



# АЛЬФА-БАНК

Прогноз на 2001 год



АЛЬФА-БАНК

[www.alfabank.ru](http://www.alfabank.ru)



## Подъем рынка: взгляд изнутри

Основное влияние на динамику российского рынка акций в 2000 г. оказывали технические факторы и ликвидность, а не фундаментальные показатели российской экономики. Стоимость российских акций во многом отражала степень интереса иностранных инвесторов к высокорискованным активам; события на фондовом рынке США и других мировых рынках оказывали определяющее влияние на динамику цен российских активов.

В 2001 г.:

- Перспектива „жесткой посадки“ американской экономики представляет главный риск для российского фондового рынка.
- Коррекция цен на нефть и прочее экспортируемое сырье является вторым по важности фактором для российского рынка акций. По нашим прогнозам, средняя цена на нефть Brent составит 20–25 долларов за баррель.
- Многое будет зависеть от способности правительства обеспечить высокую собираемость налогов, осуществить структурные реформы и способствовать возврату капитала.
- Реструктуризация естественных монополий, в частности РАО «ЕЭС» и ОАО «Газпром», станет индикацией приверженности России к совершенствованию корпоративного управления.



# АЛЬФА-БАНК

Четыре года подряд  
признается «Лучшим Российским Банком»  
журналом «Central European Magazine», издаваемым «Euromoney»

Крупнейший российский частный банк, Альфа-Банк является одним из самых надежных финансовых учреждений страны.

Открыв свои представительства во всех крупных российских городах в девяти временных поясах, за последние два года Альфа-Банк расширил клиентуру более, чем на 50%.

С помощью своей опытной и способной инвестиционно-банковской группы Альфа-Банк осуществляет крупнейшие объемы торгов на российском фондовом рынке, рынке ценных бумаг с фиксированной доходностью и валютном рынке.

Постоянно стремясь к совершенствованию обслуживания клиентов, Альфа-Банк по праву гордится своими возможностями разработки новых, новаторских банковских продуктов. Лидер в сфере финансовых технологий, банк остается самым крупным в России эмитентом пластиковых кредитных карт.

По вопросам дальнейшей информации  
просим обращаться:

107078, Москва  
Альфа-Банк  
Ул. Маши Порываевой, 11  
Тел.: +7 095 974-2515  
Факс: +7 501 913-7182

London  
Alfa Securities  
City Tower, 40 Basinghall Street  
London EC2V 5DE  
Tel: +44 20 7382 4161  
Fax: +44 20 7382 4160

[www.alfabank.ru](http://www.alfabank.ru)



**СОДЕРЖАНИЕ:**

Итоги 2000 года .....	6
Основные факторы, которые будут оказывать влияние на российский рынок акций в 2001 году .....	10
Перспективы макроэкономики на 2001 г. ....	14
Перспективы компаний и отраслей .....	17
Нефть и газ .....	18
Газпром: потенциально главная история 2001 г. ....	24
Энергетика .....	27
Телекоммуникации .....	29
Металлургическая промышленность.....	32
Автомобилестроение .....	34
Товары народного потребления .....	35
Авиатранспорт .....	37
Технический анализ индекса РТС .....	38
Рынок ценных бумаг с фиксированной доходностью .....	42

**Илл. 1. Рекомендации Альфа-Банка на покупку и продажу**

Компания	Сектор	Цена	Изменение		Справедливая цена	Потенциал роста	Рекомендации
			За год	За 52 недели			
		\$	%	Макс. \$	Мин. \$		
<b>ПОКУПАТЬ</b>							
Газпром	Нефть и газ	0,2967	-10,81	0,368	0,218	0,65	119 + экспортная выручка, монополия
Группа Уралмаш-Ижора	Прочие	1,5	7,14	2,65	1,2	2,85	90 + опытный менеджмент, программа ADR
ЛУКОЙЛ	Нефть и газ	8,85	-28,63	16,62	8,05	17,35	96 + диверсификация активов, сильные фин. показатели
Магнитогорский МК	Металлы	35	0,00	N/A	N/A	45	29 + хорошие фин. показатели
Мосэнерго	Энергетика	0,024	-42,17	0,0687	0,0228	0,063	163 + лучшая база потребителей, перспективы роста
МТС	Телекомы	24,19	8,10	31,4	22	31,88	32 + сильные фин. результаты, высокий доход на абонента
Новосибирскэлектросвязь	Телекомы	1,15	-35,39	3,735	1,15	2,96	157 + высокая выручка на линию, недооценена
Новосибирскэлектросвязь прив.	Телекомы	0,45	-13,46	1,3	0,45	1,23	173 + центр консолидации в Сибири, недооценена
Северсталь	Металлы	17,5	169,23	24,5	6,5	31	77 + сильный менеджмент, хорошие фин. показатели
Сургутнефтегаз	Нефть и газ	0,206	-39,85	0,397	0,189	0,41	99 + нет долгов, сильные фин. показатели
Сургутнефтегаз прив.	Нефть и газ	0,0945	-12,50	0,63	0,074	0,205	117 + нет долгов, сильные фин. показатели
Уралтелеком	Телекомы	4,25	13,33	11,23	2	8,54	101 + недооценена, центр консолидации на Урале
Уралтелеком прив.	Телекомы	1,9	26,67	2,4	1,08	3,25	71 + недооценена, центр консолидации на Урале
Челябинский трубопр-ый з-д	Металлы	0,03	0,00	N/A	N/A	0,12	300 + сегмент труб большого диаметра
Электросвязь Моск. Обл.	Телекомы	140	21,74	330	115	237,48	70 + недооценена, потенц. центр консолидации
Электросвязь Моск. Обл. прив.	Телекомы	56	-27,27	130	50	86,63	55 + недооценена, потенц. центр консолидации
Юкос	Нефть и газ	1,63	123,29	2,065	0,6	2,5	53 + дешевая, хорошие активы; выросшая ликвидность
<b>СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА</b>							
АвтоВАЗ	Автомобили	1,5	-9,09	3,05	1,5	4	167 + СП с GM; - гос. пакет
Вымпелком	Телекомы	13,75	-66,46	50,6	12,06	23,46	71 + потенциал роста; - убытки, низкий доход на абонента
Голден Телеком	Телекомы	6,25	-74,03	48	5,9	17,94	187 + потенциал роста; - нет синергии между активами
МГТС	Телекомы	5	13,64	11	4,4	5,9	18 + потенциал роста; - низкие тарифы, высокий левередж
МГТС прив.	Телекомы	1,1	-6,78	3,3	0,8	1,49	35 + потенциал роста; - низкие тарифы, плохая сеть
Мегионнефтегаз	Нефть и газ	1,75	0,00	2,75	1,15	2,5	43 + хорошие фин. показатели; - низкая ликвидность
Мегионнефтегаз прив.	Нефть и газ	0,65	58,54	0,7	0,41	0,8	23 + хор. фин. показатели; - под контролем Славнефти
Сан Интербрю	Продукты	2,8	-36,40	6,8	2	6,75	141 + недооценена; - возможно уменьшение прибыли
Сан Интербрю прив.	Продукты	1,8	-18,20	5	1,5	5,82	223 + недооценена; - возможно уменьшение прибыли
Сибнефть	Нефть и газ	0,279	-26,58	0,46	0,22	0,4	43 + хорошие активы; - низкая ликвидность
Татнефть	Нефть и газ	0,348	-24,35	0,718	0,335	0,72	107 + относительно дешевая; - высокий левередж, нет НПЗ
Татнефть прив.	Нефть и газ	0,19	-9,52	0,283	0,0925	0,28	47 + относительно дешевая; - высокий левередж, нет НПЗ
<b>НАКАПЛИВАТЬ</b>							
Балтика	Продукты	341,25	0,00	N/A	N/A	602,7	77 + лидер на пивном рынке России; - низкая ликвидность.
Башкирэнерго	Энергетика	0,05	-12,16	0,096	0,05	0,061	22 + стабильное фин. положение
ГУМ	Торговля	1,2	26,32	3	0,77	1,72	43 + недооценена, потенциал роста; - низкая ликвидность
Красноярскэнерго	Энергетика	0,03	-25,00	0,058	0,03	0,04	33 + низкие издержки; - неопределенность с ГЭС
Кубаньэлектросвязь	Телекомы	8,05	-16,84	18,85	8,05	11,76	46 + низкий левередж; - возможность разделения активов
Кубаньэлектросвязь прив.	Телекомы	3,2	-8,57	6	2,5	3,96	24 + низкий левередж; - возможность разделения активов
Кузбассэнерго	Энергетика	0,0775	-22,50	0,1645	0,065	0,0948	22 + возможны интересные проекты, поддержка РАО ЕЭС
Нижновсвязьинформ	Телекомы	1,32	1,54	2,3	0,99	1,44	9 + низкий левередж, помин. оплата; - низкая ликвидность
Нижновсвязьинформ прив.	Телекомы	0,32	14,29	0,7	0,28	0,53	66 + качественная сеть; - низкая ликвидность
Новосибирскэнерго	Энергетика	0,9	-30,77	2,3	0,8	1,26	40 + хор. активы, потенциал роста; - низкая ликвидность
Пермэнерго	Энергетика	1,01	-22,31	1,85	0,6	1,045	3 + потенциал роста; - проблемы со сбором платежей
Самаразэнерго	Энергетика	0,012	-60,00	0,032	0,012	0,015	25 + относительно дешевая; - затронута газовым кризисом
Сахалинморнефтегаз	Нефть и газ	4,97	88,97	5	1,5	4,5	(9) + хорошие активы; - возможность разводнения
Сахалинморнефтегаз прив.	Нефть и газ	1,22	35,56	1,735	0,6	1,4	15 + межд. проекты; - плохие фин. результаты
Свердловэнерго	Энергетика	0,071	-5,33	0,0975	0,04	0,05	(30) + относительно дешевая; - слабая клиентская база
ЦУМ	Торговля	0,23	27,78	0,42	0,135	N/A	N/A + улучшение фин. состояния; - низкая ликвидность
<b>СОКРАЩАТЬ</b>							
Красный Октябрь	Продукты	4	45,45	5,25	2,65	4,43	11 - ухудшение фин. положения, переоценена
Ростелеком	Телекомы	0,9	-64,00	4,47	0,855	0,69	(23) - большой долг, снижение дохода в \$; + ликвидность
Ростелеком прив.	Телекомы	0,39	-32,17	1,46	0,34	0,24	(38) - большой долг; + репрезентативна для сектора
<b>ПРОДАВАТЬ</b>							
Пурнефтегаз	Нефть и газ	1,8	12,50	3,1	1,25	2	11 - возможное разводнение, плохие фин. показатели
Пурнефтегаз прив.	Нефть и газ	0,8	77,78	0,925	0,45	0,5	(38) - плохие фин. показатели, низкая ликвидность
Самарасвязьинформ	Телекомы	32	-20,00	67	32	17,76	(45) - плохая сеть, слабый менеджмент
Самарасвязьинформ прив.	Телекомы	7,25	-34,09	17	7,25	4,16	(43) - плохая сеть, слабый менеджмент
Челябинсксвязьинформ	Телекомы	18	0,00	40	18	9,12	(49) - компания дорогая, высокий уровень задолженности
Челябинсксвязьинформ прив.	Телекомы	6,1	1,67	9,5	5,5	2,75	(55) - компания дорогая, высокий уровень задолженности

Примечание: N/A – нет данных

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



**Илл. 2. Оценка компаний**

Компания	Сектор	Мсар \$ mln	P/E			EV/EBITDA			P/CF		
			2000E	2001E	2002E	2000E	2001E	2002E	2000E	2001E	2002E
<b>ПОКУПАТЬ</b>											
Газпром	Нефть и газ	8.157,7	2,30	2,00	2,00	4,80	4,30	4,40	3,30	2,70	2,80
Группа Уралмаш-Ижора	Прочие	53,0	4,31	2,61	2,01	2,75	1,72	1,37	2,73	1,85	1,50
ЛУКОЙЛ	Нефть и газ	6.534,4	2,10	2,97	2,67	1,70	2,26	2,10	1,68	2,53	6,30
Магнитогорский МК	Металлы	232,5	0,68	1,19	2,03	0,57	0,97	1,59	0,65	1,09	1,76
Мосэнерго	Энергетика	678,2	8,62	5,02	3,12	3,29	2,68	2,09	3,80	2,98	2,26
МТС	Телекомы	2.410,9	24,83	19,97	13,51	11,62	10,51	7,07	12,60	10,94	7,54
Новосибирскэлектросвязь	Телекомы	16,7	3,72	2,64	3,83	1,80	1,45	1,15	9,58	11,88	19,17
Новосибирскэлектросвязь прив.	Телекомы	2,2	1,46	1,03	1,50	1,80	1,45	1,15	3,75	4,65	7,50
Северсталь	Металлы	386,3	0,99	2,26	4,03	0,59	0,93	1,25	0,75	1,29	1,71
Сургутнефтегаз	Нефть и газ	7.359,6	1,94	2,78	4,15	1,68	2,21	3,29	1,75	2,39	7,17
Сургутнефтегаз прив.	Нефть и газ	727,8	0,89	1,28	1,90	1,68	2,21	3,29	0,81	1,10	3,29
Уралтелеком	Телекомы	20,5	5,70	4,98	4,34	2,34	2,03	1,77	2,57	2,23	2,59
Уралтелеком прив.	Телекомы	3,1	2,55	2,23	1,94	2,34	2,03	1,77	1,15	1,00	1,16
Челябинский трубопрокатный з-д	Металлы	14,2	0,51	0,53	0,55	0,55	0,57	0,59	0,49	0,50	0,30
Электросвязь Моск. Обл.	Телекомы	65,0	6,37	4,29	3,50	2,85	2,37	1,83	3,99	3,17	2,91
Электросвязь Моск. Обл. прив.	Телекомы	8,7	2,55	1,72	1,40	2,85	2,37	1,83	1,59	1,27	1,16
Юкос	Нефть и газ	3.646,3	1,41	1,87	1,75	1,14	1,48	1,39	1,36	1,63	2,23
<b>СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА</b>											
АвтоВАЗ	Автомобили	40,8	0,35	0,19	0,15	4,53	2,73	2,14	0,27	0,16	0,13
Вымпелком	Телекомы	612,3	N/M	235,50	32,74	16,25	7,40	6,14	19,44	8,24	6,84
Голден Телеком	Телекомы	153,1	N/M	32,58	9,92	2,40	1,40	2,95	8,46	4,45	3,57
МГТС	Телекомы	399,1	17,17	14,92	13,51	5,66	4,27	4,76	5,53	4,42	6,58
МГТС прив.	Телекомы	17,6	3,78	3,28	2,97	5,66	4,27	4,76	1,22	0,97	1,45
Мегионнефтегаз	Нефть и газ	174,1	0,70	0,85	2,18	0,57	0,67	1,73	0,58	0,73	2,49
Мегионнефтегаз прив.	Нефть и газ	21,5	0,26	0,32	0,81	0,57	0,67	1,73	0,22	0,27	0,92
Сан Интербрю	Продукты	77,8	18,36	9,65	7,45	3,70	2,89	1,68	1,79	1,39	3,58
Сан Интербрю прив.	Продукты	96,2	11,80	6,20	4,79	3,70	2,89	1,68	1,15	0,90	2,30
Сибнефть	Нефть и газ	1.322,8	2,07	2,46	2,12	1,55	2,04	1,38	2,00	1,75	2,92
Татнефть	Нефть и газ	758,2	1,02	1,35	1,46	1,25	1,60	1,55	0,91	0,86	13,19
Татнефть прив.	Нефть и газ	28,0	0,56	0,74	0,80	1,25	1,60	1,55	0,49	0,47	7,20
<b>НАКАПЛИВАТЬ</b>											
Балтика	Продукты	464,6	5,66	4,05	3,36	3,89	2,52	2,06	4,43	3,01	3,55
Башкирэнерго	Энергетика	52,2	1,86	1,49	1,47	0,85	0,81	0,81	1,05	0,94	0,94
ГУМ	Торговля	72,0	5,12	4,58	4,05	4,05	3,62	3,14	5,28	4,58	5,71
Красноярскэнерго	Энергетика	17,9	0,57	0,63	0,63	0,36	0,43	0,41	0,35	0,39	0,38
Кубаньэлектросвязь	Телекомы	85,0	8,52	7,31	5,51	4,56	3,04	2,62	4,12	3,55	4,60
Кубаньэлектросвязь прив.	Телекомы	11,3	3,39	2,91	2,19	4,56	3,04	2,62	1,64	1,41	1,83
Кузбассэнерго	Энергетика	47,0	2,95	3,28	3,23	1,41	1,52	1,37	1,42	1,54	1,55
Нижновсвязьинформ	Телекомы	115,5	13,28	9,51	16,50	6,56	5,06	5,17	6,79	5,89	8,80
Нижновсвязьинформ прив.	Телекомы	9,3	3,22	2,30	4,00	6,56	5,06	5,17	1,65	1,43	2,13
Новосибирскэнерго	Энергетика	12,2	1,22	0,73	0,73	0,48	0,45	0,44	0,42	0,35	0,35
Пермэнерго	Энергетика	36,6	1,19	2,03	1,87	0,85	1,43	1,23	0,88	1,30	1,22
Самарэнерго	Энергетика	42,1	2,00	1,68	1,33	0,80	0,81	0,78	0,85	0,81	0,75
Сахалинморнефтегаз	Нефть и газ	303,1	3,29	4,39	4,33	2,45	3,01	2,85	2,48	3,94	7,58
Сахалинморнефтегаз прив.	Нефть и газ	24,7	0,81	1,08	1,06	2,45	3,01	2,85	0,61	0,97	1,86
Свердловэнерго	Энергетика	37,1	0,00	4,06	3,94	1,22	1,29	1,24	1,00	1,03	0,97
ЦУМ	Торговля	20,6	5,86	5,29	2,30	3,78	3,51	2,43	5,56	4,87	4,60
<b>СОКРАЩАТЬ</b>											
Красный Октябрь	Продукты	35,1	10,63	4,86	4,84	4,21	2,93	2,81	8,30	4,03	5,18
Ростелеком	Телекомы	655,9	15,50	8,06	5,63	3,34	3,42	3,17	3,67	3,03	3,00
Ростелеком прив.	Телекомы	94,7	6,72	3,49	2,44	3,34	3,42	3,17	1,59	1,31	1,30
<b>ПРОДАВАТЬ</b>											
Пурнефтегаз	Нефть и газ	150,3	2,89	3,76	5,01	1,68	1,92	2,72	2,15	2,90	10,02
Пурнефтегаз прив.	Нефть и газ	22,2	1,28	1,67	2,23	1,68	1,92	2,72	0,95	1,29	4,45
Самарасвязьинформ	Телекомы	63,4	32,51	17,25	15,09	7,38	6,12	5,34	10,22	6,34	7,36
Самарасвязьинформ прив.	Телекомы	4,8	7,37	3,91	3,42	7,38	6,12	5,34	2,32	1,44	1,67
Челябинсксвязьинформ	Телекомы	89,6	41,22	14,94	18,56	7,93	5,84	6,25	6,23	5,40	9,33
Челябинсксвязьинформ прив.	Телекомы	10,1	13,97	5,06	6,29	7,93	5,84	6,25	2,11	1,83	3,16

