне общего собрания акционеров происходит массовая консолидация голосов. Во-вторых все ждут прогресса в либерализации рынка акций Газпрома. Вместе с тем, в результате нынешнего противостояния между руководством компании и независимым членом совета директоров Борисом Федоровым уже поставлен вопрос о расследовании ряда сомнительных сделок. Если разногласия еще больше обострятся, то АДР концерна могут снова оказаться единственно возможным для иностранных инвесторов способом инвестирования в Газпром. К тому же, привлекательность этих ценных бумаг может повыситься, если общее собрание акционеров наконец осуществит изменения, касающиеся, в частности, состава руководства, производства, информационной открытости и корпоративного управления.

Мы по-прежнему рекомендуем покупать акции российских нефтяных компаний с высокой капитализацией и рассматриваем Юкос как хороший вариант для диверсификации нефтяного портфеля. Недавние активные продажи акций Татнефти привели к тому, что бумаги этой компании выглядят привлекательными для краткосрочных сделок. Что касается других отраслей, то мы отдаем предпочтение Мосэнерго и Северстали, а также считаем, что прогресс в реструктуризации РАО ЕЭС и Норильского Никеля уменьшают используемые нами для этих компаний коэффициенты корпоративного риска и создают предпосылки для роста этих акций в будущем.

Андрей Руденко
(7 095) 788-6407

Тема: Структурные реформы

Анализ структурных реформ в России позволяет сделать следующие выводы:

- Ключевая проблема - неэффективность государственного управления;
- Структурные реформы часто "спотыкаются";
- Первые результаты реформ должны появиться в течение ближайших 6 месяцев

Необходимость реформ сложно переоценить

Развитие ограничено недостатком капитала и его высокой стоимостью

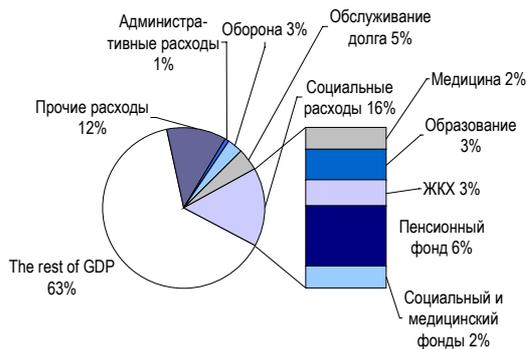
Сегодня, по прошествии 10 лет после "кончины" коммунизма и 2 лет после дефолта, инвесторы по-прежнему находят в России массу возможностей для бизнеса: страна богата и природными, и квалифицированными людскими ресурсами. В ряде отраслей все еще ощущается эффект импортозамещения, создающий пространство для роста. Высокий образовательный уровень населения позволяет предприятиям развиваться "большими скачками". С другой стороны, развитие ограничено недостатком и дороговизной капитала. Имеющиеся данные позволяют говорить о том, что сами россияне предпочитают вкладывать деньги не у себя на родине, а за границей. Специалисты сходятся во мнении, что темпы "бегства" капитала из России замедлились, однако, по оценкам ООН, его доля в общемировой "утечке" капитала (\$1 триллион) все еще достигает 2-3%.

Нелегальные операции с участием "белых воротничков" составляют две третьих оборота "теневой" экономики России

И все-таки, какова степень прозрачности российской экономики? По оценкам Министерства внутренних дел, оборот "теневой" экономики достигает порядка \$100 млрд., или 40-42% ВВП. При этом, ее структура выглядит следующим образом: традиционный криминальный бизнес, в т.ч. торговля оружием и наркоторговля (12% ВВП в России по сравнению с 4-12% в большинстве развитых стран), нелегальное производство в реальном секторе (10-11% ВВП), внешняя торговля (9%), финансовые операции (7%) и госуправление (3-4%).

Государство перераспределяет 36% ВВП, причем половина средств направляется на нужды социальной сферы

Каким же образом государство стимулирует экономику? Один из ключевых показателей - рост расходов в социальной сфере. В Илл. 2 приведена структура расходов консолидированного бюджета. С того момента, когда Владимир Путин стал законным президентом, пенсии повышались 6 раз. В итоге размер пенсионных выплат в реальном выражении увеличился более чем на 30%. Средний размер пенсии составляет сейчас \$30 в месяц. По нашим оценкам, повышение пенсий для 30 млн. пенсионеров обходится бюджету в \$3 млрд. Другая группа населения, получившая часть дополнительных доходов бюджета, - это госслужащие (11 млн. человек). По данным, приведенным вице-премьером Валентиной Матвиенко, только в январе месяце их зарплаты были увеличены на 20%, причем размер выплат будет повышаться и в дальнейшем.

Илл. 2. Распределение ВВП, 2000 г. (оценка)


Источник: Госкомстат, оценки Альфа-Банка

Илл. 3. Доля нефти и газа в экспорте и выручке, 1999 – 2001 гг. (оценка)


Источник: Госкомстат, оценки Альфа-банка

Энергетика не может бесконечно долго нести на себе груз расточительной экономики

Почти половину экспортных поступлений и доходов бюджета дает нефтегазовый комплекс (см. Илл. 3). По нашим оценкам, в 2000 г. Газпром заплатил в бюджет \$8 млрд., нефтяные компании - \$12 млрд., предприятия электроэнергетики - \$1 млрд. Кроме того, в результате перекрестного субсидирования на внутреннем рынке поддерживаются низкие цены на электроэнергию. Стоимость угля, мазута, электроэнергии и теплоснабжения почти в десять раз ниже, чем в Европе. Вот уже три десятилетия экономика страны живет за счет энергетики, что больше не может продолжаться. Активы быстро изнашиваются, и для их модернизации срочно необходимы значительные суммы относительно дешевого капитала. Этот порочный круг можно разорвать лишь одним способом - осуществить структурные реформы.

Структурные реформы часто "спотыкаются"

Направления реформ: финансовая инфраструктура, промышленное развитие и государственное управление

Мы видим три основных направления структурных реформ – финансовая инфраструктура, промышленное развитие и государственное управление. В Илл. 4 перечислены основные компоненты этих реформ и наша оценка степени их реализованности в указанных сферах. В ряде случаев налицо позитивные изменения. Мы хотели бы проанализировать основные проблемы, которые предстоит решить в ходе реформ в области банковской деятельности, пенсионного обеспечения, регулирования предпринимательской деятельности, налогового кодекса и судебного делопроизводства.

До сих пор реформа банковской системы была выгодна прежде всего финансовым учреждениям, контролируемым государством

Реформирование частных банков еще не начиналось. АРКО, созданное в этих целях в 1998 г., не получило достаточного финансирования. Вместе с тем, сейчас мы являемся свидетелями быстрого роста финансовых учреждений, контролируемых государством, в частности Внешторгбанка и Российского банка развития. Первый развил свою филиальную сеть с помощью Центробанка, а второй получил из бюджета свыше \$100 млн. Мы полагаем, что такие методы управления не отвечают требованиям рыночной экономики.

Распространение государственных гарантий на другие банки может повысить качество услуг

На самом же деле, оживление деятельности частных банков может принести государству пользу. Одним из важных преимуществ могла бы стать трансформация личных сбережений в кредиты для реального сектора. В настоящее время государство гарантирует сохранность сберегательных счетов только одного учреждения - Сбербанка, который,

в результате, контролирует почти половину всех личных сбережений населения. К сожалению, в этой ситуации, очень похожей на монополизацию отрасли, нет стимулов для повышения эффективности кредитования. Мы полагаем, что, как только государство распространит свои гарантии на другие банки, у физических лиц появится возможность выбирать те или иные банковские услуги, а предприятиям реального сектора будет легче привлекать капитал.

Илл. 4. Многие мероприятия по реформированию основных сфер еще не осуществлены

Финансовая инфраструктура	Промышленное развитие	Государственное управление
<i>Монетарная политика</i>	<i>Система государственного регулирования и контроля</i>	<i>Земельная реформа</i>
• Валютный курс и денежный агрегат M2 сбалансированы +	• Сбалансированы интересы органов регулирования и контроля +/-	• Одобрен земельный кодекс -
• "Утечка" капитала контролируется	• Устранено излишнее лицензирование +	<i>Централизация власти</i>
<i>Бюджетная политика</i>	<i>Корпоративное управление</i>	• Созданы федеральные округа +
• Установлены равные правила игры для всех -	• Введен институт независимых директоров +	• Упорядочена законодательная деятельность +
• Сбалансированы интересы бюджета и развития -	• Остановлен вывод активов +	• Обеспечена поддержка со стороны Думы +
• Обеспечивается собираемость платежей +	<i>Политика в области энергетики</i>	<i>Исполнение законов</i>
<i>Регулирование деятельности финансовых учреждений</i>	• Утверждена схема реструктуризации Газпрома -	• Принцип "равноудаленности" в отношении "олигархов" +
• Утверждены требования к страхованию +	• Утвержден перечень реформ в области энергетики -/+	<i>Осуществлено реформирование судебной системы</i>
• Создана банковская инфраструктура -		
• Утверждены правила лизинговых операций -		
<i>Государственные финансы</i>		
• Погашены долги федерального и региональных бюджетов -		
• Осуществлена реформа пенсионной системы -		
• Сбалансированы обязательства по поддержке социальной сферы -		

Источник: оценки Альфа-Банка

Создан Национальный совет по вопросу пенсионной реформы

Недавно по указу президента Владимира Путина был создан Национальный совет по вопросу пенсионной реформы. Это уже третья за последние 6 лет попытка найти решение этой большой проблемы. Нынешний план предусматривает перераспределение доходов Государственного пенсионного фонда (ГПФ) между работодателями и работниками. Сейчас бремя финансирования взвалено главным образом на работодателя, который перечисляет в ГПФ 28% от фонда оплаты труда. С 1 января 2002 г. каждый работник начнет отчислять 1% от своей зарплаты на личный пенсионный счет. Предполагается, что к 2009 г. эта цифра достигнет 9%, тогда как доля работодателя сократится до 14%. По одной из схем средства работника должны быть инвестированы на фондовых рынках. Разработкой детального плана сейчас занимается Национальный совет по вопросу пенсионной реформы.

Частные пенсионные фонды платят сейчас слишком большие налоги

В настоящее время российские негосударственные пенсионные фонды платят налог по депозитам, а также налоги на доходы и выплаты. В начале этого месяца они представили свои предложения о внесении поправок во вторую часть Налогового кодекса, который основан на т.н. налоговой модели ЕЕТ. Эта модель используется сейчас во многих странах, в т.ч. США, Великобритании и Германии. Она предусматривает освобождение от налогов депозитов и инвестиционных доходов.

Попытки ограничить полномочия государственных органов по контролю над предприятиями не поддаются однозначной оценке

В России десятки государственных органов обладают правом проводить аудиторские и инспекционные проверки частных организаций. Предприниматели выражают недовольство действиями "незванных" гостей, на которых у них уходит много времени и сил. Эти жалобы дошли до правительства, и недавно Минэкономразвития представило проект федерального закона, защищающего права предприятий от посягательств органов государственного контроля и управления. В нем есть ответы на многие вопросы, однако, стимул для давления на предпринимателей у регулирующих органов остается: средства, полученные в виде штрафов, они могут оставлять себе.

**“Налог на прибыль”
лучше, чем
“подходный налог”**

В последнее время приверженность курсу на либерализацию налоговой политики дважды подвергалась проверке на прочность: первый раз в ходе споров о концепции Налогового кодекса, имеющей принципиальное значение (“налог на прибыль” или “налог на доход”), и второй раз при обсуждении вопроса о временном освобождении от налога части прибыли, направляемой на финансирование капитальных затрат. И в первом, и во втором случае были приняты решения в пользу предприятий. Новый Налоговый кодекс исходит из принципа “налогом облагается прибыль, а не доход”, поскольку последний предполагает налогообложение затрат на рекламу и ряда других внереализационных расходов.

**Выведение из-под
налогообложения
капзатрат позволит
предприятиям
экономить ежегодно
до \$6,5 млрд.**

Второй вопрос связан с правом выводить из-под налогообложения до 50% чистой прибыли в случае, если она направляется на финансирование капитальных затрат. Представители государства предлагали заменить это право более высокой нормой амортизации, однако, Дума намерена сохранить срок действия этого налогового положения еще на 5 лет. Таким образом, в 2001 г. предприятия смогут сэкономить до \$6,5 млрд.

Первые результаты реформ должны появиться в течение ближайших 6 месяцев

**Реформирование
финансовой
инфраструктуры
позволяет быстрее
получить доступ к
капиталу**

К числу основных рычагов ускорения процесса реформирования финансовой инфраструктуры в среднесрочном плане относятся снятие ряда ограничений на движение капитала и оживление внутреннего рынка ценных бумаг с фиксированной доходностью. В долгосрочном плане большую роль будет играть система частных пенсионных фондов и прямые иностранные инвестиции в банковский сектор. Мы полагаем, что все это будет способствовать увеличению притока капитала и снижению процентных ставок.