Примечание: N/M – не значимо

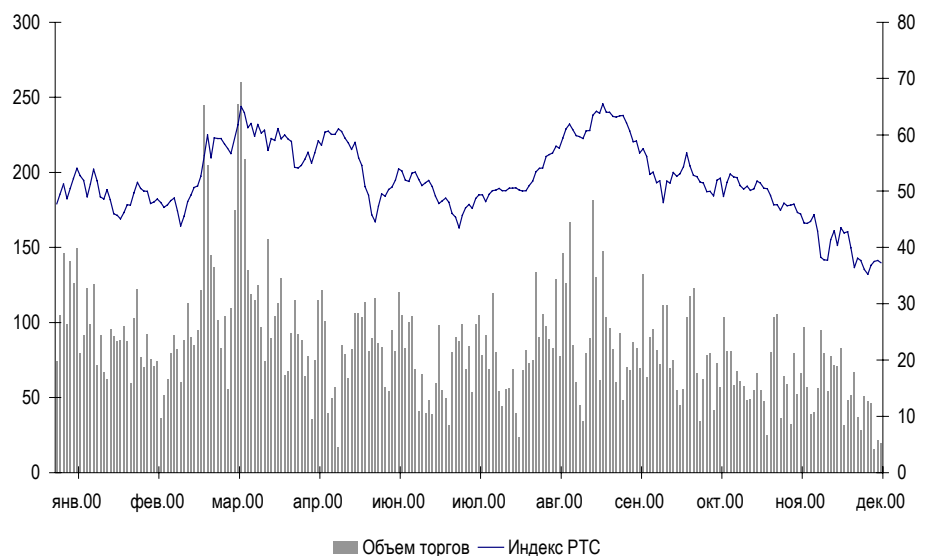
Источник: оценки Альфа-Банка

**Максим Шашенков**  
(44 20) 7588-8400

## Итоги 2000 года

Несмотря на многообещающее начало, 2000 год оказался разочарованием для инвесторов на российском рынке акций. Явные и общепризнанные улучшения в политической и экономической жизни России не оказали существенного влияния на капитализацию российского фондового рынка, который по индексу РТС на 27 декабря составлял 139,82 пунктов, что на 21,9% ниже по сравнению с прошлым годом. Основное влияние на динамику российского рынка акций оказывали по-прежнему серьезные проблемы корпоративного управления и ущемление прав миноритарных акционеров (РАО «ЕЭС», Норильский Никель), технические факторы и ликвидность, а не фундаментальные показатели российской экономики. Стоимость российских акций во многом отражала степень интереса иностранных инвесторов к высокорискованным активам. На протяжении всего года поведение российского фондового рынка сильно зависело от динамики американского индекса NASDAQ, и события на фондовом рынке США и других мировых рынках оказывали определяющее влияние на динамику цен российских активов. Несмотря на заметный рост внутренних инвестиций на российском рынке акций, его конъюнктура во многом зависела от поведения иностранных участников.

**Илл. 3. Динамика РТС, 2000**



Источник: РТС

Фактическое отсутствие негосударственной пенсионной системы стало причиной того, что российский фондовый рынок был более подвержен негативным внешним факторам, чем, например, рынок в Польше или Турции, где частные пенсионные фонды являются крупными участниками фондового рынка. Кроме того, привлекательность российских активов снижали возникавшие на протяжении года риски, связанные с корпоративным управлением. Вследствие комбинации этих факторов 2000 год не оправдал надежд, связанных с ростом рынка акций, потенциал к чему был весьма значительным. Сравнительный анализ российского рынка акций и других развивающихся рынков показывает, что на уровне в 280-290 пунктов по индексу РТС российский рынок акций только начнет приближаться к той капитализации, которая оправдана с точки зрения фундаментальных показателей.

**Илл 4. Индексы развивающихся рынков по отношению к ВВП, 1997 and 2000**

	MSCI Венгрия \$ - Индекс	MSCI Польша \$ - Индекс	MSCI Чехия \$ - Индекс	MSCI Турция \$ - Индекс	MSCI Мексика \$ - Индекс	MSCI Аргентина \$ - Индекс	MSCI Бразилия \$ - Индекс	PTC \$ - Индекс	MSCI Россия \$ - Индекс
Индекс(1/10/97)/GDP(1996)	6,21	3,92	1,56	1,27	4,99	7,15	1,53	1,30	1,06
Индекс(1/10/97)/GDP(1997)	6,17	3,81	1,68	1,22	4,07	6,65	1,48	1,24	1,01
Индекс 1/09/00)/GDP(1999)	5,37	3,08	1,58	1,82	3,73	5,31	1,59	1,28	1,48
Индекс(1/09/00)/GDP(2000)	5,11	2,78	1,52	1,73	3,23	5,12	1,56	0,99	1,14

Источники: оценки Альфа-Банка

2000 год начался на ожиданиях роста российского рынка акций. После того, как Борис Ельцин ушел в отставку 31 декабря 1999 г., индекс РТС вырос за день на 18,5%. В преддверии выборов нового президента – Владимира Путина – на рынке наблюдалось ралли вплоть до конца марта месяца. Инвесторы связывали с новым президентом надежды на улучшение инвестиционного климата в стране и продолжение экономических реформ. Кроме того, конъюнктура мировых товарных рынков создавала благоприятные условия для дальнейшего экономического роста в России.

Однако падение акций на Wall Street в апреле привело к коррекции и на российском фондовом рынке. Переоцененность акций высокотехнологичных компаний привела к их массовым продажам, а вслед за ними начались продажи прочих рискованных активов, в том числе акций развивающихся рынков, включая Россию. После скудных на положительные новости мая и июня, российский рынок акций продемонстрировал впечатляющий рост в августе – почти на 20%, чему, во многом, способствовало оживление на рынке акций высокотехнологичных компаний в США. В результате этого, российский рынок акций стал вторым после Китая развивающимся рынком, продемонстрировавшим наибольший рост с начала года.

На наш взгляд, привлекательность российского рынка акций была оправданной в силу ряда факторов:

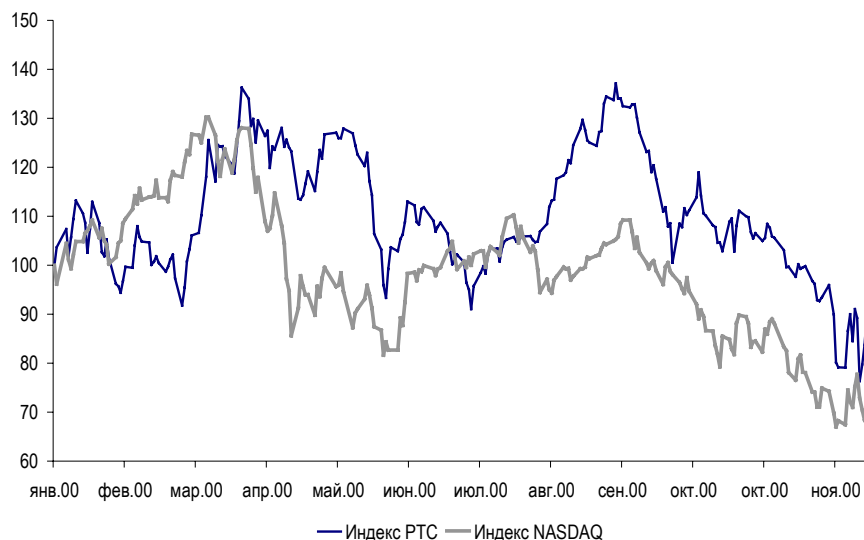
- **Высоких цен на нефть.** При колебаниях цен на нефть в пределах 19,55 – 35,24 долларов за баррель, было очевидно, что средняя цена на нефть за 2000 г. намного превысит 18-20 долларов за баррель, ожидаемые ранее аналитиками.
- **Улучшившихся макроэкономических условий.** Рост ВВП за первое полугодие 2000 г. составил 7,5%. Промышленный рост за первые восемь месяцев 2000 г. составил 9,8% по сравнению с аналогичным периодом 1999 г., а размер инвестиций возрос за январь-август 2000 г. на 17%. Благодаря высоким ценам на нефть, положительное сальдо торгового баланса ожидается на уровне 60 млрд. долларов в 2000 г. Золотовалютные резервы ЦБР выросли с начала года на 12,5 млрд. долларов до 25 млрд. долларов в начале октября. В первой половине 2000 г. первичный профицит бюджета достиг 5%. Валютный курс оставался стабильным, а темпы инфляции уменьшились по сравнению с 1999 г. Госкомстат опубликовал данные о 110%-ном росте корпоративных доходов за первые семь месяцев 2000 г.
- **Возросшей политической стабильности.** Новый президент России получил более сильную политическую поддержку, чем его предшественник (рейтинг популярности Путина на протяжении 2000 г. находился в пределах 65-75%). Путину удалось заручиться и большей поддержкой со стороны членов Госдумы, благодаря чему роль Кремля в политической и экономической жизни страны постепенно возрастала. Так, правительству Путину удалось провести в жизнь административную реформу, нацеленную на укрепление «вертикали власти», а также отдалить от власти олигархов, активно участвовавших в политической и экономической жизни страны в

1996-1999 г. Действия нового президента были направлены на создание сильного государства, усиление роли законодательства, предоставление социальных гарантий населению, более прагматичный подход к внешней и внутренней политике, что, в общем и целом, находило поддержку со стороны инвесторов.

- **Началом структурных реформ.** Несмотря на то, что прогресс в осуществлении структурных реформ был не столь быстрым, как этого хотелось бы инвесторам, достижения правительства Путина очевидны. В 2000 г. была принята вторая часть Налогового кодекса, был одобрен законопроект о новом порядке формирования Совета Федерации. Правительство предприняло первые шаги по реструктуризации Газпрома и МПС, а совместно с руководством РАО ЕЭС ведется разработка концепции реструктуризации энергетического сектора России.
- **Достигнута договоренность с Лондонским клубом кредиторов, повышен суверенный рейтинг России.** В 2000 г. Россия достигла договоренности с Лондонским клубом кредиторов по реструктуризации задолженности бывшего СССР, добившись списания части основной суммы долга. Международное агентство Fitch повысило рейтинг российских еврооблигаций с B- до B, оставив прогноз стабильным. 8 декабря агентство S&P повысило рейтинг РФ по заимствованиям в иностранной валюте с «SD» (выборочный дефолт) до «B-», оставив прогноз рейтинга стабильным.

Однако, несмотря на положительные фундаментальные факторы, нестабильность мировых рынков оказывала доминирующее влияние на российский рынок акций. Так сильные макроэкономические показатели не смогли помешать падению рынка, как только ухудшалась конъюнктура рынка в США или развивающихся рынков, например, Турции.

**Илл. 5. Корреляция между индексом РТС и NASDAQ Composite, 2000**



Источники: РТС, Блумберг

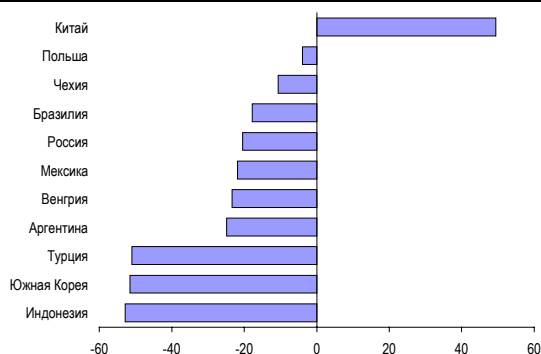
Как это показано на иллюстрации 3, в сентябре – ноябре российский рынок акций с лихвой отыграл весь годовой рост, упав более чем с 245 пунктов по индексу РТС до 144 пунктов. Если в октябре акции торговались в пределах 185-195 пунктов по индексу РТС, то усилившаяся в ноябре волатильность мировых рынков, в первую очередь в США, привела к падению индекса на 24% (со 190 до 144 пунктов). Ухудшение финансовой ситуации в Турции и угроза девальвации турецкой лиры еще



больше усилили негативные настроения на российском рынке: так, 30 ноября индекс РТС за день потерял почти 11%. В декабре рынок по-прежнему оставался высоко волатильным. Если сначала информация о предоставлении Турции стабилизационного кредита МВФ в размере 7,5 млрд. долларов на время успокоила развивающиеся рынки, то возросшая неопределенность вокруг результатов президентских выборов и угроза экономического спада в США привела вскоре к очередному витку продаж активов развивающихся рынков. 27 декабря индекс РТС достиг уровня в 139,8 пунктов, и надежды на предновогоднее ралли, так и не оправдались.

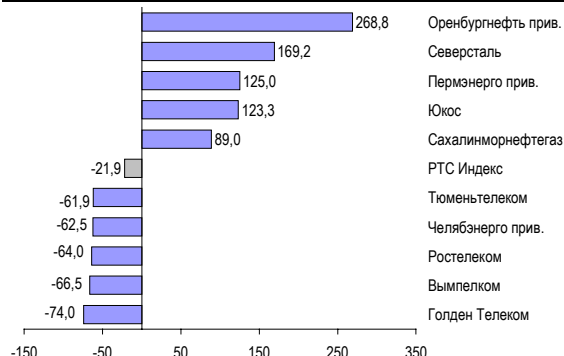
Между тем, несмотря на разочарования, которые принес 2000 г., Россия, скорее всего, останется одним из наиболее привлекательных развивающихся рынков. С начала года российский рынок акций по индексу РТС упал на 21,9%, в то время как падение некоторых других развивающихся рынков было более значительным. Мы считаем, что такая динамика российского рынка оправдана, исходя из привлекательности и недооцененности большинства российских активов. Мы считаем, что в случае роста привлекательности активов развивающихся рынков для иностранных инвесторов, Россия будет одним из лидирующих рынков в 2001 г.

**Илл. 6. Динамика отдельных развивающихся рынков за год, в % по состоянию на 27 декабря 2000 г.**



Источники: РТС, Блумберг, MSCI

**Илл. 7. Акции, продемонстрировавшие наибольший рост и наибольшее падение за год, в % по состоянию на 27 декабря 2000 г.**



Источник: РТС

Максим Шашенков  
(44 20) 7588-8400

## Основные факторы, которые будут влиять на российский рынок акций в 2001 году

### 1. Состояние экономики США

Мы полагаем, что состояние экономики США будет ключевым фактором, определяющим ситуацию на развивающихся рынках и рынке России в 1 квартале 2001 года. В течение этого времени станет ясно, реализуется ли в американской экономике сценарий так называемой «мягкой посадки» или ситуация ухудшится. В среде экономистов, рыночных стратегов и аналитиков существуют значительные расхождения во мнениях по данному вопросу. С нашей точки зрения, вероятность «жесткой посадки» в США в 2001 году довольно высока (40-50%) и по этой причине мы весьма осторожны в своих оценках относительно перспектив российского и других развивающихся рынков в первом квартале 2001 года. Согласно нашему базовому сценарию (вероятность 50-60%), замедление темпов роста американской экономики не будет носить затяжной характер, и уже к середине 2001 года мы ожидаем стабилизации экономики США. Это, в свою очередь, поможет привлечь к концу полугодия новые средства на подешевевшие развивающиеся рынки, включая Россию.

Основной опасностью для российского рынка в первом квартале 2001 года и, возможно, во втором квартале, является перспектива «жесткой посадки» экономики США. Если это произойдет, не исключена возможность оттока капитала в безрисковые активы и снижения интереса международных инвесторов к рисковому развивающимся рынкам.

При реализации базового сценария, основную выгоду от стабилизации экономики США во второй половине 2001 года, по нашему мнению, получат азиатские рынки. Их падение в 2000 году было значительно более глубоким, чем других развивающихся рынков. Таким образом, азиатские рынки уже оценены с учетом сценария «жесткой посадки» и должны значительно улучшить свое положение к концу 2001 года. В случае наихудшего сценария, предполагающего длительный спад американской экономики (вероятность - 10%), цены активов развивающихся рынков (в особенности - Латинской Америки) могут потребовать дополнительного регулирования для того, чтобы наметившийся экономический рост не сменился падением. Это, в свою очередь, может привести к резкому падению цен российских активов - вплоть до уровня 1998 года.

В настоящее время открытым остается вопрос, страдает ли американская экономика от большого количества несвязанных между собой проблем, которые, в конечном счете, будут решены сами собой в течение 2001 года, или же она находится на пороге серьезнейших потрясений. В течение последних нескольких лет, темп роста экономики США составлял в среднем 5% в год. Однако в 3 квартале 2000 года темпы роста замедлились до 2,2%, и рынок в настоящее время обеспокоен дальнейшим снижением темпов роста в 4 квартале 2000 года и 1 квартале 2001 года. «Жесткая посадка» (говорить о которой можно при снижении темпов роста до уровня менее 2%) может повысить вероятность опасного замедления темпов роста германской экономики и подорвать перспективы восстановления японской экономики. Более трезвый взгляд на перспективы развития Европы в первом полугодии 2001 года позволяет говорить о снижении инвестиционной привлекательности центрально-европейских рынков, таких как Польша, что негативно отразится и на российском рынке.

Основная обеспокоенность относительно будущего мировой экономики связана со следующими факторами:

- Высокие цены на нефть. Несмотря на снижение цен на нефть в течение последних нескольких недель, остается опасность того, что высокие товарные цены могут усилить инфляционное давление. Значительному снижению цен на нефть будет также препятствовать обеспокоенность по поводу возможной эскалации конфликта на Ближнем Востоке.
- Порочный круг, вызванный тем, что снижающиеся котировки акций и растущие процентные ставки ведут к снижению инвестиций, замедлению процесса создания новых рабочих мест, росту инфляционных ожиданий и снижению корпоративных доходов. В свою очередь это делает рынок акций еще менее привлекательным для инвесторов.
- Большая задолженность телекоммуникационных компаний, возникшая вследствие высокой стоимости приобретения и создания системы мобильных телефонов третьего поколения, эффективность которых в настоящее время поставлена под сомнение.

Одним из основных факторов негативных настроений инвесторов в настоящее время могут стать опасения, что резкое замедление экономики США приведет к снижению конечного потребления. Так, накануне Нового года как в США, так и в Европе объем предпраздничных расходов оказался ниже ожидаемого, что может свидетельствовать о снижающейся уверенности потребителей, которая, в свою очередь, может стать причиной резкого снижения инвестиций (в настоящее время инвестиции значительно превышают уровень сбережений). Если в 1997 году чистые сбережения частного сектора составляли 5% ВВП, то к 2000 году чистые сбережения стали отрицательными. Данный феномен во многом объясняет значительный рост конечного спроса, которой и поддерживал быстрый рост экономики США. Сильное снижение конечного потребления в 2001 году может негативно отразиться на американском рынке.

Даже если ФРС понизит ставки в первом полугодии 2001 года, риски на фондовом рынке США по-прежнему останутся значительными. Так, например, если ФРС ослабит денежно-кредитную политику слишком резко, может произойти ослабление курса доллара и ухудшение платежного баланса (по счету движения капитала), вызванное оттоком капитала на рынки с более высокой доходностью.

Однако перспективы рынка на следующий год не столь уж мрачны. Исторически падение рынка США оказывало ограниченное влияние на экономическую активность на развивающихся рынках. Согласно нашему базовому сценарию, наиболее вероятно так называемая «разумно жесткая посадка», предполагающая рецессию в 1 квартале 2001 года и начало оживления в 3 квартале 2001 года.

**Илл. 8. Три варианта развития экономики США**

	Экономика США	Цены на нефть	Экономика России	Индекс РТС
Базовый сценарий (60%)	"Жесткая посадка" 1 половина 2001 г. Стабилизация 2 половина 2001 г.	20-22 \$/баррель	Рост ВВП 1,5% Стабильная	230-250
Худший сценарий (10%)	Рецессия в 2001 г.	18-20 \$/баррель	Нулевой рост ВВП, ухудшение финансовых показателей	150-180
Лучший сценарий (30%)	"Мягкая посадка"	23-26 \$/баррель	Продолжающийся рост экономики, политическая стабильность	280-300

Источники: оценки Альфа-Банка

## 2. Цены на нефть

На наш взгляд, вторым важным фактором, который будет влиять на рынок в 2001 г., будет динамика цен на нефть и другие экспортируемые

Россией товары. Снижение цен на нефть сорта Brent до 24-25 долларов за баррель не приведет к драматическому снижению прибылей российских нефтяных компаний, а также бюджетных доходов (см. раздел «Нефть и газ»). С другой стороны, ожидаемое снижение цен на нефть уменьшит риск «жесткой посадки» экономик стран «большой семерки», ускорив, таким образом, приток средств на развивающиеся рынки. Резкое же падение цен на нефть ниже 20 долларов за баррель, хотя и позитивное для экономики США и стран Европы, снизит привлекательность российских активов и ухудшит макроэкономические показатели России.

### 3. Макроэкономическая ситуация

Третий фактор, тесно связанный со вторым, - это макроэкономическая ситуация в России. Некоторые ведущие экономисты уже выразили озабоченность по поводу снижения темпов роста российской экономики и промышленности в следующем году, при чем некоторые ожидают полного прекращения роста следующим летом в том случае, если падение цен на нефть будет значительным. Ситуация с исполнением бюджета и внешних обязательств России будет также зависеть от способности российского правительства держать сбор налогов на высоком уровне, готовности продолжать структурные реформы и поощрять развитие бизнеса. В лучшем случае, мы ожидаем продолжения экономического роста (хотя меньшими темпами, чем в 2000 г.) и осуществления структурных реформ при ценах на нефть в пределах 22-27 долларов за баррель.

### 4. Политическая ситуация

Мы не исключаем, что в случае ухудшения экономической ситуации в России в следующем году политические события могут снова начать играть важную роль на российском рынке. Если во втором полугодии 2001 г. уровень жизни населения, действительно, ухудшится, Путин и его политика могут потерять поддержку общества. При таком развитии событий правительство может начать более активно предпринимать административные меры контроля, чтобы гарантировать достаточный сбор налогов и предотвращать отток капитала. Как правило, административные меры не приветствуются западными инвесторами и могут даже ухудшить инвестиционный климат в стране. Кроме того, в этом случае может усилиться политическое напряжение внутри страны.

### 5. Корпоративное управление и реструктуризация

Последний, но от этого не менее важный фактор, который будет влиять на динамику российского рынка, связан с вопросом корпоративного управления в стране. Реструктуризация естественных монополий, особенно Газпрома и РАО ЕЭС, будет определяющей для дальнейшего развития корпоративного управления в России. Надлежащие шаги в вопросе улучшения прозрачности обеих компаний, создание единого рынка акций Газпрома, создание свободного рынка электроэнергии существенно улучшат инвестиционную привлекательность российских предприятий. С другой стороны, отсутствие прогресса со стороны правительства в этом направлении будет препятствовать пересмотру отношения международных инвесторов к российским активам.

## Прогноз на 2001 год

Учитывая все вышесказанное, сложно с большой долей вероятности предсказать развитие событий на российском рынке акций в 2001 году, так как многие ключевые факторы остаются неопределенными. В лучшем случае (с вероятностью 30%) – при комбинации умеренно высоких цен на нефть (в среднем, 25 долларов за баррель) и «мягкой

посадки» экономики США - индекс РТС может показать рост до 280-300 пунктов до конца 2001 года.

Развивающиеся рынки в настоящее время выглядят перепроданными, и как только поступят сигналы, свидетельствующие о смягчении денежно-кредитной политики в США в первом полугодии 2001 г., эти рынки могут показать хороший рост, в первую очередь, азиатские. Кроме того, на сегодняшний день сильно перепроданными выглядят рынки России, Польши и Турции, которые могут быстро восстановить свои позиции, как только рискованные активы снова будут в фаворе.

Основываясь на нашем базовом сценарии, мы не видим причин для активного роста российского рынка акций в первом квартале 2001 года. В том случае, если будет иметь место «разумно жесткая посадка» экономики в США (по словам Джорджа Сороса), мы рекомендовали бы инвесторам в настоящее время увеличить свои денежные позиции. Возможные откаты российского рынка акций в первом квартале 2001 года, спровоцированные снижением ведущих индексов на Wall Street, мы рассматриваем как хорошую возможность для наращивания своих позиций по ведущим акциям российских предприятий, которые, согласно нашему базовому сценарию, должны продемонстрировать существенный рост во втором квартале 2001 года.



Наталья Орлова  
(7 095) 796-3677

## Перспективы макроэкономики на 2001 г.

**В 2000 г. состояние экономики внушало оптимизм,...**

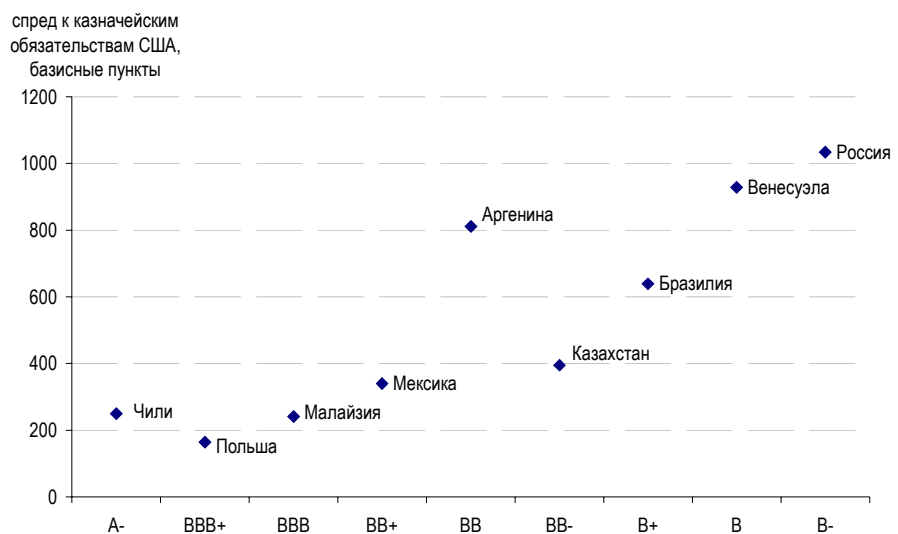
**...чему способствовало повышение рейтингов, ...**

Следующий год станет временем богатых возможностей восстановить доверие рынка и поддержать экономику страны. Так же он может явиться и временем суровых испытаний.

Россия вступает в 2001 г. в значительно лучшем состоянии чем ряд других развивающихся рынков, таких как Турция, Аргентина и Перу. Ожидается, что темп роста российской экономики достигнет 7%, что даже по меркам стран развивающихся рынков является исключительно высоким показателем. Положительным является структура российского экономического роста, который финансировался значительным увеличением инвестиций и сопровождался сокращением утечки капитала. Показатели бюджетной, денежной политики и платежного баланса также служат источником формирования оптимистических ожиданий.

Успехи также были достигнуты в реструктуризации долга. В 2000 г. Россия улучшила свою репутацию благодаря окончательной реструктуризации ГКО, подписанию договора с Лондонским клубом и завершению реструктуризации ОВВЗ 3. 8 декабря агентство S&P повысило долгосрочный валютный рейтинг России с «выборочного дефолта» до «В-», что создало потенциально значительные возможности роста цен российских обязательств.

**Илл. 9. Спрэд суверенных Еврооблигаций развивающихся рынков к казначейским обязательствам США (по состоянию на 8 ноября 2000 г.)**



Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

**...а также желание правительства осуществить реструктуризацию естественных монополий**

**Структурные реформы все также необходимы для привлечения прямых иностранных инвестиций, ...**

Благоприятные условия, сложившиеся в результате улучшения макроэкономических показателей, в значительной мере поддерживались благодаря разработке программы структурных реформ. В то время как программы реструктуризации естественных монополий едва ли будут осуществлены в ближайшее время, продолжение работы правительства над ними способствовало сохранению позитивных ожиданий рынка.

Тем не менее, подобный качественный успех еще не воплотился в структурные изменения. Рост инвестиций в секторах, не работающих на экспорт, необходим и должен обеспечиваться за счет притока прямых иностранных инвестиций. К сожалению, в 2000 г. на прямые иностранные

инвестиции приходилось лишь 15% совокупных иностранных инвестиций в российскую экономику, что отражает проблемы, связанные с инвестиционным климатом в стране.