**Развитие
промышленных
предприятий требует
решения проблем
корпоративного
управления**

Начало процессу ослабления госрегулирования промышленности было положено на недавних встречах президента Владимира Путина с влиятельными российскими предпринимателями, т.н. “олигархами”. Если в ближайшие полгода произойдут указанные ниже события, то это будет свидетельствовать о том, что в данном направлении есть прогресс: сокращение видов деятельности, для осуществления которых требуется получение лицензии; утверждение общей схемы реформирования энергетики; избрание независимых кандидатов в состав советов директоров российских компаний. Все это создаст условия для решения многих проблем, связанных с корпоративным управлением.



Динамика и оценка акций

Илл. 5. Динамика АДР, с начала месяца, на 27 февраля

Компания	Биржа	Уровень АДР	Соотношение % в виде АДР	Цена	* Изменение		За 52 недели		Объем	
					MTD	YTD	Максимум	Минимум		
				\$	%	\$	\$	\$	млн. \$	
Нефть и Газ										
Черногорнефть	Фр		1 в 1	18,4	2,8	-20,3	-21,1	21,1	2,8	3,7
Газпром	Фр	114A, REG S	10 в 1	1,4	6,6	-9,1	2,4	10,1	5,7	28,4
ЛУКОЙЛ	Фр		4 в 1	31,0	37,5	-17,1	5,2	66,2	32,1	35,1
ЛУКОЙЛ прив.	Фр		2 в 1	5,0	19,2	-13,4	10,4	24,7	10,8	14,6
Сибнефть	Фр		10 в 1	4,0	3,1	-1,0	22,2	4,0	2,2	10,4
Сургутнефтегаз	Фр		50 в 1	19,0	11,0	-17,8	5,6	19,8	9,2	18,1
Сургутнефтегаз прив.	Бер		100 в 1	N/A	11,4	-4,8	27,3	16,8	7,7	1,9
Татнефть	Нью-Йорк		20 в 1	25,0	9,8	-0,6	41,8	14,4	6,5	9,1
Энергетика										
Иркутскэнерго	Фр		50 в 1	16,0	3,8	0,5	7,2	6,0	3,1	1,3
Кузбассэнерго	Фр		10 в 1	25,0	1,0	13,0	20,2	1,5	0,6	1,8
Ленэнерго	Бер	REG S	80 в 1	6,2	13,8	-32,0	-33,6	23,5	7,1	0,0
Мосэнерго	Фр		100 в 1	20,0	3,4	2,1	43,6	7,0	2,3	19,6
РАО ЕЭС	Фр		100 в 1	22,0	9,4	-10,5	23,0	21,1	6,9	11,5
Ростовэнерго	Бер		100 в 1	N/A	1,1	-16,9	10,6	2,9	0,9	0,4
Ростовэнерго прив.	Бер		100 в 1	N/A	0,9	-19,0	-4,2	1,5	0,6	0,6
Самараэнерго	Фр		70 в 1	N/A	1,3	57,5	69,3	2,4	0,7	0,2
Телекоммуникации										
Челябинсксвязьинформ	Бер		1 в 5	N/A	5,4	-2,6	-4,8	53,2	4,1	0,0
Голден Телеком		N/A	1 в 1	N/A	9,0	-25,8	58,2	48,0	5,1	5,4
Кубаньэлектросвязь	Фр		1 в 2	N/A	5,0	-4,4	-6,6	8,5	3,5	0,0
МГТС	Бер		1 в 10	N/A	6,4	-1,0	12,9	59,9	4,1	0,0
МТС	Нью-Йорк		20 в 1	17,0	26,0	-10,5	8,4	31,4	22,0	69,5
Нижновсвязьинформ	Фр		2 в 1	8,5	1,8	-1,0	-35,5	4,3	1,8	0,0
Ростелеком	Нью-Йорк		6 в 1	19,7	5,1	-21,6	-1,5	27,0	5,0	16,2
Ростовэлектросвязь	Бер		5 в 1	N/A	4,5	-3,0	-5,2	5,8	2,6	0,0
Самарасвязьинформ	Бер		1 в 5	N/A	7,8	-1,0	-13,4	16,8	3,8	0,0
Тюменьтелеком	Фр		1 в 1	N/A	0,6	17,0	65,5	2,2	0,3	0,0
Тюменьтелеком прив.	Фр		2 в 1	N/A	0,6	24,8	45,1	1,9	0,4	0,0
Уралсвязьинформ	Фр		200 в 1	N/A	1,4	-11,2	8,5	6,2	1,2	0,3
ВымпелКом	Нью-Йорк		3 в 4	N/A	15,3	-18,1	5,1	50,6	12,1	3,5
Прочие сектора										
Уралмаш-Заводы	Бер	144A, REG S	1 в 1	21,0	2,3	19,8	64,4	2,8	1,2	4,4
ГУМ	Фр		2 в 1	32,2	2,4	0,2	9,4	6,5	1,4	4,2
ЦУМ	Фр		20 в 1	10,8	2,8	20,4	22,4	7,3	1,9	0,0
Сан Интербрю В	Фр	144A, REG S	1 в 1	32,0	2,3	-10,4	-8,3	6,8	2,0	0,2
Сан Интербрю А	Фр	144A, REG S	1 в 1	15,0	1,6	5,2	-8,6	5,0	1,5	0,1

Примечание: * - здесь и далее MTD – изменение с начала месяца, YTD – изменение с начала года
 Источники: Рейтер, Блумберг, оценки Альфа-Банка

Илл. 6. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек», с начала месяца, на 27 февраля

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		**ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.			2000E	2001E	2000E	2001E			
		%	%	\$	\$									
Нефть и Газ														
Газпром	0,325	8,30	11,30	0,346	0,248	4,670	8 844	2,5	2,2	4,1	3,2	0,65	100,0	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	9,5	-6,13	2,70	16,62	8,05	2,87	7 763	2,3	3,2	1,8	2,4	17,35	82,6	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	0,313	4,33	16,79	0,385	0,22	0,10	1 484	1,8	2,5	1,4	1,7	0,4	27,8	СПЕК. ПОКУПКА
Сургутнефтегаз	0,216	-17,08	3,85	0,397	0,183	2,00	8 633	2,0	2,9	1,8	2,4	0,41	89,8	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,4835	-2,72	36,97	0,718	0,3235	0,3235	1 090	1,3	1,6	1,3	1,6	0,7	44,8	СПЕК. ПОКУПКА
Юкос	2,285	0,22	28,37	2,46	0,6	0,60	5 112	2,0	2,6	1,5	2,0	3,09	35,2	ПОКУПАТЬ
PKN	4,37	-14,91	-17,56	6,02	3,34	3,52	1 836	7,5	7,4	4,0	3,7			
Petrobras	27,40	2,86	22,00	32,04	22,28	0,28	30 173	6,2	6,7	3,7	4,2			
MOL	16,69	-13,64	-3,77	20,39	12,68	3,75	1 643	18,0	11,9	5,2	5,1			
Среднее								10,6	8,7	4,3	4,3			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,076	-13,64	-5,00	0,12	0,06	0,02	362	8,3	14,1	3,5	4,6	0,1	31,6	ДЕРЖАТЬ
Ленэнерго	0,1795	0,00	0,00	0,36	0,17	0,00	148	23,3	14,8	6,0	4,4	0,18	0,3	ДЕРЖАТЬ
Мосэнерго	0,0338	-0,59	40,83	0,0687	0,0222	0,87	955	12,4	8,7	4,5	4,1	0,063	86,4	ПОКУПАТЬ
РАО ЕЭС	0,094	-11,24	14,63	0,211	0,0707	7,78	3 900	12,8	7,8	2,1	1,7	0,154	63,8	ДЕРЖАТЬ
EdP	3,22	-5,57	-8,52	4,22	3,15	19,12	9 660	19,2	9,6	9,6	9,2			
Endesa	16,65	-5,93	-0,23	23,75	15,25	2,34	17 628	13,8	12,2	7,6	7,2			
Tepega	12,60	N/A	8,62	14,70	10,30	15,93	39 144	76,0	64,5	33,2	29,7			
Среднее								36,3	28,8	16,8	15,4			
Телекоммуникации														
МГТС	6,5	8,33	2,36	11	4,8	0,03	540	22,0	25,1	6,5	6,0	6,51	0,2	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	0,84	-19,23	-2,33	4,47	0,83	0,50	700	14,5	7,5	3,2	3,3	0,69	-17,9	СОКРАЩАТЬ
Indosat	0,98	3,30	4,44	1,53	0,65	2,22	1 014	6,3	6,1	N/A	N/A			
Embratel	11,44	-15,27	0,84	18,65	9,28	27,60	4 421	12,8	10,0	5,2	4,5			
Среднее								9,6	8,1	5,2	4,5			
Вымпелком	15,3	-18,10	5,10	50,6	12,1	1,33	718	N/A	326,2	16,7	7,0	23,46	53,3	СПЕК. ПОКУПКА
МТС	27,3	-10,50	8,40	31,4	22	2,54	2 721	26,0	21,9	12,2	9,9	31,88	16,8	ПОКУПАТЬ
Turkcell	0,03	-24,75	-9,52	0,07	0,02	9,36	6 709	43,6	24,3	N/A	N/A			
Mobinil	18,81	1,21	-1,37	47,55	14,42	N/A	1 881	28,3	17,0	9,0	6,2			
Среднее								35,9	20,6	9,0	6,2			
Голден Телеком	9	-25,80	58,20	48	5,1	0,37	217	N/A	Her.	3,7	3,3	17,94	99,3	СПЕК. ПОКУПКА
Netia	15,78	-3,69	-13,64	29,54	14,74	0,49	504	Her.	Her.	33,5	17,8			
Металлургия														
Норильский Никель	9,05	0,56	23,97	11,74	6,35	0,78	1 710	0,9	2,0	0,8	1,5	14,72	62,7	СПЕК. ПОКУПКА
Amplats	45,98	-1,05	1,76	51,99	19,13	0,23	9 979	11,6	9,0	8,2	7,8			
Eramet	42,16	0,33	5,86	54,87	38,32	0,00	1 041	11,3	10,5	4,2	4,3			
WMC	4,01	3,53	-0,48	4,45	3,14	4,79	7 651	11,2	10,5	7,1	6,8			
Среднее								11,4	10,0	6,5	6,3			
Северсталь	27,85	34,54	54,72	29	11,7	0,15	615	1,0	2,0	0,6	1,0	31	11,3	ПОКУПАТЬ
China Steel	0,64	2,97	4,52	0,80	0,53	19,81	5 636	9,6	11,2	6,4	7,0			
POSCO	78,37	0,00	26,80	96,95	46,05	0,40	7 561	4,9	7,4	4,0	4,1			
Среднее								7,2	9,3	5,2	5,6			
Продукты														
Балтика	350	0,00	0,00	N/A	N/A	N/A	496	5,6	4,2	3,8	2,9	471	34,5	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	2,3	0,70	-0,30	6,8	2	0,08	149	3,4	3,1	2,3	1,9	6,3	174,7	СПЕК. ПОКУПКА
Okocim	2,90	0,00	-2,48	5,06	2,54	0,13	64	6,9	6,7	3,1	2,6			
Zywiec	45,40	-13,75	-11,06	95,72	43,69	0,05	336	13,3	8,7	3,6	3,2			
Среднее								10,1	7,7	3,3	2,9			
Торговля														
ГУМ	1,2	0,00	26,32	3	0,77	0,00	72	5,1	4,6	4,1	3,6	1,7	43,3	НАКАПЛИВАТЬ
Robinson & Co	2,54	3,76	5,74	2,63	1,74	0,02	218	10,3	9,0	4,0	3,4			
Matahari Putra Prima	0,05	4,40	-5,00	0,11	0,04	0,83	131	6,0	5,4	3,5	3,0			
Среднее								8,2	7,2	3,8	3,2			
Транспорт														
Аэрофлот	0,275	30,02	29,72	0,303	0,144	0,26	305	Her.	10,0	5,5	3,2	0,32	16,4	НАКАПЛИВАТЬ
China Eastern Airlines	0,682	-3,087	0,893	0,773	0,481	1,543	2 252	100,9	57,7	10,8	9,4			
Thai Airways	0,739	-9,286	-0,781	1,070	0,698	0,094	1 034	7,4	6,2	5,7	5,2			
Среднее								7,4	6,2	8,3	7,3			
Машиностроение														
Уралмаш - Заводы	2,22	2,78	48,00	2,65	1,2	0,02	78	6,4	3,0	3,8	1,9	3,45	55,4	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	22,22	4,17	48,65	30,70	12,64	0,37	1 689	10,4	5,7	7,6	7,1			
Atlas Copco	23,81	0,64	13,56	24,32	15,79	0,81	4 917	16,2	15,4	6,8	6,6			
Среднее								13,3	10,5	7,2	6,8			

Примечание: * - EV включает внебалансовый долг по лизингу; ** ADV – средний объем торгов за день
Источники: оценки Альфа-Банка, Блумберг