**...усиления участия банков в реальном секторе экономики ...**

Еще одна проблема связана с тем, что высокий экономический рост имел место в отсутствие сколь либо значительной поддержки со стороны банковского сектора. В то время как в первом квартале российские банки увеличили объемы кредитования банковского сектора на 40%) с начала 2000 г., эти ресурсы в основном предоставлялись крупным предприятиям и не шли на финансирование инвестиций.

**...и повышения прозрачности бюджета**

Бюджет должен стать более прозрачным. Бюджеты на 2000 и 2001 гг. были подготовлены таким образом, чтобы показать как можно низкий объем доходов, чтобы облегчить использование дополнительных доходов по непрозрачным схемам. Это свидетельствует о том, что аппетиты лоббистских групп по-прежнему велики.

**Один из путей разрешения структурных проблем – продолжение налоговых реформ**

Одним из методов разрешения этих проблем могло бы стать ускорение налоговой реформы. В частности, изменения к закону о налоге на прибыль, предусматривающие расширение списка расходов, относящихся на себестоимость, и полная отмена оборотных налогов могут дать сильный стимул к улучшению состояния корпоративных финансов (и повысить платежеспособность компаний) и стимулировать инвестиции. Тем не менее, для того, правительству придется приложить значительные усилия для того, чтобы доказать, что снижение налогов не является временной мерой.

**Другой путь – разрешить проблемы корпоративного управления**

Вторым аспектом является усовершенствование корпоративного управления. Изменения, недавно внесенные с одобрения Думы в корпоративное законодательство, сделают процедуру эмиссии акций более сложной и снизят риск разводнения. Помимо этого, разработка нового кодекса корпоративного управления Федеральной комиссией по ценным бумагам и рядом международных организаций могут помочь предприятиям получить доступ к международным источникам финансирования проектов.

**Россия должна разорвать порочный круг, обусловленный снижением товарных цен и ухудшением бюджетной ситуации**

При разрешении структурных проблем правительство также не должно упускать из виду проявившиеся недавно замедление экономики, которое может ускориться во второй половине следующего года. Общая макроэкономическая ситуация, по нашему мнению, останется предсказуемой, но динамика цен на нефть будет играть ключевую роль в определении имеющихся путей экономического развития.

**При ценах на нефть на уровне 23-25 долларов за баррель основной заботой правительства станет инфляция**

Один из сценариев предусматривает снижение среднегодовых цен на нефть до уровня 23-25 долларов за баррель. Тем не менее, если цены на нефть будут выше 20 долларов за баррель, и с учетом того, что изменения цен на газ отстают от изменений цен на нефть приблизительно на шесть месяцев, а цены на металлы останутся высокими, ситуация, вероятно, останется стабильной, при этом:

- Рост утечки капитала будет умеренным;
- Курс рубля стабилизируется на уровне 28-29 рублей за доллар;
- Прирост золотовалютных резервов продолжится.

При таком сценарии правительство будет вынуждено в основном сосредоточить свои усилия на тех же аспектах, что и в 2000 г., включая предотвращение роста реального курса рубля посредством сдерживания инфляции. В этом случае дополнительные доходы бюджета будут направлены на обслуживание внешнего долга, а также поддержание национальной промышленности, которая может утратить конкурентоспособность, посредством продолжения налоговой реформы.

**Падение цен на нефть ниже 20 долларов за баррель вызовет ожидания девальвации рубля и снизит тем экономического роста**

Второй сценарий развития ситуации предусматривает ухудшение экономической ситуации в США и падение цен на нефть ниже 20 долларов за баррель, уровня, критического для стабильности платежного баланса. В этом случае ЦБР сможет лишь с трудом наращивать валютные резервы, и в результате возникновения ожиданий девальвации:

- Утечка капитала будет более значительной, а объем налоговых платежей снизится;
- На рынке будут царить спекулятивные настроения;
- Усилятся инфляционные ожидания.

В этой ситуации, правительство может отложить налоговую реформу, и тогда зависимость от сырьевых цен рискует сохраниться в экономике и в дальнейшем.

**Илл. 10. Сценарии на 2001 г.**

	Оптимальный	Пессимистический
Рост реального ВВП, %	1,5	0,0
Инфляция, % в год	18,0	22,0
Обменный курс, R/\$, на конец года	29,1	30,6
Обменный курс, R/\$ среднегодовой	28,7	29,1
Цены на нефть, \$/баррель	23,0-25,0	20,1
Сальдо торгового баланса, \$ млрд.	48,0	41,0
Экспорт, \$ млрд.	96,0	86,0
Импорт, \$ млрд.	48,0	45,0
Золотовалютный запас, на конец 2001 г., \$ млрд.	31,0	27,0

*Источники: оценки Альфа-Банка*

**Правительство все также несет значительную ответственность**

Реализация того или иного сценария будет в основном зависеть от развития ситуации в мировой экономике. Тем не менее, многое зависит и от российского правительства. Даже в случае реализации оптимального сценария отсутствие политической воли продолжать налоговую и законодательную реформы могут оставить Россию в рамках того же порочного круга.

**Успешное завершение переговоров с Парижским клубом - один из путей предотвращения снижения экономических показателей**

Одним из путей предотвращения снижения экономических показателей могло бы стать успешное завершение переговоров с Парижским клубом. Предложенная российским правительством схема обмена долга на российские акции создает возможности улучшения инвестиционного климата в стране. По сути, процедура заключается в приватизации долга Парижскому клубу иностранными компаниями, которые затем обменивают эти обязательства на пакеты акций российских предприятий. В более долгосрочной перспективе это будет способствовать экономическому росту, поскольку приведет к модернизации производства. Тем не менее, для осуществления такого обмена в 2001 г. потребуются и значительные политические усилия.

## Перспективы компаний и отраслей

Константин Резников  
(7 095) 795-3612

## Нефть и газ

### Прогноз динамики цен на нефть

В результате дисбаланса между предложением и спросом на нефть на протяжении большей части 2000 г. в сентябре цены на нефть достигли своей рекордной отметки за последние 10 лет – цена нефти сорта Брент составила 37,73 доллара за баррель.

Для того чтобы предотвратить возникновение дефицита на рынке нефти, страны ОПЕК повышали объем добычи нефти четыре раза за прошедший год, в целом на 3,7 млн. баррелей в сутки. В ноябре 2000 г. их объем добычи достиг своего высочайшего значения за 21 год в 29,62 млн. баррелей в сутки. По мнению экспертов, рост спроса на нефть замедлится вследствие глобального замедления темпов экономического роста и относительно теплой зимы. В октябре предложение превышало спрос приблизительно на 2,6 млн. баррелей в сутки, в результате чего цены на нефть снизились на 40% по сравнению с их пиковыми значениями в сентябре. 27 декабря текущая цена нефти сорта Брент составляла лишь 22,62 доллара за баррель.

**Илл. 11. Спрос и предложение сырой нефти, в млн. баррелей в сутки**

	1999		2000			
	Октябрь	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь
<b>Спрос</b>						
Страны ОЭСР	47,2	46,9	46,3	48,4	47,9	48,0
Остальные страны	27,2	28,3	27,6	28,6	28,6	28,0
<b>Совокупный объем спроса на нефтепродукцию</b>	<b>74,4</b>	<b>75,2</b>	<b>74,0</b>	<b>77,0</b>	<b>76,5</b>	<b>76,0</b>
<b>Предложение</b>						
Сырая нефть – страны ОПЕК, вкл. Ирак	26,8	28,3	28,6	29,0	29,2	29,8
Природный сжиженный газ/конденсат – страны ОПЕК	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Остальные страны	42,8	43,4	43,3	43,5	43,4	44,3
Остатки процессинга	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>Совокупный объем предложения</b>	<b>73,7</b>	<b>76,1</b>	<b>76,6</b>	<b>77,1</b>	<b>77,2</b>	<b>78,6</b>
<b>Предложение минус спрос</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>2,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>2,6</b>
Средняя текущая цена нефти Брент, \$/ баррель	21,95	29,68	28,51	30,01	32,78	30,93

Источник: ОПЕК

**Илл. 12. Запасы нефтепродуктов в США**

	11/24/00	12/1/00	Изменение за неделю %	12/1/99	Годовая разница, %
	млн. баррелей	млн. баррелей		млн. баррелей	
Сырая нефть (кроме стратегических запасов)	290,1	292,1	0,7	298,3	-2,1
Бензин	191,2	195,2	2,1	205,5	-5,0
Авиационное топливо	41,9	41,8	-0,2	41,3	1,2
Дистиллятное топливо	116,6	120	2,9	141,4	-15,1
Топливный мазут	48,9	49,6	1,4	69,1	-28,2
Остаточное топливо	37	38,5	4,1	40,4	-4,7
Незавершенное производство	89,4	87,4	-2,2	93,2	-6,2
Прочие масла	181,9	179	-1,6	181,3	-1,3
<b>Совокупный объем запасов (кроме стратегических резервов)</b>	<b>948,2</b>	<b>954</b>	<b>0,6</b>	<b>1,001,4</b>	<b>-4,7</b>
Стратегические резервы нефтепродуктов	554,3	552,8	-0,3	569,1	-2,9
<b>Итого: запасы</b>	<b>1502,5</b>	<b>1506,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1570,5</b>	<b>-4,1</b>

Источник: обзор EIA

В результате снижения спроса США наращивает свои нефтяные запасы до уровней прошлого года. Тем не менее, сохраняется дефицит ряда продуктов, в основном топливного мазута и дистилляторного топлива. По



состоянию на 1 декабря запасы топливного мазута в США были на 28,2% ниже уровня прошлого года, в то время как совокупный объем запасов был на 4,1% ниже прошлогоднего уровня.

Мы сформулировали три сценария возможного развития ситуации на рынке нефти в 2001 г. Ключевыми факторами, которые могут вызвать изменение цен, являются квоты, устанавливаемые ОПЕК, мировой спрос на сырую нефть и возможное нарушение поставок сырой нефти.

#### **Базовый сценарий**

На встрече 17 января члены ОПЕК рассмотрят вопрос о сокращении квот на добычу нефти. В соответствии с базовым сценарием, с февраля ОПЕК может снизить объем добычи нефти на 1 млн. баррелей в сутки. Мы использовали умеренный прогноз мирового спроса на нефть в следующем году, разработанный Международным энергетическим агентством. Согласно прогнозу Агентства, в 2001 г. мировой спрос на нефть возрастет на 2,4% и составит 77,6 млн. баррелей в сутки. В рамках нашего базового сценария средняя цена нефти сорта Brent в 2001 г. составит 23 доллара за баррель.

#### **Сценарий, предусматривающий высокие цены на нефть**

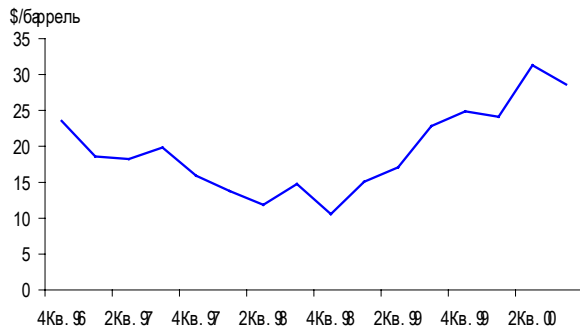
Высокие цены на нефть могут сложиться в результате ряда сокращений объемов добычи нефти ОПЕК в 2001 г., совокупный объем которых составит 2 млн. баррелей в сутки. Мы предполагаем, что поставки нефти из Ирака будут нарушены так же, как это произошло в начале декабря. Ирак, добывающий 3 млн. баррелей в сутки, требует введения новой формулы ценообразования для своей нефти. Сохраняющаяся нестабильность на Ближнем Востоке может также явиться причиной нарушения поставок нефти из этого региона. С учетом этих предположений, в рамках данного сценария средняя цена нефти сорта Brent составит 25,1 доллара за баррель.

#### **Сценарий, предусматривающий низкие цены на нефть**

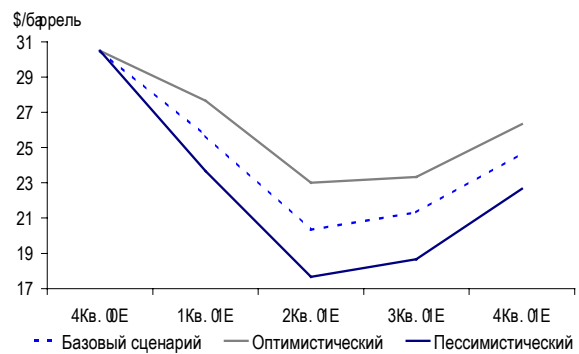
По нашему мнению, в мае 2001 г. цена на нефть может упасть до 16 долларов за баррель, если в 1-ом квартале 2001 г. ОПЕК не сократит квоты по меньшей мере на 1 млн. баррелей в сутки. При этом мы полагаем, что в таком случае ОПЕК сократит квоты во 2-ой половине 2001 г. в ответ на снижение цен во 2-ом квартале 2001 г. Весьма вероятно, что страны ОПЕК все же сократят квоты, поскольку снижение выручки от экспорта сырой нефти 1998 г. все еще относительно свежо в памяти. В этом случае, средняя цена нефти сорта Brent в следующем году составит 20,7 доллара за баррель.

***По нашим прогнозам, средняя цена нефти сорта Brent за 2000 г. составит 28 долларов за баррель и 23 доллара за баррель в 2001 г.***

Для наших моделей дисконтированных денежных потоков средняя цена нефти сорта Brent за 2000 г. составляет 28 долларов за баррель и 23 доллара за баррель начиная с 2001 г. Мы предположили, что российские компании будут экспортировать нефть с дисконтом в 3 доллара к цене сорта Brent, что отражает средний спред контрактных цен российских компаний к цене нефти сорта Brent.

**Илл. 13. Средняя цена нефти сорта Brent, поквартально, 1996-2000 гг.**


Источники: Bloomberg, оценки Альфа-Банка

**Илл. 14. Прогноз средней цены нефти сорта Brent на 4-ый квартал 2000 г. – 4-ый квартал 2001 г.**


Источники: оценки Альфа-Банка

### Правительство может ввести новую шкалу таможенных пошлин

### Изменение налогового режима

В марте 2000 г. правительство одобрило шкалу экспортных пошлин, связанных с ценами на сырую нефть. В настоящее время российские нефтяные компании платят 34 евро за тонну экспортируемой сырой нефти. Тем не менее, правительству необходимы дополнительные средства для обслуживания долга в следующем году, и Министерство финансов предложило ввести новую шкалу экспортных пошлин. Так как применяемые в настоящее время ставки были рассчитаны и установлены в евро, правительство хотело бы компенсировать потери доходов бюджета, которые произошли по причине падения курса евро. Экспортная пошлина для сырой нефти на январь – февраль по новой шкале составляет 48 евро за тонну; эта величина была рассчитана как существующая ставка в 41 евро за тонну сырой нефти при цене в диапазоне 30,0-32,5 доллара за тонну, помноженная на средний курс евро к доллару за октябрь-ноябрь 2000 г. В связи с этим мы полагаем, что правительство и в будущем воспользуется такой же методологией при определении экспортных пошлин на сырую нефть и нефтепродукты.

Наш базовый сценарий динамики цен на нефть в 2001 г. предусматривает взимание правительством высокой пошлины в размере 5,62 доллара в январе – феврале, рассчитанной на основании высоких цен на нефть в октябре – ноябре 2000 г., в то время как средняя цена нефти сорта Уралз за первые два месяца 2001 г. составит 25 долларов за баррель. Таким образом, после того, как цены на нефть снизятся, нефтяные компании будут платить экспортные пошлины по завышенным ставкам (в январе – июне 2001 г.). Ситуация станет обратной, когда цены на нефть повысятся (в июле – декабре 2001 г.).