Илл. 7. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 27 февраля

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2000E	2001E	2000E	2001E			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	1,5	-6,25	-50,00	3	1,5	5,23	172	0,6	0,7	0,5	0,6	2,5	66,7	СПЕК. ПОКУПКА
Пурнефтегаз	1,9	0,00	0,00	3,1	1,5	2,18	181	3,1	4,0	1,7	2,0	2	5,3	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	3,625	0,00	2,98	5	1,5	0,95	249	2,4	3,2	2,0	2,4	4,5	24,1	
Удмуртнефть	30	0,00	0,00	33	18,5	0,00	102	0,7	0,9	0,5	0,6		0,0	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,065	0,00	-12,16	0,096	0,05	0,00	68	2,4	1,9	1,1	1,1	0,061	-6,2	ДЕРЖАТЬ
Красноярскэнерго	0,027	0,00	0,00	0,058	0,027	3,01	20	0,5	0,6	0,3	0,4	0,032	18,5	НАКАПЛИВАТЬ
Кубаньэнерго	0,9	0,00	-35,71	2	0,9	0,00	16	8,1	3,2	1,7	1,3	1,13	25,3	ДЕРЖАТЬ
Кузбассэнерго	0,106	6,00	36,77	0,1645	0,065	13,32	64	4,0	4,5	1,9	2,0	0,120	13,2	НАКАПЛИВАТЬ
Новосибирскэнерго	1,5	42,86	100,00	2,3	0,75	0,67	21	2,0	1,2	0,7	0,7	2	33,3	НАКАПЛИВАТЬ
Пермэнерго	1	0,00	0,00	1,85	0,6	0,52	45	1,2	2,0	0,9	1,5	1,05	4,5	НАКАПЛИВАТЬ
Ростовэнерго	0,01	-4,76	-23,08	0,0275	0,0076	1,00	39	8,7	8,4	3,2	3,3	0,015	50,0	ДЕРЖАТЬ
Самарэнерго	0,019	3,83	50,79	0,0283	0,012	6,07	71	3,2	2,7	1,2	1,2	0,03	57,9	НАКАПЛИВАТЬ
Свердловэнерго	0,046	-0,86	-0,86	0,0975	0,04	1,34	30	0,0	2,6	0,9	1,0	0,05	8,7	НАКАПЛИВАТЬ
Челябэнерго	0,045	0,00	125,00	0,11	0,02	0,06	21	2,0	2,5	1,0	1,1	0,039	-14,4	ДЕРЖАТЬ
Телекоммуникации														
Башинформсвязь	0,041	24,24	17,14	0,12	0,033	2,11	38	3,7	2,3	2,2	1,6	0,07	70,7	ДЕРЖАТЬ
Красноярскэлектросвязь	2,85	0,00	7,55	3,8	2,85	0,00	31	10,9	20,1	3,3	2,6	1,93	-32,3	ДЕРЖАТЬ
Кубаньэлектросвязь	7,2	2,86	-25,77	18,85	7	2,14	86	6,6	5,0	3,8	3,1	11,76	63,3	НАКАПЛИВАТЬ
Ленсвязь	7,55	4,86	4,86	14,99	7,2	7,38	19	3,0	8,7	3,8	4,1	9,98	32,2	ДЕРЖАТЬ
Нижегосвязьинформ	1	25,00	42,86	2,3	0,7	2,42	100	12,5	12,5	5,8	5,4	1,44	44,0	НАКАПЛИВАТЬ
Новосибирскэлектросвязь	1,5	-6,25	7,14	3,735	1,15	2,07	24	4,3	3,4	2,5	2,1	2,96	97,3	ПОКУПАТЬ
ПТС	0,44	10,00	10,00	1,035	0,37	0,44	183	14,3	13,5	9,7	8,8	0,64	45,5	ДЕРЖАТЬ
Ростовэлектросвязь	0,65	0,00	62,50	1,8	0,4	6,84	51	15,9	14,4	4,8	4,3	0,9	38,5	ДЕРЖАТЬ
Самарасвязьинформ	32	0,00	-20,00	67	32	0,00	68	14,1	12,8	7,4	6,7	17,76	-44,5	ПРОДАВАТЬ
Тюменьтелеком	0,7	0,00	0,00	2,45	0,4	0,37	22	14,0	8,7	3,7	3,3	0,8	14,3	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинформ	0,008	0,00	14,29	0,03	0,007	1,67	73	17,4	10,9	5,2	4,0	0,007	-12,5	ДЕРЖАТЬ
Уралтелеком	4,25	-1,85	-2,30	11,23	3,8	4,96	23	5,7	5,0	2,3	2,0	8,54	100,9	ПОКУПАТЬ
Хантымансийскокртелеком	1,52	-3,18	1,33	3,3	1,48	1,14	29	4,0	3,4	2,3	2,0	1,64	7,9	ДЕРЖАТЬ
Челябинсксвязьинформ	17	1,19	12,58	40	15,1	12,22	95	16,6	8,3	5,9	6,4	9,12	-46,4	ПРОДАВАТЬ
Электросвязь Моск. обл.	175	2,94	25,00	330	135	3,10	91	12,4	5,8	4,5	2,4	237,48	35,7	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	3,8	65,22	137,50	5,05	1,5	80,81	106	0,9	0,5	4,8	2,9	6,5	71,1	СПЕК. ПОКУПКА
ГАЗ	17,5	0,00	-5,41	53	17,5	3,22	88	N/A	7,7	8,5	5,1	23,8	36,0	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	4	0,00	45,45	5,25	2,65	0,00	35	6,2	5,0	3,7	3,4	3,79	-5,2	СОКРАЩАТЬ
Магнитогорский МК	30	0,00	0,00	N/A	N/A	N/A	221	0,6	1,0	0,5	0,8	45	50,0	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	22,75	-14,95	-9,90	57	22,7	43,31	332	N/A	N/A	N/A	N/A		0,0	
ЦУМ	0,23	0,00	27,78	0,42	0,16	0,00	21	5,5	4,7	3,3	3,0	0,34	46,7	НАКАПЛИВАТЬ
Челябинский трубный з-д	0,04	0,00	0,00	N/A	N/A	N/A	19	0,7	0,7	0,7	0,0	0,12	200,0	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Figure 8. Динамика и оценка привилегированных акций, с начала месяца, на 27 февраля

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды \$	Дивидендный доход %	Расчетная цена	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
ЛУКОЙЛ прив.	9,7	-4,90	8,99	12,35	5,75	386,5	-2	1,91	19,69	12,14	0,00	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,119	-5,56	27,96	0,163	0,074	607,0	45	0,01	7,56	0,21	0,00	ПОКУПАТЬ
Татнефть прив.	0,251	9,37	25,50	0,283	0,0925	41,2	48	0,03	11,16	0,28	0,00	НАКАПЛИВАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,040	5,33	20,06	0,095	0,0275	334,2	58	0,00	4,46	0,07	0,00	ПОКУПАТЬ
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	0,36	-11,11	-18,18	1,46	0,34	28,0	57	0,03	7,92	0,24	0,00	СОКРАЩАТЬ
Металлургия												
Норильский Никель пр.	9	9,76	33,33	9,75	6	12,3	1	0,00	0,00	13,98	0,00	СПЕК. ПОКУПКА

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

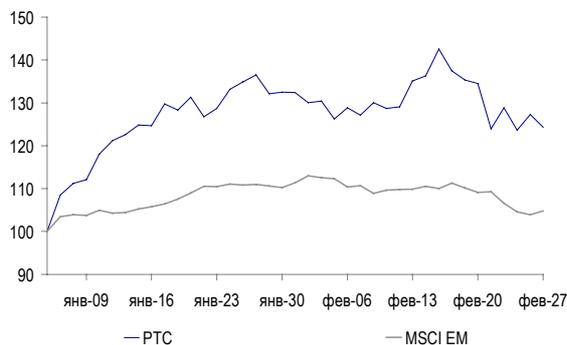
Календарь событий
Илл. 9. Календарь предстоящих событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
Март		
15	Сан Интербрю	Результаты за 2000 г. (GAAP)
	Красный октябрь	Результаты за 2000 г. (РСБУ)
23	Экономика	Путин примет участие в заседании Европейского Сообщества в Швейцарии
26	Норильский Никель	Слушание дела в арбитражном суде
28	Балтика	Годовое собрание акционеров
29	Экономика	Правительство обсуждает пенсионную реформу
Апрель		
	Экономика	Визит миссии МВФ
1	Татнефть	Результаты за 2000 г. (РСБУ)
1	Северский Трубный Завод	Внеочередное собрание акционеров: переизбрание Совета директоров
9	Экономика	Встреча Путина с канцлером Германии в Санкт-Петербурге
15	РАО ЕЭС	Заседание правительства по вопросу реструктуризации
19	Заволжский Моторный Завод	Годовое собрание акционеров
Середина апреля		
	Аэрофлот	Результаты за 2000 г. (РСБУ)
25	Сан Интербрю	Годовое собрание акционеров
27	ГУМ	Годовое собрание акционеров
28	РАО ЕЭС	Годовое собрание акционеров
Конец апреля		
	ГАЗ	Годовое собрание акционеров
Май		
10	Норильский Никель	Объявление Норильской горной компании об обмене акций
Середина мая		
	Татнефть	Результаты за 2000 г. (РСБУ)
26	АвтоВАЗ	Годовое собрание акционеров
Конец мая		
	Северсталь	Результаты за 2000 г. (МСБУ)

Источники: оценки Альфа-Банка

Графики

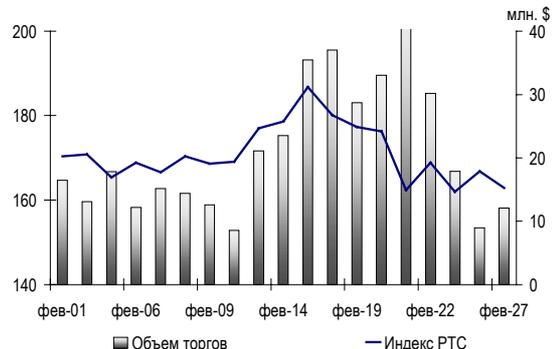
Илл. 10. РТС и индекс MSCI EM, с начала года



Источники: РТС, Рейтер

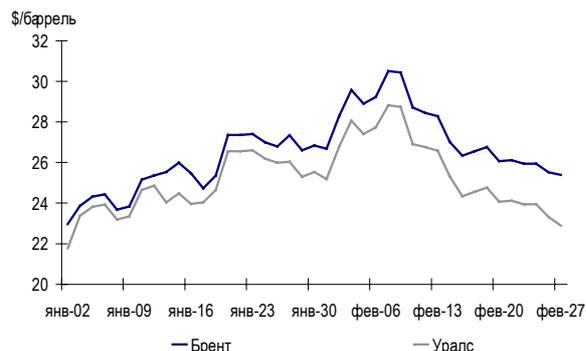
- Россия остается среди наиболее выросших с начала года развивающихся рынков, несмотря на недавнюю резкую коррекцию
- За последние несколько дней многие инвесторы фиксировали прибыль на фоне нервозности, сохраняющейся на фондовом рынке США и Турции

Илл. 11. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

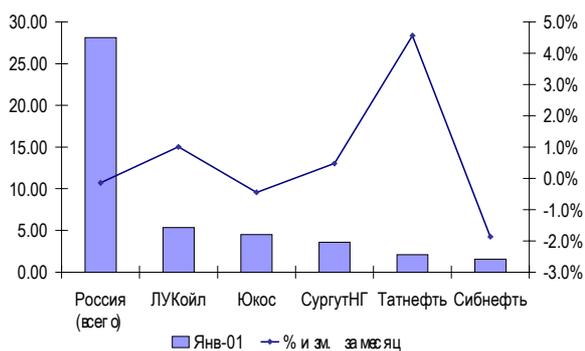
Илл. 12. Динамика цен на нефть, с начала года



Источник: Блумберг

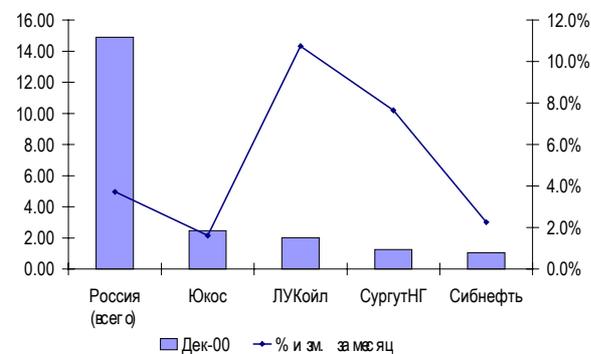
- Цены на нефть выше, чем мы ожидали, однако, спрэд между Уралс и Brent увеличивается
- Ведущие российские нефтяные компании продолжают увеличивать добычу нефти

Илл. 13. Объемы добычи нефти



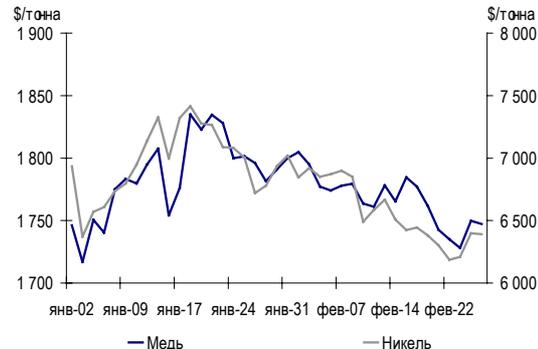
Источник: Министерство Энергетики

Илл. 14. Переработка нефти компаниями



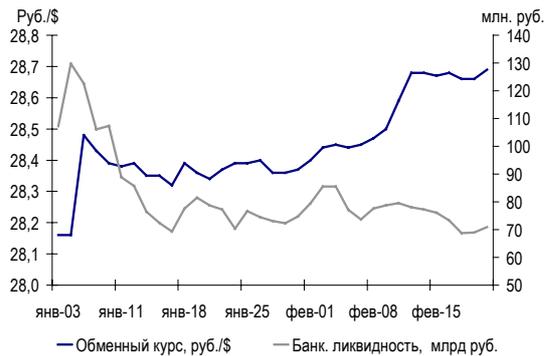
Источник: Министерство энергетики

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



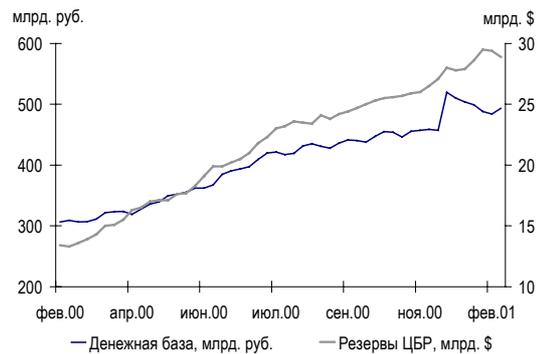
Источник: Блумберг

- Увеличивая переработку нефти, компании частично компенсируют негативный эффект от снижения экспортных цен на сырую нефть
- Цены на основные металлы падают на ожиданиях снижения спроса

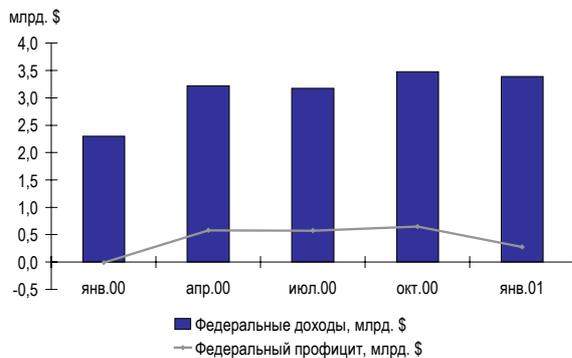
Илл. 16. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Валютный курс упал до 28,7 рублей за доллар на фоне роста инфляционных опасений и ожиданий слабого платежного баланса
- Угроза инфляции, связанной с ростом предложения денег, уменьшилась

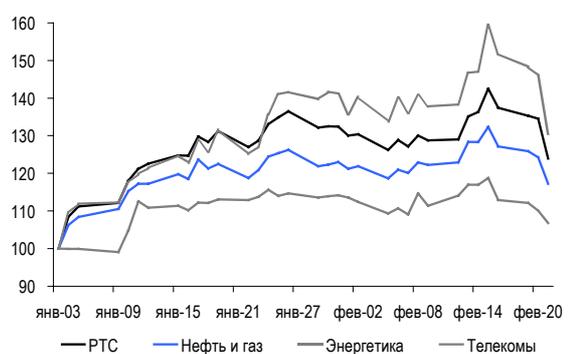
Илл. 17. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года


Источник: ЦБР

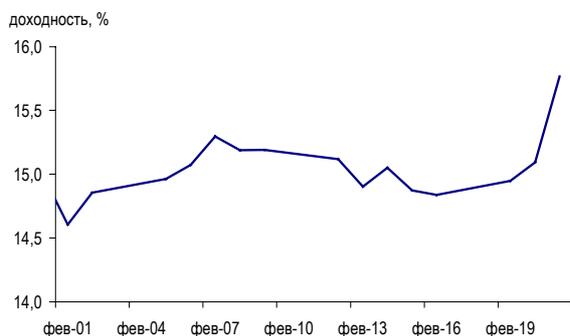
Илл. 18. Квартальная динамика фискальных доходов, 2000-2001


Источник: Минфин

- Уровень фискальных доходов в январе был лучше, чем ожидалось
- Энергетика остается наиболее сильно выросшим сектором по отношению к индексу РТС

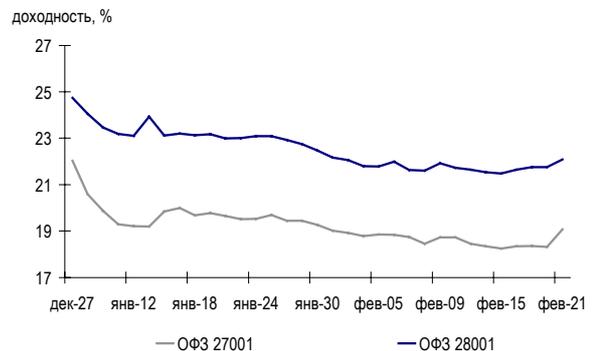
Илл. 19. Сравнительная динамика основных секторов, с начала года


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 20. Динамика Евро-07, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Российские суверенные еврооблигации сильно упали в цене в связи с кризисом в Турции и нервозностью на рынке США
- Доходности рублевых облигаций достигли минимума в середине месяца

Илл. 21. Динамика ОФЗ 27001- 28001, с начала года


Источник: Рейтер

Наталья Орлова

(7 095) 795-3677

Центральной темой месяца был поиск выхода из тупиковой ситуации с долгами Парижскому клубу

Экономика и политика

В феврале участники рынка внимательно следили за изменением ситуации с задолженностью перед Парижским клубом. Отсутствие финансового разрыва в бюджете, подтвержденное представителями МВФ, уменьшило вероятность того, что кредиторы будут обсуждать возможность реструктуризации долга. Это подтолкнуло правительство к поиску компромисса с Думой по бюджетным поправкам. Явные признаки того, что в 2001 г. России все же придется произвести выплаты Парижскому клубу в полном объеме, "подстегнули" цены на российские валютные облигации и одновременно ускорили девальвацию рубля.

В марте на первый план выйдут чисто экономические вопросы

Мы полагаем, что в марте на первый план выйдут чисто экономические вопросы. Внимание будет сфокусировано на показателях инфляции, от которых зависят и обменный курс, и тарифная политика. Если по итогам 1-го кв. темпы роста цен превысят наш прогноз 7%, то, по нашим оценкам, в марте-апреле курс рубля упадет до 29/\$ и, в соответствии с недавними предложениями президента, будет оперативно создан новый орган тарифного регулирования. В марте могут быть подвиги в осуществлении структурных реформ, в частности, в утверждении законов о банковской деятельности и разработке детального плана пенсионной реформы.

Илл. 22. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
За март						
Инфляция	1.4	0.7	2.8	0.6	2.3	
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5.7	6.1	24.2	28.5	29.0	
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	16.5	16.9	10.8	15.5	28.9	
Годовые						
Рост ВВП, %	0.8	-4.9	3.2	7.6	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	18.0	15.0
Курс рубля на конец года, руб./\$	6.0	20.7	27.0	28.1	30.0	32.0
Золотовалютные запасы на конец года, в млрд. долларов	17.8	12.2	12.5	28.0	31.0	
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. 23. Ожидания

Владимир Путин в своем выступлении по бюджету в марте прояснит экономическую политику на 2001 год

Россия начнет выплаты Парижскому клубу в марте 2001 года

Предложения по обмену российских акций на часть долга Парижскому клубу должны быть разработаны в марте – мае 2001 года

Источник: Альфа-Банка

Илл. 24. Ключевые события

Дата	Событие
8 февраля	По предварительным данным Минфина, в январе бюджет был исполнен с профицитом в 7,8 млрд. рублей. В феврале, несмотря на ожидаемый правительством дефицит бюджета в размере около 10 млрд. рублей, бюджет также, скорее всего, будет профицитным.
9 февраля	По данным Госкомстата, инфляция в России с 1 по 5 февраля составила 0,6%, что увеличивает риск ее роста до 20% в целом за 2001 год. При сохранении текущей ситуации существует риск того, что по итогам года темпы инфляции могут превысить наш прогноз в 17-18% и остаться на уровне прошлого года – 20%.
12 февраля	Курс рубля снизился до 28,7 рублей за доллар, опасения о стабильности рубля сохраняются. Возможные поправки к закону «О ЦБР», ухудшение платежного баланса и спекулятивные настроения, подталкиваемые приближающимися значительными платежами Парижскому клубу, привели к более быстрому обесценению рубля.
13 февраля	Рейтинговое агентство Standard&Poor's повысило долгосрочный кредитный рейтинг Альфа-банка до CCC+ с SD (выборочный дефолт)
16 февраля	По словам официального представителя МВФ Тома Доусона, сближение позиций произошло лишь по макроэкономической политике на 2001 г. МВФ признал, что Россия остается полностью платежеспособной и имеет все возможности обслуживать долг перед кредиторами Парижского клуба.
19 февраля	Объявленный Госкомстатом рост промышленного производства в январе на 5,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года соответствует нашим ожиданиям.

Источники: оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей
Нефть и газ
Константин Резников
(7 095) 795-3612

В январе средняя цена сорта Brent составила \$25,64 за баррель

В течение первых двух месяцев 2001 г. цены на сырую нефть были выше ожидаемых. В январе средняя цена сорта Brent составила \$25,64 за баррель, а за первые 3 недели февраля - \$28,38 за баррель, что соответственно на 4,7% и 17,3% выше нашего прогноза на эти два месяца. Однако мы пока не готовы пересмотреть в сторону повышения цену сорта Brent, прогнозируемую нами на 2001 г. на уровне \$23 за баррель. С нашей точки зрения, очередным важным событием для рынка сырой нефти станет встреча министров нефти стран ОПЕК, которая состоится 16 марта в Вене. Вполне возможно, что если в течение оставшегося до этой встречи времени цена будет держаться на уровне \$25-28 за баррель, ОПЕК не станет сокращать добычу в апреле. В противном случае страны ОПЕК могут пойти на сокращение добычи с тем, чтобы до лета цена держалась в диапазоне \$22-25.

Внимание инвесторов будет сосредоточено на дивидендах

В настоящее время внимание инвесторов сфокусировано на дивидендах, которые нефтяные компании будут выплачивать за счет высоких прибылей, полученных в 2000 г. Мы предполагаем, что в этом году первыми (среди нефтяных компаний) объявят дивиденды Сургутнефтегаз – компания, скорее всего, установит дату закрытия реестра в конце марта. Остальные компании, по-видимому, отнесут дивидендную дату на апрель или начало мая.

Газпром
Илл. 25. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001П	2002П	2003П
Выручка, млн. \$	17 107,6	17 938,2	17 068,9	17 262,2
ЕБИТДА, млн. \$	4 998,6	6 495,1	5 833,2	6 064,7
Чистая прибыль, млн. \$	2 665,9	2 932,5	2 823,6	3 018,0
P/E	2,5	2,2	2,7	2,5
EV/ЕБИТДА	4,1	3,2	3,6	3,4
Капитализация, млн. \$	8 843,8			
EV, млн. \$	20 743,8			
Добыча, млрд. куб. см	3,2			
Запасы, млрд. куб. м	184,1			
Количество акций, млн.	23 673,5			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 26. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Значительная доля выручки приходится на экспорт (63%)
- Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке

Слабые стороны

- Низкие цены на газ на внутреннем рынке
- Неплатежи за поставки газа некоторыми группами потребителей

Возможности

- Проекты строительства экспортных газопроводов
- Рост цены на газ на внутреннем рынке

Угрозы

- Правительство является держателем 38% акций компании
- Реструктуризация компании

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 27. Ключевые события

Дата	Событие
6 февраля	Газпром сохранит \$800 млн. долларов выручки в связи с прекращением практики выплат роялти в форме натурального газа в бюджет Ямало-ненецкого региона. Мы считаем, что правительство будет и дальше разрабатывать мероприятия, нацеленные на повышение эффективности деятельности Газпрома, что позитивно скажется на финансовых показателях концерна и на динамике его акций.
8 февраля	ФКЦБ разрешила голландской компании Gazprom Finance BV, принадлежащей Газпрому, вывести за границу 1,19% акций концерна для выпуска производных финансовых инструментов. Однако акции, возможно, не поступят на рынок, а будут служить обеспечением кредита.
15 февраля	Годовое собрание акционеров Газпрома будет проведено в пятницу 29 июня 2001 года. Несмотря на продолжающиеся негативные оценки в СМИ ситуации вокруг корпоративного руководства Газпромом, потенциально возможная консолидация голосов различными партиями до собрания акционеров приведет к активизации покупок и улучшит динамику цен локальных акций концерна до начала мая.
19 февраля	Председатель Правления Газпрома Дмитрий Медведев выявляет пути улучшения и работы и имиджа компании. Медведев заявил о том, что Газпрому необходимо радикальным образом улучшить осуществление корпоративного руководства компанией. В конечном итоге это должно привести к росту рыночной капитализации Газпрома. Однако на сегодняшний день вопрос о всеобщей реструктуризации компании пока еще не стоит на повестке дня.