**Илл. 15. Ожидаемые ставки экспортных пошлин на нефть в 2001 г.**

	Средняя цена на нефть		Ожидаемая ставка *		Пошлина в % от цены
	Текущая	За 2 месяца до перерасчета	\$/тонна	\$/баррель	
Январь - февраль	25	31,6	41	5,62	22,5
Март - апрель	21,5	25,4	27	3,70	17,2
Май - июнь	18	23,5	20	2,74	15,2
Июль - август	19	18,0	9	1,23	6,5
Сентябрь - октябрь	22	17,5	9	1,23	5,6
Ноябрь - декабрь	23,5	21,0	14	1,92	8,2
<b>Средняя</b>	<b>21,5</b>	<b>22,8</b>	<b>20</b>	<b>2,74</b>	<b>12,5</b>

Примечание: \* использованы ставки в долларовом выражении с учетом предложений Министерства финансов

Источники: оценки Альфа-Банка

**Затраты растут...**
**Уровень безубыточности**

Со времени нашего предыдущего прогноза уровня безубыточности для российских нефтяных компаний (ноябрь 1999 г.) затраты этих компаний выросли, в основном, вследствие роста стоимости транспортировки и повышения налогов. Тем не менее, текущий уровень затрат все еще значительно ниже докризисного, что служит подтверждением нашего позитивного прогноза для российских нефтяных компаний на 2001 г. Высокая рентабельность нефтяной промышленности иллюстрируется ниже (Илл. 16) на примере компаний ЛУКОЙЛ и Татнефть, как наиболее репрезентативных для данного сектора в целом.

**Илл. 16. Текущий уровень безубыточности и норма чистой прибыли компаний ЛУКОЙЛ и Татнефть**

	ЛУКОЙЛ		Татнефть	
	Продажа на внутреннем рынке	Экспорт	Продажа на внутреннем рынке	Экспорт
Уровень безубыточности, \$/баррель	6,21	9,28	8,34	9,71
Чистая прибыль, \$/баррель	6,88	13,21	5,36	12,10
Норма чистой прибыли, %	44,4	48,9	33,5	44,8

Источник: оценки Альфа-Банка

**...но прибыль остается высокой**

По нашим оценкам уровень безубыточности продаж сырой нефти на внутреннем рынке составляет 6,21 доллара за баррель и 8,34 доллара за баррель для компаний ЛУКОЙЛ и Татнефть соответственно. Уровень затрат компании Татнефть выше вследствие значительного истощения запасов компании. Тем не менее, разница между уровнями безубыточности двух компаний (9,28 доллара за баррель против 9,71 доллара за баррель) при экспортных операциях менее значительна, поскольку компания Татнефть расположена ближе к экспортным рынкам.

С учетом данных уровней безубыточности чистая прибыль компании Татнефть составляет 5,36 доллара на баррель и 12,10 доллара на баррель для продаж на внутреннем рынке и экспортных операций соответственно. Текущая чистая прибыль компании ЛУКОЙЛ выше и составляет 6,88 доллара на баррель и 13,21 доллара на баррель для продаж на внутреннем рынке и экспортных операций соответственно.

**Рентабельность российских нефтяных компаний**
**Базовый сценарий**
**Реальное воздействие возможных изменений экспортной пошлины невелико**

По нашим оценкам, в случае введения новой экспортной пошлины в 2001 г. чистая прибыль пяти рассматриваемых нами российских нефтяных компаний снизится лишь на 1,8-3,6% (см. Илл. 17).

**Илл. 17. Ожидаемые объемы платежей – экспортные пошлины и дополнительные сборы, в млн. долларов**

	Платежи налоговых пошлин в 2001 г. по действующим тарифам	Дополнительные сборы
ЛУКОЙЛ	370	79
Сургутнефтегаз	148	32
Юкос	203	44
Татнефть	101	22
Сибнефть	69	15

Источник: оценки Альфа-Банка

Мы полагаем, что поступят предложения изменить ставки экспортных пошлин и для нефтепродуктов. В этом случае сумма, являющаяся результатом изменения ставок экспортных пошлин на сырую нефть, увеличится еще на 15-20%. Дополнительные экспортные пошлины для

сырой нефти и нефтепродуктов могут в следующем году стоить нефтяным компаниям 2.1-4,3% их чистой прибыли.

**Илл. 18. Влияние изменений ставок экспортных пошлин на чистую прибыль компании за 2001 г. – базовый сценарий**

	2000		2001		Разница*	
	Чистая прибыль	Чистая прибыль при действующих тарифах	Чистая прибыль при новых тарифах	Изменения в связи с переходом на новые тарифы	%	%
	\$ млн.	\$ млн.	\$ млн.	%	%	%
ЛУКОЙЛ	3112	2200	2121	-3,6	-31,8	
Сургутнефтегаз	2513	1757	1725	-1,8	-31,3	
Юкос	2664	1942	1899	-2,2	-28,7	
Татнефть	740	555	533	-3,9	-27,9	
Сибнефть	690	552	537	-2,7	-22,1	

*Примечание: \* снижение в основном будет следствием ожидаемого падения цен на нефть*

*Источник: оценки Альфа-Банка*

Несмотря на то, что по нашим ожиданиям чистая прибыль компаний может в следующем году снизиться на 22-32% вследствие падения цен на нефть и увеличения налогового бремени на нефтяные компании, российские нефтяные компании все же чрезвычайно дешевы по сравнению с аналогичными компаниями развивающихся рынков.

**Российские нефтяные компании торгуются с дисконтом в 62-67% к компаниям развивающихся рынков**

Невзирая на прогнозируемое нами снижение чистой прибыли российских нефтяных компаний, их средние ожидаемые показатели P/E и EV/EBITDA на 2001 г. на 66,9% и 61,9% соответственно ниже средних показателей для компаний развивающихся рынков.

**Илл. 19. Сравнение финансовых коэффициентов нефтяных компаний**

	P/E		P/CF		EV/EBITDA	
	2000E	2001E	2000E	2001E	2000E	2001E
<b>Российские компании</b>						
ЛУКОЙЛ	2,7	3,8	2,0	2,9	1,8	2,5
Сургутнефтегаз	2,2	3,1	2,0	2,7	1,6	2,4
Юкос	1,3	1,7	1,0	1,2	1,7	1,6
Татнефть	1,6	2,2	1,5	1,9	1,2	1,5
Сибнефть	1,9	2,4	1,5	1,6	1,3	1,5
<b>Международные компании</b>						
BP Amoco	17,1	17,6	11,5	11,5	14,7	13,8
Royal Dutch	21,1	21,1	13,9	13,8	15,8	15,8
Exxon Mobil	20,1	21,0	12,8	12,7	15,0	15,3
Chevron	12,4	14,2	7,3	7,8	6,1	5,7
TotalFina Elf	19,3	18,1	10,3	10,0	6,7	6,5
<b>Компании развивающихся рынков</b>						
PKN (Польша)	8,2	7,4	4,3	3,8	6,5	5,4
MOL (Венгрия)	18,1	9,7	5,3	4,0	6,3	4,7
Petrobras (Бразилия)	6,8	7,2	7,2	6,3	4,9	5,0
<i>Средний показатель для российских компаний</i>						
	1,9	2,7	1,6	2,1	1,5	1,9
<i>Средний показатель для международных компаний</i>						
	18,0	18,4	11,2	11,1	11,7	11,4
<i>Средний показатель для компаний развивающихся рынков</i>						
	11,0	8,1	5,6	4,7	5,9	5,0
<b>Дисконт российских компаний к среднему показателю для международных компаний, %</b>						
Дисконт российских компаний к среднему показателю для международных компаний, %	89,2	85,5	85,6	81,6	86,8	83,2
<b>Дисконт российских компаний к среднему показателю для компаний развивающихся рынков, %</b>						
Дисконт российских компаний к среднему показателю для компаний развивающихся рынков, %	82,3	66,9	71,2	56,3	73,9	61,9

*Источник: оценки Альфа-Банка*

### Сценарий, предусматривающий высокие цены на нефть

**Существует вероятность того, что в 2001 г. цены на нефть останутся относительно высокими**

По нашему мнению, вероятность реализации сценария, предусматривающего в 2001 г. сохранение цен на нефть на относительно высоком уровне, составляет 20-30%. Мы полагаем, что в случае холодной зимы, нарушения поставок сырой нефти (например – из Ирака) или роста спроса (в основном, со стороны азиатских стран)

**В соответствии с данным сценарием, чистая прибыль российских нефтяных компаний в следующем году может снизиться лишь на 13-20%**

средняя цена на нефть сорта Brent может в 2001 г. составить 26 долларов за баррель.

Мы рассчитали степень воздействия возможных изменений экспортных пошлин на чистую прибыль компаний в следующем году для этого сценария. В свете вероятного повышения экспортных пошлин ожидаемые объемы чистой прибыли нефтяных компаний могут снизиться на 3,3-7,8% от наших прежних ожиданий, что более существенно, чем в случае нашего базового сценария. Тем не менее, если в 2001 г. среднее снижение цен на нефть составит лишь 8,8%, общее снижение чистой прибыли нефтяных компаний будет менее значительным. Если в этом случае будут введены новые налоговые ставки, общее снижение чистой прибыли будет в диапазоне 13,4% (Сургутнефтегаз) – 19,8% (Татнефть).

**Илл. 20. Влияние изменений ставок экспортных пошлин на чистую прибыль компании за 2001 г. при высоких ценах на нефть**

	2000		2001		Изменения в связи с переходом на новые тарифы	
	Чистая прибыль	Чистая прибыль при действующих тарифах	Чистая прибыль при новых тарифах	Чистая прибыль	Разница *	Разница *
	\$ млн.	\$ млн.	\$ млн.	%	%	
ЛУКОЙЛ	3112	2835	2650	-6,5	-14,8	
Сургутнефтегаз	2513	2251	2177	-3,3	-13,4	
Юкос	2664	2393	2292	-4,2	-14,0	
Татнефть	740	644	593	-7,8	-19,8	
Сибнефть	690	619	585	-5,6	-15,3	

*Примечание: \* совокупное воздействие снижения цен на нефть и вероятного изменения экспортных тарифов*

*Источник: оценки Альфа-Банка*



Сергей Глазер  
(7 095) 788-6407

**Наконец, возникнет реальная возможность решить ряд связанных с Газпромом вопросов**

**Акции Газпрома могут показать впечатляющий рост**

**В настоящее время резкое увеличение годового объема ограничивается пропускной способностью трубопроводов**

## Газпром: потенциально главная история 2001 г.

В наступающем году наконец возникает реальная возможность решить (или, по меньшей мере, начать решать) ряд связанных с Газпромом вопросов, которые не получали должного внимания на протяжении нескольких последних лет. Тот факт, что все вопросы, относящиеся к различным аспектам деятельности Газпрома, поставлены на повестку дня, приводит к мысли, что в течение ряда лет будет происходить полная ревизия операций этой компании. В число этих вопросов входят:

- Увеличение экспортных поставок газа в страны Европы;
- Изменение в высшем руководстве компании;
- Либерализация рынка акций;
- Реструктуризация российской газовой промышленности.

Несмотря на то, что решение этих вопросов ожидается уже достаточно долгое время, пути их решения все еще не ясны, как и сроки необходимых изменений. Решение каждого из этих вопросов может дать долгожданный позитивный импульс для Газпрома и курса его акций. При этом сохраняется и риск отсутствия желаемого результата. Если рынок позитивно отреагирует на неизбежные изменения в составе руководства компании и появление определенности в снятии барьера, то акции Газпрома (в основном, торгующиеся на внутреннем рынке, но также в некоторой мере и АДР) получат существенный толчок.

Таким образом, акции Газпрома имеют все шансы стать главной историей 2001 г., а сама компания, с учетом ее привлекательных долгосрочных перспектив, сможет действительно стать краеугольным камнем российского фондового рынка.

### Увеличение экспортных поставок газа в страны Европы

На протяжении 90-х Газпром пытался увеличить объем экспорта газа в страны Европы, являющиеся единственным стабильным источником валютных платежей. Европейские правительства, стремившиеся заключать контракты на поставку газа на сбалансированной основе и, таким образом, обеспечить экономическую безопасность источников энергообеспечения, упорно отбивали эти попытки.

Новые возможности представились в результате либерализации европейских рынков газа, в ходе которой право выбора поставщика перешло от правительств стран к компаниям-посредникам, торгующим газом. Резкий взлет цен на энергоносители и последовавший за ним во 2-ой половине 2000 г. дефицит энергоносителей в Европе лишь значительно ускорили решение о поставках российского газа. По мнению Европейской Комиссии, Россия является единственным реальным долгосрочным источником газа для Европы. Таким образом, обеспечение поставок российского газа в больших объемах содействовало бы развитию экономик европейских стран.

В настоящее время резкое увеличение годового объема экспорта (со 130 до 200 млрд. кубометров) ограничивается, в основном, пропускной способностью трубопроводов Газпрома и, в меньшей мере, снижением объемов добычи газа в России. Таким образом, рассмотрение вопроса расширения экспорта газа путем осуществления ряда капиталоемких проектов строительства газопроводов вскоре вызовет необходимость изыскать необходимое финансирование для них. Для того чтобы стать

оператором поставки дополнительных объемов газа на рынок Европы (что является чрезвычайно прибыльной частью газового бизнеса в целом), Газпрому придется значительно повысить свою инвестиционную привлекательность.

#### **Изменения в высшем руководстве компании**

**Рынок с надеждой и опасением ожидает изменений в руководстве Газпрома**

Рынок резко критиковал руководство Газпрома за его неспособность сделать компанию корпорацией, ориентированной на прибыль, начиная с размещения АДР в октябре 1996 г. С другой стороны, правительство России пытается усилить свою роль в процессе принятия решений компанией и, таким образом, получить больший контроль над ее денежными потоками. Таким образом, рынок с надеждой и опасением ожидает наступления 2-го квартала 2001 г., когда истекнут сроки действия контрактов ряда членов высшего руководства Газпрома, включая председателя газового концерна Рема Вяхирева.

**Можно лишь предполагать, кто войдет в состав нового руководства компании**

Сегодня можно лишь гадать, кто войдет в состав нового руководства компании, а также какова будет более чем непредсказуемая реакция рынка на новые назначения. В настоящее время мы оцениваем вероятности назначения нового председателя компании из числа ее руководящих сотрудников или назначения государством какого-либо другого лица (не из Газпрома) как 50/50. В любом случае, в зависимости от конкретной персоналии, реакция рынка будет либо позитивной, либо негативной.

В каком направлении ни будут развиваться события, перестановки в высшем эшелоне Газпрома предоставят хорошую возможность ответить на различные обвинения в адрес компании, включая обвинения в коррупции, растрате и выводе активов. При развитии событий по оптимальному сценарию, новое динамичное и решительное руководство компании обеспечит высокую эффективность ее работы и рост ее прибыльности, что приведет к стабильному росту курса акций Газпрома.

#### **Либерализация рынка акций Газпрома**

Идея двух типов рынков акций (один для российских и один для иностранных инвесторов) довлела над руководством компании с начала приватизации. По прошествии времени иностранцам была предоставлена возможность инвестировать в Газпром, но лишь в форме АДР и со значительной премией к цене акции на внутреннем рынке. Конечный результат разделения рынка акций Газпрома имел катастрофические последствия для рыночной капитализации компании.

**Руководство пытается повысить инвестиционную привлекательность компании**

Неразвитый рынок акций Газпрома жестоко отомстил руководству компании после российского финансового кризиса 1998 г., отрезав компанию от всех источников финансирования. В попытке повысить инвестиционную привлекательность компании руководство Газпрома в недавно принятой резолюции указало, что для дальнейшего развития рынка ее акций потребуются постепенная его либерализация и ликвидация существующего барьера, но эти действия находятся вне компетенции компании. Сделав такое заявление, руководство полностью возложило ответственность за решение этих задач на плечи российских властей.