Источники: оценки Альфа-банка

ЛУКОЙЛ
Илл. 28. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	12 736,8	11 853,4	12 701,5	13 181,9
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	2,3	3,2	2,9	2,7
EV/EBITDA	1,8	2,4	2,2	2,1
Капитализация, млн. \$	7 763,3			
EV, млн. \$	9 563,3			
Добыча, млн. бнэ	578,5			
Запасы, млн. бнэ	15 121,0			
Количество акций, млн.	815,6			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 29. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Значительные доказанные запасы
- Доминирующая позиция на российском и балканском нефтяных рынках

Слабые стороны

- Отсутствие консолидированных финансовых отчетов в стандарте U.S. GAAP
- Значительный объем долга

Возможности

- Выпуск АДР 3-го уровня в 1-ом квартале 2001 г.
- Развитие активов в странах Восточной Европы

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 30. Ключевые события

Дата	Событие
2 февраля	ЛУКОЙЛ нацелен на приобретение сети АЗС в Турции, Греции и Македонии, а также нескольких нефтехимических заводов в Восточной Европе. В настоящее время, компания располагает достаточными средствами для приобретения новых активов, тем более, что стоимость данных активов в Восточной Европе относительно низка. Приобретение зарубежных НПЗ и АЗС позволит перерабатывать максимально возможный объем нефти, поставляемый ЛУКОЙЛОМ в Европу, а также осуществлять продажу нефтепродуктов, прибыльность которых значительно выше прибыльности продаж сырой нефти. Кроме этого, данный проект позволит компании снизить транспортные расходы и экспортные пошлины на продукты нефтепереработки.
8 февраля	ЛУКОЙЛ намерен принять участие в приватизации 85,4% акций NORSI-oil, нефтеперерабатывающей и топливной компании. Ожидаемая стоимость пакета акций компании составляет 12-15 млн. USD. Победитель аукциона должен будет выплатить федеральному бюджету долги NORSI-oil в размере около 35 млн. USD. Единственным потенциальным покупателем на торгах данного пакета является ЛУКОЙЛ, который осуществляет поставки на НПЗ компании. За счет данного НПЗ производственные мощности ЛУКОЙЛА увеличатся на 32%. Также за счет переработки нефти на НПЗ NORSI-oil ЛУКОЙЛ смог бы получить дополнительные 3 USD на каждый баррель нефти. Мы полагаем, что, если ЛУКОЙЛ приобретет данный НПЗ по такой низкой цене, то акции компании могут вырасти в цене на 0,50 USD (капитализация компании вырастет на 400 млн. USD).
21 февраля	ЛУКОЙЛ продолжает экспансию в США и Европу. Компания планирует приобрести НПЗ в США, чтобы поставлять нефтепродукты компании Getty Petroleum, занимающейся розничной продажей топлива. Также ЛУКОЙЛ заинтересован в приобретении НПЗ и топливных компаний в странах Балканского региона и на Украине. Компания планирует увеличить число своих АЗС на Украине до 150 к 2002 году с настоящих 46. На данной стадии трудно оценить влияние подобных приобретений на стоимость ЛУКОЙЛА. Однако такая экспансия позволит оптимизировать операции с существующими активами компании.

Источники: оценки Альфа-банка

Сибнефть
Илл. 31. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	2 757,8	2 503,6	2 591,2	2 716,2
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	1,8	2,5	2,4	2,0
EV/EBITDA	1,4	1,7	1,3	1,3
Капитализация, млн. \$	1 484,0			
EV, млн. \$	1 764,0			
Добыча, млн. бнэ	125,6			
Запасы, млн. бнэ	5 960,3			
Количество акций, млн.	4 741,3			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 32. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Повышение объема добычи вследствие увеличения объема капитальных вложений
- Совместное с ТНК управление ОНАКО

Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (88%)

Источники: оценки Альфа-банка

Сургутнефтегаз

Илл. 33. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	5 174,9	4 398,9	4 454,4	4 726,5
ЕБИТДА, 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	3,1	4,4	4,4	4,2
EV/ЕБИТДА	2,6	3,4	3,5	3,3
Капитализация, млн. \$	8 633,4			
EV, млн. \$	8 743,4			
Добыча, млн. бнэ	373,3			
Запасы, млн. бнэ	21 893,0			
Количество акций, млн.	43 428,0			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 34. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Самая низкая величина отношения долга к собственному капиталу среди российских нефтяных компаний
- Более 75% выручки в валюте

Слабые стороны

- Сильная зависимость от региональной добычи нефти
- НПЗ компании – один из наиболее устаревших в России

Возможности

- Освоение новых запасов нефти
- Модернизация НПЗ Кинеш

Угрозы

- Компания контролируется руководством

Источники: оценки Альфа-банка

Татнефть

Илл. 35. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	3 832,7	3 827,9	3 835,8	3 842,9
ЕБИТДА, млн. \$	1 284,8	1 076,3	892,3	906,1
Чистая прибыль, млн. \$	808,6	640,7	518,1	551,0
P/E	1,3	1,6	2,0	1,9
EV/ЕБИТДА	1,3	1,6	1,9	1,9
Капитализация, млн. \$	1 090,4			
EV, млн. \$	1 690,4			
Добыча, млн. бнэ	183,3			
Запасы, млн. бнэ	6 206,0			
Количество акций, млн.	2 326,2			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 36. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Зависимость от правительства Татарстана
- Неразвитые операции по нефтепереработке и маркетингу

Возможности

- Строительство современного НПЗ
- Реструктуризация долга

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Юкос

Илл. 37. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	7 269,2	6 803,6	7 200,5	7 370,7
ЕБИТДА, 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	2,0	2,6	3,0	2,9
EV/ЕБИТДА	1,5	2,0	1,9	1,8
Капитализация, млн. \$	5 111,5			
EV, млн. \$	5 791,5			
Добыча, млн. бнэ	362,1			
Запасы, млн. бнэ	14 709,5			
Количество акций, млн.	2 237,0			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 38. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Крупнейшая по нефтепереработке российская нефтяная компания
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке (12%)

Возможности

- Начало программы выпуска АДР 1-го уровня в этом году
- Модернизация сети АЗС и НПЗ

Угрозы

- Компания находится под полным контролем ее руководства

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 39. Ключевые события

Дата	Событие
7 февраля	Рост производства нефтепродуктов на 8,6% позволит компании Юкос увеличить ожидаемую чистую прибыль компании в 2000 году до 2,7 млрд. USD на 133%. В прошлом году компания переработала 27,7 млн. тонн нефти, что на 8,6% больше, чем в 1999 году. В 2001 году Юкос планирует увеличить капитальные вложения в нефтепереработку и в розничную продажу до 103,4 млн. USD и 172,4 млн. USD, соответственно (с 64,1 млн. USD и 6,9 млн. USD в 2000 году). Дальнейшая модернизация нефтеперерабатывающих мощностей позволит компании частично компенсировать снижение выручки от продажи нефти. По нашим оценкам, выручка от продажи нефтепродуктов увеличится в этом году на 2,2% и ее доля во всей выручке компании составит 46,2%.
20 февраля	Юкос ожидает, что чистая прибыль по итогам 2000 г. будет на 83,5% выше, чем в 1999 году, в связи с чем мы подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ. По словам президента компании Михаила Ходорковского, чистая прибыль Юкоса за прошлый год превысила 2,5 млрд. долларов, что соответствует нашему прогнозу чистой прибыли в 2,66 млрд. долларов. Компания планирует инвестировать 850 млн. долларов в развитие своих операций в этом году, что почти на 90% выше, чем в 2000 году. Добыча нефти ожидается на уровне 56 млн. тонн, что на 12% выше показателя 2000 года.

Источники: оценки Альфа-банка

Энергетика

Наталья Сажина

(7 095) 795-5835

Важное событие марта - 3-е заседание Рабочей группы по реструктуризации

В марте состоится важное, с нашей точки зрения, событие - третье заседание Рабочей группы по реструктуризации. Заседание будет посвящено подготовке окончательного варианта документа, который 15 апреля будет представлен президенту и правительству. Сейчас судьба реструктуризации отрасли в значительной мере находится в руках членов Группы, поскольку политическое решение будет принято на основе сделанных ею выводов.

Судя по всему к старой концепции Чубайса возврата не будет, однако, нам кажется, что члены Группы сейчас находятся в сложной ситуации. Реальная опасность заключается в том, что выводы Группы могут разочаровать участников рынка.

Платежи со стороны ЖКХ энергетическим компаниям могут вырасти в 2,5 раза до 2003 года

Решение по реформированию жилищно-коммунального хозяйства должно быть принято 15 марта. В этот день вопрос о реформе ЖКХ будет рассматриваться в правительстве. Мы предполагаем, что в случае успешной реализации реформ, до 2003 г. платежи со стороны ЖКХ энергетическим компаниям могут вырасти в 2,5 раза. По данным на конец 2000 г., задолженность ЖКХ перед РАО ЕЭС составляла 39 млрд. рублей (\$1,4 млрд.). Доля отрасли в общем объеме выручки от поставок электро- и тепловой энергии достигает 17%, причем долги ЖКХ перед РАО ЕЭС составляют более 1/3 всей дебиторской задолженности последней.

РАО ЕЭС

Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	11 295,3	12 974,0	14 593,0	15 195,0
ЕВBITDA, 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	12,8	7,8	5,8	5,9
EV/EBITDA	2,1	1,7	1,3	1,4
Капитализация, млн. \$	3 900			
EV, млн. \$	4 528			
Производство, ТВтч	622			
Мощность, ГВт	156			
Количество акций, млн.	42 117			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 41. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Наиболее ликвидная акция российского рынка
- Положительное влияние любых позитивных изменений в макроэкономике России

Слабые стороны

- Устаревшее оборудование (накопленная амортизация-54%)
- Зависимость от ФЭК и РЭК при установлении тарифов

Возможности

- Решение о реструктуризации -
- Скорое решение проблемы долга ЖКХ

Угрозы

- Остается риск дробления активов в связи с реструктуризацией

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 42. Ключевые события

Дата	Событие
2 февраля	Совет директоров PAO EЭС проголосовал за проведение ежегодного собрания акционеров 28 апреля 2001 года (дата закрытия реестра – 9 марта). Совет директоров поддержал предложение менеджмента относительно держателей АДР, а именно: члены Совета директоров (которые не входят в состав исполнительного комитета PAO EЭС) будут голосовать вместо держателей, если последние примут решение не голосовать самостоятельно.
5 февраля	Владимир Путин уволил министра энергетики и уполномочил Александра Волошина произвести некоторые изменения в руководстве PAO EЭС. Решение президента необходимо рассматривать как серьезное предупреждение Чубайсу и его команде. Тем не менее, остается не ясным намеревается ли Путин отправить Чубайса в отставку или же он заинтересован в назначении своего кандидата на пост министра энергетики. Решение по поводу реструктуризации ожидается 15 апреля.
13 февраля	Результатом трехдневной сессии рабочей группы, занимающейся реструктуризацией энергетического сектора, стали девять предложений. Мы считаем, что результаты сессии рабочей группы очень важны для сектора, так как необходимо политическое решение, чтобы окончательно сформировать программу реформирования отрасли. Мы считаем, что рынок пойдет вверх на фоне позитивных новостей в отношении реструктуризации со стороны правительства

Источники: оценки Альфа-банка

Мосэнерго

Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	1 090,3	1 222,4	1 369,2	1 445,7
EBITDA, млн. \$	271,0	300,5	336,2	463,9
Чистая прибыль, млн. \$	76,8	110,4	143,4	233,2
P/E	12,4	8,7	6,7	4,1
EV/EBITDA	4,5	4,1	3,6	2,6
Капитализация, млн. \$	955,4			
EV, млн. \$	1 223,6			
Производство, ТВтч	68,9			
Мощность, ГВт	14,8			
Количество акций, млн.	28 267,0			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 44. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Сильная клиентская база, растущие мощности
- Крупнейшая и наиболее ликвидная российская рентабельная компания энергетического сектора

Слабые стороны

- Погашение выпуска еврооблигаций в октябре 2002 г. (основная сумма – 155 млн. долларов)
- Курсовой риск – выручка во внутренней валюте

Возможности

- Повышение тарифов в 2001 г. не менее 25%
- Кредит ЕБРР на строительство новой электростанции (100 млн. \$)

Угрозы

- Возможное сокращение поставок газа Газпромом
- Проблема с установлением тарифов

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 45. Ключевые события

Дата	Событие
5 февраля	Предварительные результаты деятельности Мосэнерго лучше, чем ожидалось. Согласно предварительным результатам, операционная прибыль Мосэнерго достигла в 2000 г. \$204 млн. по оплате, или \$193 млн. по отгрузке. Чистая прибыль компании за 9 месяцев 2000 года по отгрузке составила всего \$28 млн. и \$47 млн. по оплате. Наши ожидания основывались на 22% росте тарифов (на электроэнергию) в долларовом эквиваленте и 4,2% росте потребления.

Источники: оценки Альфа-банка

Иркутскэнерго

Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	315,0	350,3	397,2	407,8
EBITDA, млн. \$	120,4	91,3	114,8	132,3
Чистая прибыль, млн. \$	43,8	25,7	41,1	55,1
P/E	8,3	14,1	8,8	6,6
EV/EBITDA	3,5	4,6	3,6	3,1
Капитализация, млн. \$	362,3			
EV, млн. \$	416,1			
Производство, ТВтч	53,8			
Мощность, ГВт	12,9			
Количество акций, млн.	4 767,0			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 47. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Избыток мощностей, низкие производственные издержки (более 70% энергии производится ГЭС)
- Стабильный финансовый поток (крупные потребители-экспортеры)

Слабые стороны

- Конфликт между держателями крупных пакетов акций
- Компании необходимо \$50 млн. для погашения выпуска еврооблигаций в апреле 2001 г.

Возможности

- Ожидаемый рост производства электроэнергии, внедрение программы собираемости платежей с ФОРЭМ
- В более долгосрочном плане – развитие бизнеса ТМТ

Угрозы

- Перераспределение собственности в пользу группы алюминиевых компаний
- «Мировое соглашение», ущемляющее права миноритарных акционеров

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 48. Ключевые события

Дата	Событие
5 февраля	40% акций Иркутскэнерго возвращены государству, однако, региональные власти смогут голосовать 16% пакетом акций на собрании акционеров. Среди негативных факторов можно отметить, во-первых, то, что значительные изменения в составе совета директоров могут повлечь за собой изменения в политике компании (представители двух алюминиевых холдингов, которые скорее всего войдут в состав совета, попытаются повлиять на политику компании, особенно тарифную). Во-вторых, возможна передача пакета акций, принадлежащего Министерству имущества, РАО ЕЭС, которое в результате данной сделки приобретет контроль над активами компании.
14 февраля	На одно место в совете директоров претендуют 3,2 кандидата. Как мы уже упоминали ранее, по непроверенным сведениям, компания РусАл владеет, скорее всего, 30%. Компании СУАЛ, по оценкам, принадлежит около 20%. Однако, ни 11 кандидатов компании РусАл, ни 9 кандидатов компании СУАЛ не могут претендовать на места в совете директоров. Ближе к собранию этим акционерам, видимо, придется сократить списки.

Источники: оценки Альфа-банка

Ленэнерго

Илл. 49. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	363,1	438,8	494,0	494,7
ЕБИТДА, млн. \$	26,1	35,4	40,6	44,4
Чистая прибыль, млн. \$	5,9	9,3	10,9	13,5
P/E	23,3	14,8	12,6	10,2
EV/ЕБИТДА	6,0	4,4	3,8	3,5
Капитализация, млн. \$	148,4			
EV, млн. \$	155,5			
Производство, ТВтч	7,9			
Мощность, ГВт	5,3			
Количество акций, млн.	897,3			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 50. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Рост потребления электроэнергии промышленным сектором
- Значительная доля принадлежит стратегическим иностранным инвесторам

Слабые стороны

- Зависимость от местной администрации при определении тарифной политики
- Финансовая отчетность не предоставляется по международным стандартам

Возможности

- Потенциал развития экспортных операций
- Выпуск АДР 1-го уровня, планируемый переход на МСФО - рост ликвидности акций

Угрозы

- Отсутствие средств для финансирования новых стратегических проектов
- Возможное сокращение поставок газа компанией Газпром

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 51. Ключевые события

Дата	Событие
15 февраля	Ленэнерго: еще один год без дивидендов, однако, мы видим улучшения в компании. Компания объявила предварительную прибыль до налогообложения за прошлый год. Она составила всего 53 млн. рублей, или около 1,9 млн. долларов, таким образом акционеры второй год останутся без дивидендов. Однако это лучше, чем ничего, учитывая, что по итогам первой половины, а также первых 9 месяцев 2000 г. компания объявила чистый убыток. Выпуск АДР Ленэнерго улучшит ликвидность акций компании. Ленэнерго станет восьмой по счету российской энергетической компанией, выпустившей АДР. Подписание депозитарного соглашения для АДР 1 уровня с компанией JP Morgan запланировано на 1 марта. 10% акций компании будут конвертированы в АДР, при этом из них 6,2% находятся в номинальном держании BONY. Обращение АДР компании улучшит ликвидность акций Ленэнерго, сделки по которым на российском рынке проходят достаточно редко.

Источники: оценки Альфа-банка

Телекоммуникации

Андрей Богданов
(7 095) 795-3613

Мы рекомендуем инвесторам обратить особое внимание на данные о том, сколько прибавится новых абонентов у Вымпел-кома и МТС по итогам 1-ого кв.

Мы полагаем, что результаты деятельности за 4-й кв. будут в целом близки к расчетным и МТС по-прежнему будет лидировать в соревновании с Вымпелкомом. Последнее обстоятельство уже нашло свое отражение в нынешних ценах. Вместе с тем мы полагаем, что к тому времени, когда станут известны итоги 4 кв., станут известны и данные по продажам за 1-й кв. 2001 г. Мы рекомендуем инвесторам обратить особое внимание на данные о том, сколько прибавится новых абонентов у той и у другой компании по итогам 1-ого кв. В середине декабря 2000 г. Вымпелком активно рекламировал свои достаточно

привлекательные тарифы, в частности бесплатные входящие звонки и скидки на исходящие звонки, поступающие в сети МТС и МСС и приходящие из них. Если Вымпелкому не удастся уменьшить разрыв с МТС даже при нынешних тарифах, то это будет означать, что порог сопротивляемости у абонентов МТС очень высок. Этот вывод может отразиться на цене акций обеих компаний. Есть еще один потенциальный стимул для роста акций МТС: цены могут пойти вверх, если подтвердится, что компания вышла на рынок мобильной связи г.Санкт-Петербурга в результате приобретения лицензии GSM у Системы-Телеком, которая, по неподтвержденной пока информации, получила ее путем приобретения компании Телеком XXI, ставшей в 1998 г. вторым в регионе обладателем лицензии GSM.

К марту мы надеемся получить информацию о ходе переговоров между Вымпелкомом и Golden Telecom с их потенциальными партнерами

Кроме того, к марту мы надеемся получить информацию о ходе переговоров между Вымпелкомом и Golden Telecom с их потенциальными партнерами. Приход стратегического партнера можно только приветствовать, тем более что он, как мы полагаем, будет стимулом для роста акций обеих компаний. Мы также считаем, что со временем партнеры с сильной политической поддержкой будут представлять для этих компаний все большую ценность. Это связано с тем, что им просто необходимо идти в регионы, а там без политической поддержки не обойтись.

Альтернативные операторы связи

Голден Телеком

Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	107,9	126,4	157,8	184,8
EBITDA, млн. \$	30,7	34,3	46,3	58,6
Чистая прибыль, млн. \$	(8,7)	(16,4)	(7,9)	15,5
P/E	(24,9)	(13,2)	(27,4)	14,0
EV/EBITDA	3,7	3,3	2,5	2,0
Капитализация, млн. \$	216,7			
EV, млн. \$	114,7			
Кол-во акций, млн.	24,1			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 53. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Приобретение 50% Совинтел у Ростелекома

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

МТС

Илл. 54. 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	26,0	21,9	17,0	15,6
EV/EBITDA	12,2	9,9	7,9	7,2
Капитализация, млн. \$	2 720,9			
EV, млн. \$	2 881,9			
Число абонентов, '000	2 731,6			
Кол-во акций, млн.	99,7			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 55. 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 Интернет услуг и передачи данных

Угрозы

- Плата за пользование линиями может повыситься после приобретения МГТС компанией Связьинвест
- Частые нарушения сети могут повредить репутации компании

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 56. Ключевые события

Дата	Событие
8 февраля	По информации сайта Sotovik.ru, компания МТС получила лицензию GSM-900/1800 в Санкт-Петербурге и Северо-западном регионе, что является очень позитивной для нее новостью. Наиболее вероятным является вариант получения лицензии путем покупки компании Телеком XXI, которая в 1998 году получила вторую лицензию GSM в регионе. Однако и тот вариант, что МТС получила 3 GSM лицензию в регионе, не может быть полностью исключен.
20 февраля	Система-Телеком обменивает частоты в Москве на 20-25% С. Петербургского рынка. По слухам, Система-Телеком может получить «разрешение» для выхода на Питерский рынок путем приобретения компании Телеком XXI в обмен на согласие продать часть частот в диапазоне 900 МГц компании Sonik Duo. Это позволит Системе удовлетворить свои амбиции на Питерском рынке, а Sonik Duo - построить сеть диапазона GSM-900/1800 в Москве. Sonik Duo планирует начать работу в Москве в июне 2001 года. Тем не менее, мы считаем, что Sonik Duo получит только 8% рынка к 2003 году (408,500 абонентов к концу 2003), учитывая относительно запоздалое появление на рынке и нераскрученный бренд. В то же время МТС (если им понадобится лицензия от Системы-Телеком) может надеяться на получение 20-25% С. Петербургского мобильного рынка к концу 2002 года (по нашим оценкам), благодаря финансовым возможностям и опыту Системы, что может принести им приблизительно 200-250 тысяч абонентов к середине 2002 года.

Источники: оценки Альфа-банка

Вымпелком

Илл. 57. 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	(26,6)	326,2	39,9	22,1
EV/EBITDA	16,7	7,0	6,0	5,1
Капитализация, млн. \$	717,7			
EV, млн. \$	762,7			
Число абонентов, '000	848,4			
Кол-во акций, млн.	46,9			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 58. 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

- Появление стратегического партнера для региональной экспансии
- Рост доли новых абонентов вследствие высокого качества предоставляемых услуг

Угрозы

- Прибыль компании может снизиться в результате нового раунда ценовой войны
- Не присутствует на рынке Санкт-Петербурга

Источники: оценки Альфа-банка

Традиционные операторы связи МГТС

Илл. 59. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	205,8	230,5	216,2	221,5
EBITDA, млн. \$	106,7	116,3	95,1	99,8
Чистая прибыль, млн. \$	28,3	24,8	19,0	29,8
P/E	18,3	20,9	27,3	17,4
EV/EBITDA	6,5	6,0	7,3	7,0
Капитализация, млн. \$	540,4			
EV, млн. \$	696,5			
Используется линий, '000	177,3			
Кол-во акций, млн.	95,8			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 60. 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.

Источники: оценки Альфа-банка

Ростелеком
Илл. 61. 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	10,9	5,6	3,9	3,3
EV/EBITDA	3,2	3,3	3,0	3,2
Капитализация, млн. \$	699,6			
EV, млн. \$	1 160,7			
Кол-во акций, млн.	971,6			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 62. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Монополиста на рынке услуг дальней связи
- 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

Источники: оценки Альфа-банка

Металлургия

Максим Матвеев

(7 095) 795-5835

Ключевым фактором по-прежнему является реализация программы реструктуризации

Реализация программы реструктуризации по-прежнему является основным фактором, определяющим уровень цен акций "Норильского никеля". В феврале ФКЦБ зарегистрировала результаты пропорционального распределения акций среди нынешних акционеров НГК. Это означает, что "Норильский никель" сделал еще один шаг на пути реализации программы реструктуризации. 21 февраля участники внеочередного общего собрания акционеров утвердят эмиссию в объеме 135 млн. акций, которые будут предложены акционерам "Норильского никеля". Это означает, что предприятие приступает к реализации мероприятий завершающей стадии программы реструктуризации. Тем не менее все еще велика опасность того, что программа реструктуризации будет остановлена или на длительное время отложена: ФКЦБ пока еще не завершила свое расследование.

Реструктуризация может привести к резкому росту цены акций "Норильского никеля"

26 марта в Московском арбитражном суде будет рассматриваться дело по иску, который ФКЦБ предъявила "Норильскому никелю". Если "Норильскому никелю" удастся доказать свою правоту, то ФКЦБ, мы полагаем, согласится с программой реструктуризации. Тогда "Норильский никель" сможет в сжатые сроки провести реструктуризацию, и цена его акций резко пойдет вверх.