**Рынок акций Газпрома не будет быстро и полностью объединен**

Данная резолюция и последовавшие предложения по механизмам либерализации рынка акций свидетельствуют о готовности руководства компании ликвидировать барьер, однако мы полагаем, что они не являются индикацией готовности быстро и окончательно объединить рынки акций Газпрома. Мало того, что объединение рынка грозит затяжными бюрократическими процессами, до сих пор непонятно, кто

возьмет на себя ответственность подготовить проект закона об обращении акций ОАО Газпром и обеспечит его принятие, а также предложит механизм государственного контроля.

Мы полагаем, что либерализация рынка акций Газпрома станет ключевым шагом на пути улучшения имиджа компании и повышения ее инвестиционной привлекательности. Таким образом, как руководство компании, так и правительство будут вынуждены ускорить этот процесс для того, чтобы компания могла полностью воспользоваться возможностями на европейских рынках газа.

### **Реструктуризация российской газовой промышленности**

**Правительственная  
Концепция развития  
российского рынка  
газа**

Правительственная Концепция развития российской газовой промышленности была разработана в рамках общего плана развития экономики и ее структурной реформы, подготовленного министерством экономического развития и торговли Германа Грефа. В документе говорится, что текущее состояние экономических взаимоотношений в газовой отрасли указывает на существование крупномасштабного кризиса; при этом правительство полностью контролирует ситуацию и активно ищет пути спасения от кризиса. Основной причиной проблем Газпрома названо излишнее государственное регулирование и административное злоупотребление активами гиганта газовой промышленности, вплоть до коррупции и растрат.

**Отсутствуют как  
юридические причины,  
так и экономические  
основания для  
дробления Газпрома**

В документе также говорится, что в настоящее время отсутствуют как юридические, так и экономические основания для разделения Газпрома на отдельные газодобывающую и транспортную компании, особенно с учетом удаленности крупнейших месторождений газа и топологии магистральных газопроводов. Также, согласно этому документу, дробление Газпрома на ряд компаний снизит его инвестиционную привлекательность, и такая мера вряд ли получит необходимое одобрение 75% акционеров компании.

По нашему мнению, существует ряд аспектов, ставящих под вопрос успех осуществления правительственной Концепции, а именно:

- Позиция Газпрома как монополиста на газовом рынке России рассматривается без учета необходимости поддерживать его конкурентоспособность на европейском газовом рынке;
- Протяженная российская газопроводная система может сделать установление рыночных отношений невозможным;
- Результатом попытки создать в России новый рынок газа путем регулирования вероятнее всего будет лишь “косметическое” улучшение ситуации;
- Осуществление содержащихся в плане предложений едва ли повысит инвестиционную привлекательность газовой отрасли;
- В плане не упоминается необходимость либерализации рынка акций компании и ликвидация барьера как наиболее реальный метод повышения инвестиционной привлекательности Газпрома.

**Правительство  
продолжит  
рассмотрение и  
доработку Концепции**

Тем не менее, принимая во внимание острую необходимость осуществления структурной реформы российской экономики, мы полагаем, что правительство продолжит рассмотрение и доработку Концепции развития рынка газа в России. В свою очередь, это может позитивно сказаться на цене акций Газпрома.

Наталья Сажина  
(7 095) 795-3736

## Энергетика

### Основные факторы

Мы полагаем, что акции РАО ЕЭС будут весьма волатильными в 2001 г. в связи с неопределенностью в отношении предстоящей реструктуризации энергетического сектора. Рынок с большой настороженностью реагирует как на негативные, так и на позитивные новости и обычно падает после любых публичных заявлений Анатолия Чубайса, даже самых безобидных.

**Конфликт между акционерами и руководством компании**

Тон диалога между руководством компании и ее акционерами станет весьма значительным фактором. Руководство РАО ЕЭС, так же как и руководство многих других крупных российских акционерных, ведет себя так, словно является собственником компании. Представители миноритарных акционеров в совете директоров весьма недовольны уровнем контактов и взаимопонимания между правлением компании и ее директорами. Зачастую создается впечатление, что Ассоциация по защите прав инвесторов, являющаяся своего рода трибуной для многих миноритарных акционеров, - единственная организация, которая обеспокоена возможным нарушением прав акционеров в ходе реструктуризации. Как Ассоциация, так и представители миноритарных акционеров в совете директоров компании вполне способны создать существенную оппозицию руководству компании.

**Правительство до сих пор не приняло решений по наиболее важным вопросам**

Конфликт усиливается еще и тем, что правительство, которое по сути определяет стратегию основного акционера – государства (52,55% уставного капитала РАО ЕЭС), до сих пор четко не сформулировало свою позицию по конкретным вопросам реструктуризации, связанным с делением или перераспределением собственности. Кроме заявлений некоторых членов правительства, что программа реструктуризации РАО ЕЭС включена в долгосрочную программу реформирования экономики России, сделанных летом, других не последовало. Более того, после последних обсуждений проблем реструктуризации в правительстве, очевидно, что среди Министров, представителей администрации президента и личного советника президента есть глубокие разногласия.

**Могут иметь место спекулятивные изменения цен энергетических компаний**

В настоящее время судьба энергетических компаний достаточно непредсказуема. Реструктуризация сектора должна начаться с компаний европейской части России, но, несомненно, все энергетические компании будут чувствительны к любым новостям и изменениям. Мы полагаем, что акции некоторых энергетических компаний (так же как и было в 2000 в случае Иркутскэнерго, Красноярскэнерго, Колэнерго и т.д.) могут приобретаться заинтересованными сторонами (в частности, производителями металла). Этому есть как минимум две причины. Сегодняшняя рыночная цена этих энергокомпаний чрезвычайно низка для возможных покупателей. Кроме этого, потенциальные покупатели могут рассчитывать на получение существенной доли в генерирующих компаниях в ходе реструктуризации.

### Реструктуризация

Очевидно, что наиболее важным событием 2001 г. для энергетического сектора станет реструктуризация. В 2000 г. программа реструктуризации завершена не была, но ряд основных положений был обнародован. Согласно предложению о реструктуризации, ключевыми задачами РАО ЕЭС являются создание финансово жизнеспособной компании и привлечение инвестиций.

**Первый этап начнется в апреле и окончится в декабре 2001 г.**

Реформа энергетического сектора будет осуществляться поэтапно. Начало реструктуризации РАО ЕЭС намечено на апрель 2001 г. Основные мероприятия этого этапа включают:

- Создание инфраструктуры оптового рынка электроэнергии;
- Создание компании, управляющей федеральной сетью;
- Создание 10-15 крупных генерирующих компаний;
- Определение регулирующих функций государства;
- Подготовка к либерализации розничных рынков.

Завершение первого этапа намечено на декабрь 2001 г. Его результатом должно стать создание свободного оптового рынка электроэнергии. Продажа активов на этом этапе не планируется. Поскольку реформа начнется с европейской части России, на свободном рынке будет прежде всего представлено большинство компаний, расположенных в этом регионе.

***Доля рынка  
электроэнергии  
региональных  
энергетических  
компаний уменьшится***

Все еще неясно, каким будет участие региональных энергетических компаний в свободном рынке и каким образом будет реструктурирована их собственность. Вероятно, что эти компании продолжат обслуживать розничных потребителей, поскольку предполагается, что на начальном этапе прямой доступ на новый оптовый рынок будет предоставлен лишь крупным промышленным потребителям. Также вероятно, что региональные компании утратят часть своей доли рынка электроэнергии вследствие того, что их конкурентоспособность ниже, чем у крупных электростанций в системе РАО ЕЭС или АЭС.

С одной стороны, предполагается разделить различные типы бизнеса (производство, передачу и распределение электроэнергии), но с другой стороны все еще неясно, как это будет осуществляться. Мы полагаем, что разделение различных типов бизнеса произойдет пока только на уровне разделения их счетов. Передача электроэнергии, являющаяся монопольным бизнесом, будет регулироваться.



Андрей Богданов  
(7 095) 795-3613

## Телекоммуникации

### Обзор

По нашему мнению, в 2001 г. российский сектор мобильной и фиксированной связи претерпит большое количество изменений.

**Большое количество изменений произойдет в секторе мобильной и фиксированной связи в 2001 году**

Европейский сектор мобильной связи может быть весьма уязвим в результате того, что на оплату лицензий на мобильную связь третьего поколения были затрачены огромные суммы и ряд сделок по слиянию и поглощению в данном секторе был сделан исходя из очень высоких оценок стоимости компаний. Мы полагаем, что стоимость капитала для этих компаний повысится, а в совокупности со значительным долговым бременем определенных европейских операторов телефонной связи это может сказаться и на финансовых результатах их операций. Российские телекоммуникационные компании напрямую не подвержены влиянию этих факторов, так как их задолженность сравнительно невелика (за исключением Ростелекома), а также в связи с неопределенностью в отношении выдачи лицензий на мобильную связь третьего поколения (в любом случае, мы полагаем что состоится “конкурс красоты”, подразумевающий бесплатную выдачу лицензий). Тем не менее, это скажется на российских телекоммуникационных компаниях следующим образом:

- Нестабильность курса акций транснациональных телекоммуникационных компаний окажет косвенное влияние на российские компании;
- Ограниченность финансовых возможностей европейских телекоммуникационных компаний наложит определенные ограничения и на их инвестиции в компании развивающихся рынков, включая и Россию.

Несмотря на наш, в общем, позитивный прогноз на 2001 г. для телекоммуникационного сектора, с учетом высокой волатильности российского фондового рынка в 2001 г. в целом и сектора телекоммуникаций в частности, мы рекомендуем инвесторам придерживаться избирательной стратегии при покупке акций телекоммуникационных компаний. По нашему мнению, МТС будет наиболее перспективной для приобретения с учетом ее базовых показателей, при этом Вымпелком может также показать хорошие результаты, если ей удастся выполнить ряд поставленных задач по развитию бизнеса. Наш прогноз для Ростелекома остается чрезвычайно негативным. Региональные телекоммуникационные компании могут предоставить хорошие возможности для инвестиций, но неликвидность их акций является источником наиболее значительного риска.

Учитывая фундаментальные показатели, акции МТС будут наиболее перспективными для покупки, хотя и Вымпелком может показать хорошие результаты

### Рынок мобильной связи

**Компания Sonik Duo начнет работать в Москве, в результате чего конкуренция усилится**

2001 г. станет критическим для развития рынка мобильных телекоммуникаций. Компания Sonik Duo начнет работать в Москве, в результате чего конкуренция усилится. С учетом недостатка частот в диапазоне 900 МГц мы полагаем, что Sonik Duo будет вынуждена использовать технологию EGSM, которая менее развита по сравнению с технологией GSM-900 или -1800, а также более дорогостояща. По нашему мнению, Sonik Duo не удастся отобрать значительную долю рынка у существующих операторов, поскольку, по заявлениям компании, она не намеревается ломать существующий на рынке уровень тарифов и будет полагаться исключительно на качество своей сети и диапазон

предлагаемых услуг. Мы полагаем, что этого будет недостаточно для привлечения значительной части рынка, поскольку спрос на телекоммуникационные услуги в России в основном ограничивается спросом на услуги голосовой связи и передачи данных, такие как SMS. Более того, еще не ясно, когда Sonik Duo начнет предоставлять услуги и вероятно, что исходные планы, согласно которым это должно произойти в июне 2001 г., реализованы не будут. Мы полагаем, что при любом развитии событий к концу 2001 г. Sonik Duo не сможет получить более чем 10% московского рынка.

**Еще одним важным фактором станет региональное развитие**

События в сфере регионального развития станут еще одним значительным фактором. В неофициальной гонке к национальному лидерству на рынке мобильных телекоммуникаций есть три ярко выраженных лидера: МТС, Вымпелком и Телекоминвест. До настоящего времени все они пытались обосноваться в наиболее перспективных регионах путем развития операций в пределах собственных лицензионных зон и приобретения существующих операторов. На данном этапе разница между тремя операторами сводится к приобретенному ими опыту работы на данном рынке: (Вымпелком и МТС лидируют), обеспеченностью капиталом (МТС в лучшем положении, следующее место принадлежит Телекоминвест) и политическими связями (Телекоминвест - очевидный лидер). Региональная абонентская база менее искушенная, чем абонентские базы Москвы или Санкт-Петербурга и не отдает изначального предпочтения какому-либо из операторов, что делает время их выхода на рынок критическим фактором.

**Мы полагаем, что в 2001 г. компания МТС покажет самые высокие результаты**

Мы полагаем, что в 2001 г. МТС покажет самые высокие результаты, как на московском так и на региональных рынках мобильных телекоммуникаций. По нашему мнению, компания вскоре появится на петербургском рынке услуг стандарта GSM путем приобретения компании Телеком XXI. Мы полагаем, что по текущим базовым показателям МТС является лучшей российской телекоммуникационной компанией, которую следует включать в портфель любого инвестора в акции российских компаний.

Вымпелком останется весьма волатильным, и в 2001 г., вероятно, достигнет уровня безубыточности, но не ранее второго или третьего квартала. Тем не менее, для того, чтобы сохранить конкурентоспособность с МТС, Вымпелком должен выполнить ряд задач, а именно:

- Повысить свой имидж в сравнении с компанией МТС;
- Значительно повысить свою долю приобретения новых абонентов;
- Найти стратегического инвестора для программы региональной экспансии.

Мы рекомендуем инвесторам в 2001 г. внимательно следить за компанией Вымпелком и принимать инвестиционные решения на основании успехов компании. В настоящее время, с учетом некоторого улучшения ее показателей и вероятного заметного роста ее абонентской базы в декабре 2000 г. в результате активной рекламной кампании, мы рекомендуем **НАКАПЛИВАТЬ** акции Вымпелкома.

### **Рынок традиционных операторов связи**

**По нашему мнению, 2001 г. будет весьма позитивным для региональных телекоммуникационных компаний**

По нашему мнению, 2001 г. будет весьма позитивным для региональных телекоммуникационных компаний. По нашим оценкам, рост индивидуальных тарифов на 7%, превышающий темп роста инфляции, поминутная тарификация местных телефонных разговоров будет введена на всей территории России (возможно, за исключением зоны МГТС), а также консолидация региональных телекоммуникационных компаний в значительной мере повысят инвестиционную привлекательность данного сектора.

2001 г. также будет критическим и для динамики курса ряда акций. Ко 2-му кварталу 2001 г. консультанты по слияниям компаний рассчитают коэффициенты обмена для акций всех компаний, участвующих в консолидации, которые могут быть одобрены общими собраниями акционеров этих компаний, обычно проводящимися в мае - июне.

Мы рекомендуем инвесторам сосредоточить внимание на двух типах компаний:

- Крупных, ликвидных компаниях, которые станут центрами консолидации в своих регионах;
- Средних, относительно ликвидных компаниях, недооцененных рынком, коэффициент обмена акций которых при консолидации может быть привлекательным.

Мы негативно оцениваем инвестиции в акции маленьких, неликвидных компаний, даже если они дешевы, но базовые показатели этих компаний непривлекательны. Любое замедление процесса консолидации может привести к невозможности продать акции этих компаний в течение длительного периода времени.

### **Ростелеком**

Наш прогноз динамики базовых показателей компании Ростелеком остается негативным. В 2001 г. компания будет испытывать давление с разных сторон.

Значительная задолженность компании опасна в следующих отношениях:

- Ожидаемое снижение цен на нефть повысит давление на рубль и, следовательно, скажется на способности компании Ростелеком обслуживать долговые обязательства;
- Колоссальная задолженность компаний сектора телекоммуникаций может заставить банки сокращать кредитование телекоммуникационных компаний.

Рынок междугородних и международных телекоммуникаций близок к либерализации. Компания Транстелеком может получить лицензию на предоставление услуг междугородней и международной телефонной связи, что повысит давление на прибыльность компании Ростелеком;

Судьба компании Ростелеком еще не решена; и поэтому существует значительный риск того, что консолидация региональных телекомов будет иметь весьма негативные последствия для этой компании.