Норильский Никель

Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	5 364,3	4 522,9	4 291,7	4 050,2
EBITDA, млн. \$	2 891,3	1 450,7	1 076,1	821,1
Чистая прибыль, млн. \$	1 843,7	819,0	555,0	387,8
P/E	0,9	2,0	2,9	4,1
EV/EBITDA	0,8	1,5	2,0	2,7
Капитализация, млн. \$	1 709,8			
EV, млн. \$	2 181,5			
Кол-во акций, млн.	189,0			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 64. 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
- Значительные социальные расходы

Возможности

- Растущий спрос на внутреннем рынке
- Оптимизация рабочей силы

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 65. Ключевые события

Дата	Событие
14 февраля	<p>Решения Государственной Думы и ФКЦБ оставили без изменения структуру акционерного капитала Норильского Никеля и Норильской горной компании</p> <p>Государственная Дума рассмотрела и не одобрила законопроект об отмене результатов приватизации компании Норильский Никель. Это, в свою очередь, означает уменьшение степени политического риска, которому подвержена компания Норильский Никель. Кроме этого, ФКЦБ одобрила пропорциональное распределение 122 млн. акций Норильской горной компании (НГК). Это распределение не приведет к изменению существующей структуры акционерного капитала НГК, поэтому мы не ожидаем никаких осложнений с регистрацией результатов, так как ФКЦБ одобрила выпуск еще 10 января 2001 года.</p> <p>Однако Норильский Никель может столкнуться с серьезными трудностями в ходе осуществления следующего этапа программы реструктуризации. Продолжающееся судебное разбирательство может существенно замедлить ее проведение, что приведет к уменьшению стоимости компании для миноритарных акционеров.</p>
21 февраля	<p>Норильская горная компания одобрила новый выпуск акций, как мы ожидали</p> <p>Внеочередное собрание акционеров Норильской горной компании (НГК) одобрило изменения в уставный капитал компании, связанные с завершением пропорционального распределения выпуска акций в размере 122 млн., а также новый выпуск акций в размере 135 млн. Новый выпуск акций необходим, чтобы осуществить обмен одной акции НГК на каждую обыкновенную и привилегированную акций Норильского Никеля.</p> <p>Это решение подтверждает готовность Норильского Никеля завершить реструктуризацию в соответствии с ранее объявленными планами, что снижает риск корпоративного управления.</p>

Источники: оценки Альфа-банка

Северсталь

Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	2 244,4	1 915,0	1 885,2	2 113,0
EBITDA, млн. \$	1 027,4	647,0	541,8	682,3
Чистая прибыль, млн. \$	608,0	304,6	231,4	322,5
P/E	1,0	2,0	2,7	1,9
EV/EBITDA	0,6	1,0	1,2	1,0
Капитализация, млн. \$	614,8			
EV, млн. \$	650,5			
Производство, млн. тонн	0,0			
Кол-во акций, млн.	22,1			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 67. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Прочное финансовое положение • Профессиональная команда руководства
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении – около 6% • Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Объединение с производителями труб • Реализация проекта с Ижорским Трубным Заводом
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Введение дополнительных ограничений на экспорт

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 68. Ключевые события

Дата	Событие
6 февраля	<p>Северсталь расширяет свое присутствие в автомобильном бизнесе</p> <p>Согласно источнику в региональной администрации, Северсталь приобрела 26% акций Заволжского моторного завода (ЗМЗ). С одной стороны, Северсталь укрепила таким образом свой контроль над одним из поставщиков Ульяновского автомобильного завода (УАЗ). Северсталь приобрела блокирующий пакет акций УАЗа несколько месяцев назад и ввела план развития завода, направленный на увеличение производства новых внедорожников. Контроль над ЗМЗ гарантирует поставку двигателей для автомобильного завода. Приобретение пакета акций ЗМЗ (стоимостью в \$6-7 млн.) предполагает, что у Северстали долгосрочные планы по развитию автомобильного бизнеса.</p> <p>С другой стороны, Северсталь усилила свое влияние над ГАЗом посредством контроля над ЗМЗ, так как более 50% двигателей, изготавливаемых заводом, устанавливаются ГАЗом на автомобили: Волга и Газель. Усиление контроля над ГАЗом может укрепить позиции Северстали в случае возникновения конфликта с Сибалом (который недавно приобрел контроль над ГАЗом).</p> <p>В целом, приобретение пакета акций ЗМЗ повышает шансы Северстали сделать работу УАЗа прибыльным бизнесом. Таким образом, этот шаг может быть очень выгодным для финансового положения компании в долгосрочном плане</p>
7 февраля	<p>Прогноз компании Северсталь о снижении выручки на 15% соответствует нашим ожиданиям</p> <p>Согласно заявлению директора по продажам Северстали Вадима Шевцова, компания ожидает снижение выручки на 15% вследствие снижения цен на мировых рынках стали. Низкие цены на сталь вынудили компанию снизить объем производства, кроме этого, Северсталь планирует сократить производство стального проката до 8 млн. тонн в 2001 году, что на 3% меньше, чем в прошлом.</p> <p>Доля экспорта в выручке компании уменьшилась с 60% в 1999 году до 53% в 2000 году. В этом году компания планирует увеличить продажи на внутреннем рынке, в первую очередь, своим основным заказчикам - автомобильному и энергетическому секторам. Соответственно, мы ожидаем дальнейшее уменьшение доли экспорта, которая составит в 2001 году 50%.</p> <p>Прогнозы компании относительно снижения выручки соответствуют нашим оценкам. Мы также ожидаем существенное снижение прибыльности компании: норма прибыли снизится до 10% в 2001 году по сравнению с 23% в 2000 году. Однако исходя из коэффициентов P/S и P/E на 2001 год, акции компании торгуются с существенным дисконтом по сравнению с акциями аналогичных зарубежных компаний.</p>

Источники: оценки Альфа-банка

Машиностроение и автомобильная промышленность

Максим Матвеев
(7 095) 795-5835

Крупные промышленные группы продолжают наращивать свое присутствие в автомобилестроении

Крупные промышленные группы продолжают наращивать свое присутствие в автомобилестроении. В феврале контроль над Заволжским моторным заводом (ЗМЗ) перешел к Северстали, которая стремится обеспечить поставки двигателей для автомобилей УАЗ, а также усилить свое влияние на ГАЗ. По всей видимости, Сибал пытается сосредоточить в своих руках блокирующий пакет АвтоВАЗа, что уже привело к росту цены обыкновенной акции автозавода более чем на 100%. Мы полагаем, что формирование новых автомобильных холдингов завершится уже в ближайшем будущем, и новые владельцы автозаводов должны будут разработать обоснованную стратегию развития.

В марте EBRD может рассмотреть вопрос о своем участии в СП GM и АвтоВАЗа

В марте EBRD должен рассмотреть вопрос о своем участии СП GM и АвтоВАЗа. Имеется план, согласно которому EBRD инвестирует \$40 млн. в обмен на 17% акций СП и предоставит кредит в размере \$90 млн. Реализация этого совместного проекта значительно повысит потенциал АвтоВАЗа в долгосрочном плане.

Группа предприятий Уралмаш-Ижора

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	226,4	318,0	365,7	402,3
EBITDA, млн. \$	25,2	49,7	60,2	73,2
Чистая прибыль, млн. \$	12,3	26,4	32,6	41,0
P/E	6,4	3,0	2,4	1,9
EV/EBITDA	3,8	1,9	1,6	1,3
Капитализация, млн. \$	78,5			
EV, млн. \$	94,8			
Кол-во акций, млн.	38,1			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 70. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Монополист на российском рынке машиностроения
- Рост ликвидности акций вследствие выпуска АДР

Слабые стороны

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

Возможности

- Развитие основного бизнеса в результате реструктуризации
- Выход на новый сегмент рынка (плавучие буровые платформы)

Угрозы

- Рост реального курса рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка

Пищевая промышленность и розничная торговля

Мария Чечурина
(7 095) 795-3735

Министерство здравоохранения выступает за ужесточения контроля за производством пива

Министерство здравоохранения заявило о необходимости ужесточения контроля за предприятиями пивоваренной промышленности путем запрета рекламы пива на телевидении, исключения из категории пива марок с содержанием алкоголя более 6% и включения их в группу алкогольных напитков.

Законов, устанавливающих качество и содержание алкоголя в пиве, не существует, а поэтому данное заявление не представляет опасности для производителей пива - по крайней мере, в ближайшем будущем. Однако если такие заявления в конце концов приведут к принятию закона, то дальнейшее развитие всей пивоваренной промышленности России окажется под вопросом.

Вимм-Билль-Данн создает Центральную Европейскую Пивоваренную Компанию

Вимм-Билль-Данн, ведущий российский производитель молочных продуктов и соков, приобрел 51% акций московского пивзавода Москворецкий и сейчас создает Центральную Европейскую Пивоваренную Компанию, в которую войдут все три его пивзавода: Пивоиндустрия Приморья (Владивосток), Волга (Нижний Новгород) и Москворецкий пивоваренный завод (Москва).

Вимм-Билль-Данн, не вытеснит с рынка Балтику и Sun Interbrew

Очевидно, что Вимм-Билль-Данн не вытеснит с рынка Балтику и Sun Interbrew. Однако если компания сумеет найти необходимые средства, то уже в ближайшем будущем может захватить 6-8% рынка, так как многие независимые пивзаводы не имеют источника финансирования капвложений и не могут наращивать производство.

Балтика обычно выплачивает высокие дивиденды

28 марта состоится очередное общее собрание акционеров Балтики. В связи с тем, что компания собирается купить 2 пивзавода в 2001, этот вопрос скорее всего будет включен в повестку дня. Предполагается обсудить также итоги деятельности за прошлый год, а также размер дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям.

Sun Interbrew сообщает о результатах деятельности за 2000 г. в середине марта

Обычно Балтика выплачивает высокие дивиденды (за 1999 г. дивидендный доход составил 2,1% по обыкновенным и 5,4% по привилегированным акциям), поэтому можно ожидать некоторого повышения спроса на ее акции, особенно привилегированные. Однако из-за того, что акций, свободно обращающихся на рынке, очень мало, и из-за их низкой ликвидности, цены вырастут не намного.

Sun Interbrew собирается сообщить о результатах деятельности за 2000 г. в середине марта. Мы предполагаем, что по итогам года чистая прибыль у компании составит \$17 млн. по сравнению с убытком в размере \$5 млн. в 1999 г. Акции Sun Interbrew достаточно ликвидны и в настоящее время недооценены по сравнению с аналогичными компаниями, поэтому, по нашим расчетам, они должны вырасти в цене во второй половине марта.

Таким образом, мы подтверждаем нашу рекомендацию **НАКАПЛИВАТЬ** для акций Балтики и **СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА** для акций Sun Interbrew.

Балтика

Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	310,80	387,11	471,88	558,94
EBITDA, млн. \$	134,27	178,07	210,86	249,82
Чистая прибыль, млн. \$	83,36	112,87	113,50	132,46
P/E	5,62	4,15	4,13	3,54
EV/EBITDA	3,82	2,88	2,43	2,05
Капитализация, млн. \$	496,3			
EV, млн. \$	512,8			
Производство, млн. гл	10,7			
Кол-во акций, млн.	1,5			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 72. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Ведущий российский производитель пива
- Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров
- Одно из наиболее прибыльных пивоваренных предприятий развивающихся рынков

Слабые стороны

- Отсутствие полностью интегрированной дистрибьюторской сети
- Торгуется на внебиржевом рынке

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 73. Ключевые события

Дата Событие

7 февраля	<p>Структура собственности компании Балтика была подвергнута некоторым изменениям</p> <p>Baltic Beverages Holding (BBH), которому ранее принадлежало 74,96% акций Балтики, продал 16,87% своей 100%-ой шведской дочерней компании Aktiebolaget Grundstenen. Представитель BBH заявил о том, что данный перевод акций был внутренней сделкой и BBH продолжает контролировать все 74,96% акций.</p> <p>Мы полагаем, что данная продажа акций может быть связана с изменениями структуры собственности самого BBH. В прошлом году компания Carlsberg Breweries стала владельцем 50% акций BBH.</p> <p>Последнее заявление руководства Carlsberg о том, что дальнейшее развитие компании Балтика является приоритетным направлением, подтверждает то, что данная сделка была направлена на оптимизацию структуры корпорации в целом.</p> <p>Мы полагаем, что данный шаг не окажет существенного влияния на динамику цен акций Балтики, так как фундаментально ничего не изменилось и количество акций, свободно обращающихся на рынке, осталось прежним.</p>
-----------	---

Источники: оценки Альфа-банка

Сан Интербрю

Илл. 74. 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	3,37	3,11	2,19	1,79
EV/EBITDA	2,28	1,89	1,49	1,23
Капитализация, млн. \$	149,5			
EV, млн. \$	164,9			
Производство, млн. гл	10,1			
Кол-во акций, млн.	81,3			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 75. 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 экономить на масштабе производства

Возможности

- Рост потребления пива в России и на Украине
- Программа продвижения ключевых марок обеспечит рост выручки

Угрозы

- Прибыль может снизиться вследствие приобретения пивоваренной компании Рогань

Источники: оценки Альфа-банка

ГУМ

Илл. 76. 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			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 77. 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

Источники: оценки Альфа-банка

Транспорт

Ольга Филиппова
(7 095) 795-3735

**В марте GDR
Аэрофлота начнут
торговаться на
NEWEX**

Руководство компании надеется, что в начале марта GDR Аэрофлота начнут торговаться на венской фондовой бирже NEWEX, что в среднесрочной перспективе приведет к росту ликвидности акций компании. Компания пока не дает информацию о том, сколько именно акций было конвертировано в GDR, но отмечает, что конвертация прошла успешно. Мы предполагаем, что какие-то цифры на этот счет появятся в марте.