Максим Матвеев  
(7 095) 795-3736

## Металлургическая промышленность

**В 2000 г. большинство черных и цветных металлов вступили фазу снижения их ценового цикла**

**Снижение цен на сталь приведет к снижению выручки российских металлургических комбинатов в 2001 г.**

**Диверсификация производства**

**Усиление интеграционных процессов**

**В 2000 г. цены на никель, платину и палладий достигли рекордных уровней**

Благоприятная ситуация на мировых рынках металлов позволила российским производителям показать впечатляющие финансовые результаты в текущем году. Тем не менее, достигнув рекордных ценовых уровней в 2000 г., большинство черных и цветных металлов вступили фазу снижения их ценового цикла. Таким образом, выручка и прибыль российских металлургических компаний, которые в значительной мере зависят от экспорта, будут испытывать значительное давление в 2001 г (на экспорт приходится 95% выручки Норильского Никеля и в среднем 60% выручки металлургических комбинатов).

### Черные металлы

Мировые цены на сталь вступили в фазу снижения; их падение началось во второй половине 2000 г. в связи с высокими объемами производства и недостаточным спросом. К концу 2000 г. цены на холодный прокат вернулись на уровни начала года, что на 20% ниже цен в мае - июне. Мы полагаем, что в 1 половине 2001 г. цены на стальные изделия будут продолжать снижаться, а по итогам года средние цены на экспортируемый из России стальной прокат будут на 15%, чем в предыдущем году.

Падение мировых цен на металлы приведет к снижению выручки российских металлургических комбинатов в 2001 г. и значительному падению их прибыльности: норма чистой прибыли снизится со средней ожидаемой отметки 17% в 2000 г. до 8% в 2001 г.

Для того чтобы снизить зависимость от ситуации на рынке металлов, ряд металлургических компаний пытаются диверсифицировать свои операции. Например, Северсталь и НТМК осуществляют проекты, предусматривающие производство труб большого диаметра, что предоставит им доступ на этот привлекательный рынок. В настоящее время компания Газпром импортирует трубы диаметром 1420 мм из Японии, Германии и Италии.

Компания Северсталь осуществляет свой проект на базе Ижорского трубного завода, который уже получил гарантии закупок от Газпрома. Запуск производства планируется уже на 2001 г. Планируемая производительность по завершении 1-го этапа (стоимость которого оценивается в 200-250 млн. марок) проекта составит 300000 тонн труб в год.

Проект «Стан-5000» НТМК предусматривает производство до 1 млн. тонн труб большого диаметра (1420 мм) в год. Доли НТМК и российского правительства в этом проекте составляют 25% каждая. Компания Газпром будет владеть 19,9% акций, а оставшиеся 30% будут приобретены швейцарской компанией Dufargo, занимающейся торговлей металлами.

Газпром не гарантировал закупку труб у новой компании, и, таким образом, получение внешнего финансирования довольно сложно. Следующий год прояснит многое в отношении реалистичности планов НТМК.

Мы полагаем, что интеграционные процессы в черной металлургии активизируются. С одной стороны, крупнейшие металлургические комбинаты продолжат формирование вертикальных холдингов посредством приобретения трубных и метизных заводов, предприятий-поставщиков сырья. Стратегические альянсы между российскими производителями стали могут усилить их позиции на внутреннем и международном рынках, что будет способствовать формированию горизонтальных холдингов.

### Цветные металлы

В текущем году, когда цены на никель, платину и палладий, являющиеся ключевыми элементами экспорта Норильского Никеля достигли рекорд-

**Цены на никель  
вступили в  
нисходящую фазу  
цикла**

ных уровней, компания смогла извлечь наибольшую выгоду из высоких мировых цен на рынке металлов.

В середине 2000 г. цены на никель достигли своего рекордного уровня за последние 10 лет, а затем вступили в фазу снижения. Рост производства нержавеющей стали, потребляющего 65% производства никеля, за последние несколько месяцев замедлился. Темп его роста может стать еще ниже в случае «жесткой посадки» экономики США. В то же время, ожидаемый рост предложения вызовет дополнительное падение цен: по нашим прогнозам в 2001 г. оно составит 11% по сравнению с 1999 г.

**Илл. 21. Средние цены на металлы**

	1998	1999	2000E	2001E
Никель, \$/ тонна	4615	6051	8670	7716
Разница, %		31	43	-11
Медь \$/ тонна	1659	1578	1815	1997
Разница, %		-5	15	10
Платина, \$/ тр. унция	372	377	545	600
Разница, %		1	45	10
Палладий, \$/ тр. унция	285	360	680	720
Разница, %		26	89	6

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка

**На рынках МПГ  
сохраняется высокая  
волатильность**

В связи с неопределенностью с поставками из России на рынках металлов платиновой группы сохраняется высокая волатильность. Вопреки заявлениям Норильского Никеля и его обещаниям обеспечить стабильность поставок палладия в Японию с 2001 г., из-за ожидания нарушений поставок из России, характерное для начала года, в конце 2000 г. цены на палладий и платину выросли до рекордных уровней. Цена на платину с начала года выросла на 51%, а на палладий - на 115%.

Ожидается, что в 2001 г. спрос на платину продолжит расти; этот рост будет поддерживаться за счет спроса со стороны производителей автомобильных катализаторов, поскольку ожидается введение более жестких норм, регулирующих содержание вредных веществ в выхлопных газах. Рост спроса на платину частично произойдет за счет падения спроса на палладий. Ожидается, что спрос на этот металл в 2000 г. снизится на 10% по сравнению с предыдущим годом. Снижение продолжится вследствие перехода автомобилестроителей с палладия на платину. Ограниченность предложения в ближайшем будущем будет поддерживать цены на эти металлы на высоком уровне. Если будут получены свидетельства стабильности поставок металлов платиновой группы компанией Норильский Никель, то цены на эти металлы значительно снизятся по сравнению с их рекордно высокими уровнями в конце 2000 г.

**В 2001 г. Норильский  
Никель будет  
поддерживать объем  
продаж на постоянном  
уровне и продолжать  
процесс**

В целом, снижение цен на никель будет сбалансировано высокими ценами на медь и металлы платиновой группы, что позволит компании Норильский Никель в 2001 г. получить такой же объем выручки, что и в 2000 г. Динамика акций компании будут непосредственно определяться не ее финансовыми показателями, а ходом ее реструктуризации. Процесс реструктуризации уже замедлился вследствие расследования, начатого ФКЦБ в начале октября. Возможность затяжного расследования ФКЦБ и возникновение других препятствий снижают стоимость акций Норильского Никеля.

**Процессы  
консолидации  
выходят за рамки  
отрасли**

По нашему мнению, процесс консолидации в цветной металлургии в целом завершился после формирования крупных холдингов, включая Российский Алюминий, СУАЛ, УГМК и Норильский Никель. В результате, в 2001 г. слияния и поглощения в этом секторе будут идти менее активно по сравнению с предыдущим годом, а холдинги сосредоточат основные усилия на повышении эффективности их основных операций и, вероятно, продолжат диверсифицировать бизнес (в таких сферах, как транспортное машиностроение или автомобильные запчасти).



**Максим Матвеев**  
(7 095) 795-3736

## Автомобилестроение

**Снижение темпов  
роста автомобильной  
промышленности**

По нашему мнению, темп роста автомобилестроительной промышленности в 2001 г. будет умеренным и составит 3%. В 2000 г. темпы роста производства уже значительно снизились по сравнению с предыдущим годом в связи с менее высоким темпом роста спроса и резким снижением объемов производства ряда автомобилестроительных предприятий, а именно заводов ТаГАЗ и Москвич.

**Илл. 22. Выпуск автомобилей в России**

	1998	1999	2000E	2001E
Легковые автомобили, в '000 единиц	838	955	975	1000
Прирост, %		14	2	3
Грузовые автомобили, в '000 единиц	145	179	185	195
Прирост, %		23	3	5
Автобусы, в '000 единиц	46	50	52	55
Прирост, %		8	4	6

*Источники: АСМ-холдинг, оценки Альфа-Банка*

**Развитие заводов  
зависит от действий  
новых акционеров**

Результаты компаний ГАЗ, ПАЗ и УАЗ в следующем году будут в основном зависеть от способности новых крупных акционеров этих компаний развивать автомобилестроительный бизнес. Как Северсталь, крупнейший акционер УАЗа, так и Сибал, владелец контрольного пакета акций ПАЗа и блокирующего пакета акций ГАЗа, в настоящее время разрабатывают программы развития для своих новых активов. Тем не менее, отсутствие опыта в автомобилестроении и потенциальные проблемы с финансированием основного бизнеса в условиях снижения цен на металлы сделают задачу выполнения программы развития более сложной и сделают перспективы автомобилестроительных компаний более неопределенными.

**Перспективы  
АвтоВАЗа зависят от  
реализации СП с GM**

Перспективы компании АвтоВАЗ в основном зависят от реализации совместного проекта с GM. АвтоВАЗ ищет иностранного партнера для финансирования массового производства внедорожника ВАЗ-2123. Компания вступила в переговоры с ЕБРР по вопросу участия банка в этом проекте. Участие ЕБРР повысит шансы на его реализацию. Тем не менее, окончательное решение по вопросу о совместном предприятии должна принять компания GM, которая уже несколько раз за 2000 г. откладывала его рассмотрение. Мы полагаем, что в 2001 г. компания GM примет окончательное решение по вопросу о данном совместном предприятии, и в случае положительного решения перспективы компании АвтоВАЗ улучшатся, равно как и динамика ее акций.



Мария Чечурина  
(7 095) 795-3735

## Товары народного потребления

### Продукты питания

**По мере восстановления российской экономики восстанавливается и российский сектор ТНП**

По мере восстановления российской экономики после финансового кризиса 1998 г. восстанавливается и российский сектор товаров народного потребления. Эффект импортозамещения, вызванный девальвацией рубля и постепенным ростом доходов населения, способствовал росту внутреннего производства товаров народного потребления. При дальнейшем улучшении макроэкономической ситуации продолжится и рост этого сектора, при этом его различные сегменты будут расти разными темпами – в зависимости от типа производимых товаров.

**Пивоваренная промышленность остается одним из наиболее привлекательных сегментов сектора**

Пивоваренная промышленность остается одним из наиболее привлекательных сегментов этого сектора. Поскольку потребление пива на душу населения в России (36 литров в 2000 г.) все еще значительно ниже, чем в Европе (75 литров в Венгрии и 160 литров в Чехии), российский рынок пива обладает значительным потенциалом роста. Тем не менее, в результате усиления конкуренции именно крупные пивоваренные компании, обладающие достаточными финансовыми ресурсами для дальнейшего развития производства, смогут извлечь значительную выгоду из роста этого рынка. Прогнозируемый рост рынка пива в 2001 г. составит 10%, но темпы роста двух крупнейших российских пивоваренных компаний - Балтика и Сан Интербрю – превысят этот показатель, а эти компании смогут получить в следующем году дополнительную долю рынка.

**Наиболее привлекательными будут акции компаний Балтика и Сан Интербрю, хотя рост курса их акций будет ограничен**

В свете перспектив значительного роста этих компаний и их заниженной оценки по сравнению с прочими пивоваренными компаниями развивающихся рынков, мы полагаем, что в 2001 г. наиболее привлекательными среди акций компаний – производителей ТНП будут акции компаний Балтика и Сан Интербрю. К сожалению, рост курса акций этих компаний будет ограничен до того времени, когда произойдет более значительный приток средств на российский фондовый рынок и улучшение инвестиционного климата на развивающихся рынках в целом. Консолидация недавно приобретенного пивоваренного предприятия Рогань также вызывает беспокойство, поскольку она может негативно сказаться на финансовых показателях компании Сан Интербрю в 1-ой половине 2001 г. Дополнительным ограничением роста курса акций Балтики является также их низкая ликвидность и небольшое количество в обращении.

**Наиболее привлекательными компаниями кондитерской промышленности являются ЗАО «Россия» и «Покров»**

Наиболее привлекательными компаниями кондитерской промышленности являются закрытые акционерные общества «Россия» (принадлежит Нестле) и «Покров» (принадлежит Штольверк). За последние два года кондитерский рынок рос, в основном благодаря деятельности этих и прочих компаний с иностранным капиталом, которые будут продолжать играть определяющую роль и в дальнейшем росте этого сектора.

**Красный Октябрь будет мало привлекателен в ближайшем будущем**

Красный Октябрь, одна из крупнейших кондитерских компаний, в ближайшем будущем будет мало привлекательна вследствие ухудшения ее финансового положения и постепенной утраты ею доли рынка. Предстоящие изменения в ее политике маркетинга и корпоративной структуре могут привести к улучшению финансового положения компании, но, тем не менее, оценка Красного Октября остается завышенной. Мы полагаем, что в 2001 г. динамика акций этой компании будет отставать от динамики рынка в целом, если только эти акции не будут приобретаться долгосрочными стратегическими инвесторами.

**Розничная торговля**

***Развития российских компаний розничной торговли в значительной мере определяется состоянием экономики в целом***

***Для ГУМа его стратегические планы будут иметь чрезвычайно большое значение***

***Спрос на акции компаний будет ограничен***

Также как и в случае сектора товаров народного потребления, перспективы финансового развития российских компаний розничной торговли будут в значительной мере определяться состоянием российской экономики в целом. Вследствие роста доходов населения за 10 месяцев 2000 г. российский розничный оборот увеличился более чем на 8%. Ожидается, что в 2001 г. темп роста будет еще выше. Такие изменения позитивно скажутся на компаниях Торговый Дом ГУМ и Торговый Дом ЦУМ, крупнейших предприятий розничной торговли в России. Об этом свидетельствует и недавний рост их финансовых показателей. Эти изменения будут играть ключевую роль и в 2001 г.

Поскольку ГУМ ориентирован на клиентов с высоким доходом (что затрудняет привлечение новых клиентов), стратегические планы компании также будут иметь чрезвычайно большое значение. Именно поэтому разработке амбициозного проекта по созданию трехмерной Интернет-копии головного магазина компании в 2001 г. будет уделяться основное внимание. Мы полагаем, что Интернет-торговля обладает самым высоким потенциалом роста среди всех услуг, и поскольку ГУМ обладает несомненным преимуществом обладания широко известной торговой марки, шансы этого проекта на коммерческий успех весьма велики. Тем не менее, независимо от результата, проект будет весьма эффективен для рекламы компании. По нашим оценкам, он будет способствовать 2-5%-ному росту выручки компании в 2001-2002 гг.

Несмотря на относительно хорошие перспективы роста российских предприятий розничной торговли, также как и в секторе производства товаров народного потребления, их акции будут пользоваться спросом, только если на российском фондовом рынке сложится в целом благоприятная ситуация. Низкая ликвидность может также послужить препятствием роста курса этих акций.

Ольга Филиппова  
(7 095) 795-3735

## Авиатранспорт

### Рыночные тенденции

**Рост пассажирооборота для всех российских авиакомпаний в 2001-2005 гг. составит в среднем 3,38% в год**

Мы полагаем, что в 2001-2005 гг. пассажирооборот для всех российских авиакомпаний будет расти в среднем на 3,38% в год. Мы прогнозируем менее значительный (2,87%) среднегодовой рост пассажирооборота для внутренних авиаперевозок и более значительный (3,95%) для международных.

Во-первых, росту пассажирооборота будут способствовать экономический и промышленный рост, среднегодовые темпы которых в 2001-2005 гг. мы ожидаем в размере 2,90% и 3,96%, соответственно. Во-вторых, ослабнет конкуренция со стороны железных дорог. По нашему мнению, после запланированной на 2001 г. реструктуризации Министерства путей сообщения продолжится индексация железнодорожных тарифов, что сократит дисконт между тарифами на железнодорожные и авиаперевозки. Наше мнение подтверждает недавно принятое решение Министерства по антимонопольной политике разрешить повышение тарифов на перевозку пассажиров в поездах дальнего следования на 30% с 10 января 2001 г.