**Агентство S&P
возможно опубликует
в марте отчет о
корпоративном
рейтинге Аэрофлота**

Согласно имеющейся информации агентство S&P собирается опубликовать отчет о корпоративном рейтинге Аэрофлота, в результате чего показатель корпоративного риска у компании может либо уменьшиться, либо увеличиться. Соответственно будет изменен коэффициент дисконтирования с последующей переоценкой стоимости акций.

Аэрофлот

Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2000	2001E	2002E	2003E
Выручка, млн. \$	1 350,6	1 507,6	1 639,2	1 735,4
EBITDA, млн. \$	214,3	277,9	325,3	362,8
Чистая прибыль, млн. \$	(17,7)	30,6	51,9	61,6
P/E	(17,3)	10,0	5,9	5,0
EV/EBITDA	5,5	4,3	3,6	3,3
Капитализация, млн. \$	305,4			
EV, млн. \$	1 185,0			
Кол-во акций, млн.	1 110,6			

Примечание: * – EV, включая внебалансовый долг по операционному и финансовому лизингу
Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 79. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Ведущая российская авиакомпания (доля рынка - 32,9% в 2000 г.)
- Крупнейшая доля на внутреннем рынке (11,6% в 2000 г.)

Слабые стороны

- Большой долг (\$1186 млн., или 88% совокупной выручки) с валютным риском (основная часть долга – в валюте)
- Затраты на топливо составляют 23-25% совокупных операционных затрат

Возможности

- Рост коэффициентов загрузки вследствие оптимизации авиамаршрутов
- Рост прибыли на пассажира вследствие увеличения числа пассажиров бизнес класса

Угрозы

- Усиление конкуренции на международных направлениях со стороны иностранных и чартерных авиакомпаний
- Усиление конкуренции на внутренних направлениях со стороны региональных авиакомпаний

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 80. Ключевые события

Дата	Событие
5 февраля	Компания Аэрофлот стала одним из кандидатов на присуждение звания «Авиакомпания года» в номинации «Лучшая авиакомпания Восточной Европы» Этот конкурс проводится ежегодно компанией OAG Worldwide и считается престижным среди авиакомпаний. Тот факт, что Аэрофлот стал одним из кандидатов конкурса, означает признание авиаобщественностью позитивных результатов процесса реструктуризации Аэрофлота. Мы полагаем, что даже если Аэрофлот не станет победителем, его участие в конкурсе позитивно отразится на имидже компании и будет способствовать осуществлению дальнейших шагов по развитию компании.
6 февраля	Аэрофлот планирует в 2001 году выпустить облигации на сумму 600 млн. рублей В случае регистрации проспекта эмиссии, облигации Аэрофлота станут первым выпуском на российском рынке, имеющим возможность досрочного отзыва (т. н. кол-опцион). Учитывая тенденцию к снижению процентных ставок на рынке рублевых гособлигаций, можно ожидать, что спрос на облигации Аэрофлота будет высоким. В то время как условия выпуска облигаций сравнимы для компании с условиями банковского кредита, а объем выпуска не столь значительный и составляет 21 млн. долларов, это решение Аэрофлота мы рассматриваем больше как разумный рекламный ход, целью которого является создание хорошей кредитной истории компании на российском финансовом рынке. Имея хорошую кредитную историю, Аэрофлот в будущем сможет заимствовать на рынке более значительные денежные суммы.
19 февраля	Выбор Bovis в качестве управляющей компании по строительству Шереметево-3 увеличивает шансы Аэрофлота войти в альянс Sky Team Широко известно, что строительство терминала Шереметьева-3 является необходимым условием присоединения Аэрофлота к глобальному альянсу Sky Team. Мы полагаем, что выбор Аэрофлота компании Bovis Land Lease International Ltd. в качестве управляющей компании существенно увеличивает вероятность завершения данного проекта в установленные сроки, что существенно повышает шансы присоединения Аэрофлота к альянсу Sky Team в 2003 году.

Источники: оценки Альфа-банка

Людмила Храпченко
(7 095) 795-3743

Ценные бумаги с фиксированной доходностью

В начале года был отмечен приток капитала на развивающиеся рынки

В начале года был отмечен приток капитала на развивающиеся рынки, в том числе, и на рынки долговых бумаг - в ожидании экономического спада и значительного снижения процентной ставки в США инвесторы рассчитывали на быстрый рост цен долговых бумаг. Кроме того, в декабре 2000 г. агентство S&P повысило рейтинг России с SD (частичный дефолт) до B-, что открыло рынок российских валютных облигаций для новых категорий инвесторов. Именно в силу этих двух обстоятельств в январе-начале февраля 2001 г. на рынке российских валютных облигаций произошел стремительный рост цен: в январе – начале февраля суверенный Альфа-индекс цен вырос на 9%. Сам рынок заметно оживился. Дискуссии о вокруг долговых выплат Парижскому клубу мало повлияли на цены российских еврооблигаций. Вместе с тем, намерение России осуществить выплаты суверенным кредиторам в 2001 г. в полном объеме весьма благотворно отразилось на ОВВЗ: с начала года цены ОВВЗ выросли на 11-17%, и практически каждое сообщение, подтверждающее намерение России платить, сопровождалось ростом цен.

В этом году на российский рынок может прийти капитал

Однако со второй половины февраля ситуация начала ухудшаться. С одной стороны, изменились ожидания инвесторов: после выхода макроэкономических данных в США, свидетельствующих об угрозе инфляции, многие из них считают, что вероятность резкого сокращения процентных ставок в США не столь высока. С другой стороны, усилилась политическая и экономическая нестабильность в Турции. В условиях увеличивающегося давления, Турция была вынуждена объявить об отмене режима фиксированного валютного курса и перейти к плавающему курсу лиры. Это, в свою очередь, спровоцировало опасения как банковского кризиса, так и угрозы дефолта по внешнему долгу. Несмотря на то, что в настоящий момент системный кризис маловероятен, ценовые колебания на развивающихся рынках долговых бумаг, скорее всего, усилятся, и в марте на рынке будет преобладать нисходящий тренд. Если опасения инвесторов относительно Турции оправдаются, инвесторы постараются поскорей зафиксировать полученную в этом году прибыль, и цены на российские облигации снова вернуться на уровень осени 2000 г. В то же время длительная нестабильность в Турции может оказаться "на руку" российскому рынку: обе страны относятся к одной и той же группе риска, и если после кризиса 1998 года капитал ушел из России в Турцию, то в этом году он может пойти в обратном направлении.

Илл. 81. Динамика валютных облигаций, за месяц, на 27 февраля

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 4	14.05.03	63,50	1,60	26,9	4,72	1,65
Минфин 5	14.05.08	37,75	-0,66	20,0	7,95	4,79
Минфин 6	14.05.06	51,50	3,52	18,1	5,83	3,86
Минфин 7	14.05.11	37,25	2,05	15,7	8,05	6,44
Минфин 8	14.11.07	43,00	2,08	19,1	6,98	4,79
Еврооблигации						
Евро-01	27.11.01	100,00	0,13	9,2	9,25	0,70
Евро-03	10.06.03	97,50	-0,89	13,0	12,05	1,90
Евро-05	24.07.05	82,25	-0,90	14,3	10,64	3,40
Евро-07	26.06.07	78,88	-1,25	15,3	12,68	4,21
Евро-10	31.03.10	67,50	-2,35	16,2	12,22	4,80
Евро-18	24.07.18	74,50	-1,97	15,2	14,77	6,28
Евро-28	24.06.28	89,00	-0,84	14,4	14,33	6,70
Евро-30	31.03.30	40,75	-2,69	16,7	6,13	7,13
Муниципальные облигации						
Ст-Петербург	18.06.02	96,50	2,66	12,5	9,84	1,17
Ниж.Нов	10.03.02	59,00	2,61	30,1	5,19	2,71
Ямало-Ненец. АО	15.12.02	83,00	5,06	18,4	11,45	1,43
Корпоративные облигации						
Татнефть	29.10.02	91,50	5,17	14,9	9,84	1,43
Мосэнерго	09.10.02	90,75	4,31	15,0	9,23	1,39
МГТС	19.03.01	99,10	-0,28	26,0	12,61	0,05
Иркутскэнерго	20.04.01	99,00	-0,50	18,7	12,63	0,13

Источники: Рейтер, оценки Альфа-банка

Илл. 82. Ключевые события

Дата	Событие
3 Января	Промежуточное снижение процентных ставок США на 50 б.п. вызвало рост американских фондовых индексов и снижение доходностей облигаций на развивающихся рынках.
24 Января	Выплата полугодового купона по суверенным еврооблигациям с погашением в 2005 г и в 2018 г, объем - \$320,56 млн.
31 – 31 Января	Встреча Комитета по открытому рынку, дополнительное снижение процентных ставок США на 50 б.п. Это решение уже было заложено в цены валютных облигаций, поэтому влияния на рынок не оказало.
30 Января – 16 Февраля	Визит миссии МВФ в Москву. России и МВФ удалось согласовать макроэкономические прогнозы на 2001 г.
8 Февраля	Выпуск Аргентиной валютных облигаций, погашаемых в 2006 и в 2012 гг., на сумму \$4,2 млрд. в рамках обмена краткосрочного долга на более дальние выпуски. Результаты обмена показали, что интерес инвесторов к развивающимся рынкам остается достаточно высоким. Однако из-за политической нестабильности в Турции, влияние этой новости на рынки долговых бумаг было незначительным.
13 Февраля	Выступление Алана Гринспена перед Конгрессом США. Оказало противоречивое влияние на рынок. Оценка Гринспеном экономической ситуации в США оказалась более оптимистичной, чем ожидал рынок. Некоторые аналитики предполагают, что теперь ФРС США откажется от политики значительного снижения процентных ставок.
16 Февраля	Выход в США данных по объему промышленного производства и индексу цен производителей. В то время как объем производства США снизился на 0,3% (против ожидавшегося значения 0%), индекс цен производителей вырос на 1,1%. Это значительно превысило ожидания рынка (+0,2%) и уменьшило вероятность снижения процентных ставок на 50 б.п. на встрече Комитета по открытому рынку 20 марта.
19 Февраля	Правительственный кризис в Турции. Решение правительства уйти в отставку, несмотря на последовавший затем отказ от этого намерения дестабилизировало все сегменты турецкого финансового рынка (валютный, фондовый, рынки внутреннего и внешнего долга). Нестабильность в Турции в тот же день отразилась на других развивающихся рынках.
20 Февраля	Россия произвела платеж Парижскому клубу в объеме \$577 млн., который составляет 40% от суммы выплат по оригинальному графику, предусмотренных в бюджете-2001. Премьер-министр РФ Алексей Кудрин сообщил, что Россия произведет все выплаты Парижскому клубу за I квартал 2001 к концу апреля.
22 Февраля	Турция ввела плавающий курс лиры. В первый день курс лиры к доллару упал на 30%. Это вызвало опасения инвесторов относительно способности Турции обслуживать внешний долг.
26-27 Февраля	Визит Михаила Касьянова в Италию. Касьянов упомянул о том, что России необходима согласованная программа с МВФ на 3-4-летний срок, которая позволит начать переговоры об отсрочке выплат по долгу Парижскому клубу, приходящиеся на 2003 г. Он подчеркнул, что даже если соглашение не будет достигнуто, Россия предпримет меры по осуществлению выплат в полном объеме.
27 Февраля	Выход данных по индексу потребительского доверия в США и заказам на товары длительного пользования. Оба индикатора оказались значительно хуже ожидаемых, что подтвердило резкое замедление американской экономики и повысило вероятность существенного снижения процентных ставок в будущем.

Источники: 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/Энергетика Андрей Руденко
Стратегия/Нефтяная и газовая промышленность Сергей Глазер, CFA
Макроэкономика, банковский сектор Наталия Орлова
Нефтяная и газовая промышленность Константин Резников
Анна Бутенко
Энергетика Наталья Сажина
Телекоммуникации/Интернет Андрей Богданов
Елена Роговина
Максим Матвеев, CFA
Металлургия, автомобилестроение, машиностроение
Розничная торговля, пищевая промышленность Мария Чечурина
Государственные ценные бумаги Валентина Крылова
Людмила Храпченко
Группа по работе с российскими клиентами Ольга Филиппова
Переводчик Ринат Гаунуллин
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.