### Конкурентная среда

**К 2005 г. в России останется около 25 регулярных авиаперевозчиков**

На сегодняшний день в России существует около 300 авиаперевозчиков. Тем не менее, мы полагаем, что с учетом усиливающейся конкуренции на рынке внутренних пассажирских авиаперевозок к 2005 г. останется около 25 регулярных авиаперевозчиков.

**Продолжение консолидации мелких и средних авиакомпаний**

Низкие финансовые показатели большинства российских авиакомпаний и продолжающееся снижение числа пассажиров ведут к консолидации мелких и средних авиакомпаний вокруг наиболее финансово благополучных авиаперевозчиков, таких как Аэрофлот, Домодедовские Авиалинии, Пулковские авиалинии, Красноярские Авиалинии и другие.

**Усиление конкуренции на рынке международных пассажирских авиаперевозок со стороны**

Мы также ожидаем, что конкуренция на рынке международных пассажирских авиаперевозок усилится как со стороны иностранных, так и чартерных авиакомпаний. Теперь, когда российская экономика преодолела последствия финансового кризиса, и ожидается ее дальнейший рост, многие иностранные конкуренты (Lufthansa, Finnair, British Airways, KLM и другие) прогнозируют рост объема пассажирских перевозок в России в 2001 г. Более того, недавно опубликованные отчеты организаций ICAO и IATA подтверждают рост объема чартерных авиаперевозок более высокими темпами по сравнению с перевозками на регулярных авиалиниях (в среднем разница составляет 4-5%). Россия не является исключением: летом 2000 г. доля чартерных пассажирских перевозок в общем объеме международных пассажирских перевозок превысила 30%.

**Положение российских авиакомпаний на рынке будет также определяться механизмами регулирования**

Положение российских авиакомпаний на рынке будет также определяться механизмами регулирования, в частности новой системой лицензирования, которая должна быть одобрена в 2001 г. Ряд компаний, в частности Аэрофлот и Пулковские Авиалинии предложили отменить систему квот на внутренние грузовые перевозки, в то же время призвав к введению более жесткого регулирования на рынке международных перевозок. Вместе с тем, компания Внуковские Авиалинии и ряд региональных авиакомпаний настаивают на сохранении системы квот. Очевидно, что каждой компании выгодно регулирование ее традиционного рынка (позволяющее ей удерживать свои позиции), но выгодно и отсутствие регулирования на других рынках (доступ к которым для нее ограничен). Тем не менее, решение по системе квот еще не принято, но ожидается, что это произойдет во 1-м квартале 2001 г.

Владимир Кравчук  
(7 095) 795-3742

## Технический анализ индекса РТС

Илл. 23. Индекс РТС – Основные технические индикаторы

Индекс	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон пред. недели			
		Краткосрочный	Долгосрочный					Откр.	Закр.		
РТС	Покупать Цель 150,00	Нисходящий, замедляется	Нисходящий	C4	200,00	Психологический	P1	130,31	Мин. 21 декабря	Откр.	137,39
				C3	188,14	50.0% кор. Фибоначчи	P2	126,00	Линия тренда	Макс.	142,79
				C2	174,50	38.2% кор. Фибоначчи	P3	121,07	Основной	Мин.	130,31
				C1	150,00	Основной	P4	100,00	Психологический	Закр.	138,17

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 24. Индекс РТС – Технические характеристики, 28 декабря 2000 г.



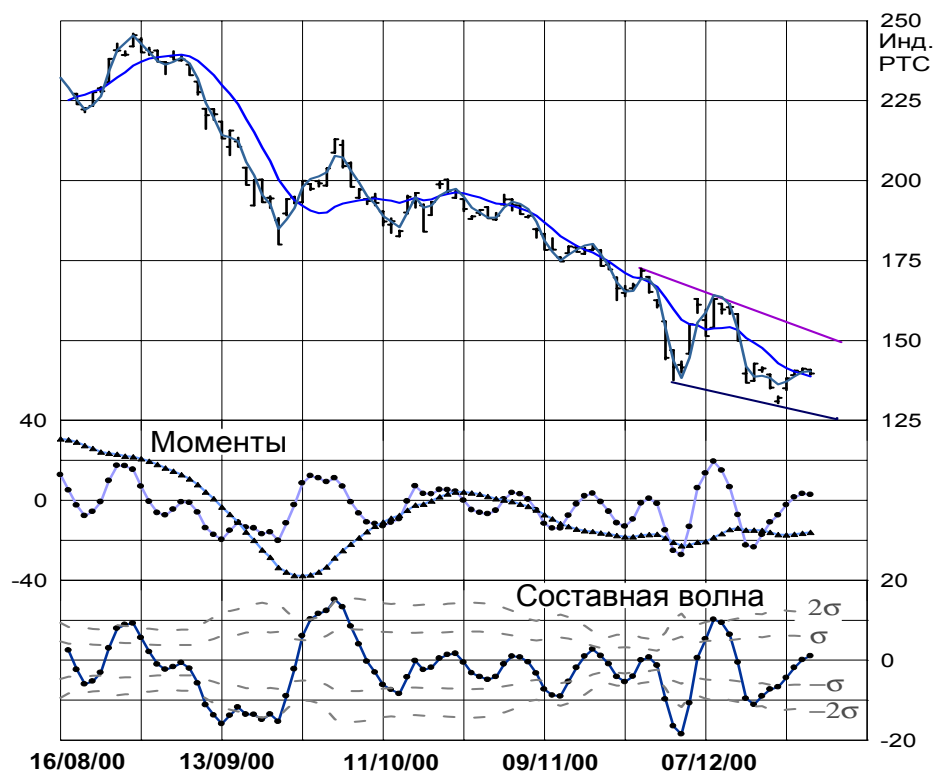
Источники: CQG, оценки Альфа-Банка

### Краткосрочные тренды и циклы

**Краткосрочный тренд остается медвежьим, но есть много бычьих сигналов**

Нисходящая медленная линия тренда в верхней части Илл. 25 указывает на то, что краткосрочный тренд остается медвежьим. Эта линия получена специальным методом, базирующимся на цифровой фильтрации дневных значений индекса РТС, и непосредственно указывает на направление господствующего тренда. Если медленная линия тренда нисходящая – господствующий тренд медвежий. Если медленная линия тренда восходящая – господствующий тренд бычий. Отрицательное значение медленного момента подтверждает направление господствующей краткосрочной тенденции. Однако есть несколько надежных бычьих сигналов. Во-первых, быстрая линия тренда и быстрый индикатор момента растут, указывая на то, что краткосрочный тренд уже меняет свое направление. 25 декабря быстрый момент пробил снизу вверх нулевой уровень и стал положительным по знаку, что указывает на возможное ускорение в динамике роста индекса РТС. Во-вторых, уже наблюдается слабый рост индикатора медленного момента, значения которого остаются отрицательными по знаку.

**Илл. 25. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на закрытие 27 декабря 2000 г.**



Источник: оценки Альфа-Банка

**Наблюдаются дополнительные бычьи сигналы**

В нижней части Илл. 25 наблюдаются мощные дополнительные бычьи сигналы на линии составной волны, представляющей собой сумму доминирующих (в диапазоне периодов 5 – 30 торговых дней) рыночных циклов. Несколько дней назад, составная волна прошла нижнюю точку своего развития (основание) в сильно «перепроданной» области вблизи  $-2\sigma$ , где  $\sigma$  – стандартное отклонение (т.е. волатильность) суммы ограниченного по полосе частот композитного волнового цикла. 27 декабря 2000 г. линия составной волны пересекла снизу вверх уровень нуля, что также является сильным бычьим сигналом.

### Долгосрочные тренды и циклы

**Долгосрочный тренд на РТС пока также остается нисходящим**

Долгосрочный тренд на РТС пока также остается нисходящим, о чем сигнализируют почти все технические индикаторы на Илл. 26. В частности, на это указывают отрицательные наклоны быстрой и медленной линий тренда, отрицательный по знаку и падающий индикатор медленного момента, отрицательное значение индикатора быстрого момента. Все эти технические инструменты подтверждают долгосрочный медвежий тренд на РТС.

Однако наблюдаются несколько позитивных признаков, указывающих на возможное замедление продолжительного падения индекса РТС. Во-первых, линия быстрого недельного момента уже миновала свой локальный минимум и растет, приближаясь к нулевому уровню (см. среднюю часть Илл. 26). К сожалению, это пока указывает только на некоторое замедление понижения индекса РТС. Однако если недельный индикатор быстрого момента «пробьет» нулевой уровень снизу вверх, то это будет очень сильным бычьим сигналом.

Илл. 26. Индекс РТС – Характеристики долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на закрытие 27 декабря 2000 г.



Источник: оценки Альфа-Банка

**Возможность будущей консолидации рынка или роста**

Во-вторых, долгосрочный композитный волновой цикл также миновал нижнюю точку своего развития (основание) в сильно «перепроданной» зоне и уже находится в фазе роста. Более того, в настоящее время составная волна достигла нейтральной области между  $-\sigma$  and  $\sigma$ .

Мы оцениваем потенциал роста долгосрочного волнового цикла, изображенного в нижней части Илл. 26 не менее чем в 40 базисных пунктов (приблизительно разность между значением  $2\sigma$  и текущим значением композитной волны). Но, принимая во внимание силу долгосрочного медвежьего тренда и известное из теории циклов *правило суммирования (динамика цен определяется суммой тренда и активных циклов)*, становится ясным, что указанный выше сильный бычий сигнал в среднесрочном плане скорее указывает на возможную консолидацию рынка, чем на большой потенциал роста РТС в ближайшем будущем. Если нисходящий долгосрочный тренд замедлится и начнет разворачиваться, то рынок от консолидации может перейти к росту, быстро реализуя свой потенциал.

**Уровни поддержек и сопротивлений**

**Уровень основной поддержки для индекса РТС равен 121**

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений приведены на Илл. 23 и Илл. 24. Уровень основной поддержки равен 121. Это – коррекция Фибоначчи на восходящее движение от абсолютного минимума индекса РТС, равного 37,74, до локального максимума 255,89, зафиксированного 27 марта 2000 года. Текущее значение долгосрочной линии тренда (уровень 126) также близко к уровню основной поддержки. Уровень основного сопротивления равен 150.



### Потенциал роста и падения индекса РТС

**Мы ожидаем, что рост индекса РТС продолжится в течение одной-двух недель**

В заключение, опираясь на показания всех приведенных выше технических инструментов, мы предполагаем следующее развитие событий на РТС. Во-первых, на временном горизонте в одну-две недели, мы ожидаем, что бычья коррекция, начавшаяся 22 декабря 2000 года, продолжится до уровней 145-155. Вероятность достижения нижней границы этого диапазона, на наш взгляд очень высока, а в случае пробоя снизу вверх уровня основного сопротивления 150, появится возможность роста индекса РТС вплоть до следующего уровня сопротивления 175.

**... затем наступит коррекция или консолидация**

Во-вторых, при благоприятном сценарии мы ожидаем начала нисходящей коррекции или консолидации на РТС, по крайней мере, от диапазона значений 150-155. В худшем случае (коррекция) индекс РТС может упасть до значения своей основной поддержки 121, а в случае ее «пробоя» и ниже. В лучшем случае (консолидация), значение индекса останется внутри торгового коридора 145-155. Такая динамика индекса РТС вероятно сохранится до конца января 2001 года.

**В феврале 2001 года на РТС возобновится рост, который может продлиться до конца марта 2001 года**

В-третьих, на временном горизонте до трех месяцев (середина-конец марта 2001 года), мы ожидаем возобновления роста индекса РТС на 30-40% от минимального значения января 2001 года. Скорее всего, к тому времени дневные и недельные технические осцилляторы (смотри средние и нижние части Иллюстраций 25 и 26) достигнут своих экстремальных значений в «перекупленной области» и будут подавать тревожные сигналы. Затем, на наш взгляд, вновь может возобновиться нисходящая тенденция, силу и продолжительность которой можно будет оценить позже.

**Дальнейшее поведение российского рынка акций будет зависеть от многих факторов**

Дальнейшее поведение индекса РТС на временном горизонте в шесть месяцев и более сложно предсказать, используя только технические методы анализа. На динамику индекса РТС будут оказывать влияние такие факторы как ситуация на финансовом рынке (акции, государственные и корпоративные облигации, банковский сектор, процентные ставки и т.д.) США, цены на мировых товарных рынках (сырая нефть и энергоносители, черные и цветные металлы и др.), состояние рынка российских суверенных еврооблигаций и многие другие макроэкономические и политические факторы. В принципе, степень влияния некоторых из указанных выше факторов на характеристики РТС можно оценить с помощью взаимного корреляционного или спектрального анализа и других современных научных методик, но для этого требуются дополнительные исследования.

Людмила Храпченко  
(7 095) 795-3743

## Рынок ценных бумаг с фиксированной доходностью

*Конъюнктура рынка будет зависеть от состояния экономики США, стабильности остальных развивающихся рынков и динамики цен на нефть*

### Валютные облигации

Развитие ситуации на рынке валютных облигаций будет определяться тремя основными факторами, а именно:

- **Развитием экономической ситуации в США.** В случае “мягкой посадки” вероятен значительный рост рынка российских валютных облигаций, особенно в первые месяцы следующего года, поскольку недавний пересмотр суверенного рейтинга России агентством S&P привлечет в страну новые категории инвесторов. В противном случае экономический спад в США повлечет за собой спад на всех международных рынках.
- **Стабильность остальных развивающихся рынков.** Если какой-либо из развивающихся рынков, например – Турция, Аргентина или Перу, будет испытывать затруднения с обслуживанием внешнего долга, это неизбежно скажется на отношении инвесторов к России. Таким образом, готовность и способность России обслуживать ее внешние долги в полном объеме, особенно долг Парижскому клубу, будет иметь особое значение.
- **Динамика цен на нефть.** Если цены на нефть упадут ниже уровня 20-22 долларов за баррель (см. пессимистический сценарий, описанный в разделе “Перспективы российской нефтяной промышленности”), это станет негативным психологическим сигналом для рынка. Тем не менее, мы полагаем, что даже в случае резкого падения цен на нефть значительного ухудшения бюджетной ситуации не произойдет. Во-первых, поскольку динамика цен на газ обычно следует за динамикой цен на нефть с отставанием в 6-9 месяцев, они останутся высокими по меньшей мере в течение 1-ой половины 2001 г. Во-вторых, правительство частично компенсирует снижение доходов бюджета увеличением налогообложения нефтяного сектора. Таким образом, даже в случае развития событий по пессимистическому сценарию, дополнительных доходов бюджета будет достаточно для обслуживания долга Парижскому клубу в полном объеме.

*В случае стабилизации экономики США, в начале 2001 г. будет наблюдаться значительный рост цен российских облигаций...*

Мы полагаем, что при благоприятной ситуации в США весьма вероятен значительный рост цен российских валютных облигаций в течение первых 2-3 месяцев 2001 г. Доходности средних и дальних выпусков могут снизиться на 3-4% пункта по сравнению с 16-17% в настоящее время по мере снижения спреда к казначейским обязательствам США на всех развивающихся рынках с рейтингом “В”. Ожидаемое многими решение ФРС США снизить процентные ставки также усилит позитивные настроения на рынке. Если это произойдет, в 2001 г. Россия сможет вернуться на международные рынки как суверенный заемщик. У ряда российских компаний также имеются подобные планы.

*...в противном случае рынок останется на текущем низком уровне*

В случае “жесткой посадки” экономики США многое будет зависеть от продолжительности периода спада. В этих условиях на рынке российских облигаций, как и на прочих развивающихся рынках, будет наблюдаться стагнация на протяжении всего периода экономической рецессии в США.

**При высоких ценах на нефть процентные ставки останутся в диапазоне 22-25% или даже несколько снизятся**

**В случае резкого падения цен на нефть девальвация будет причиной роста доходностей до 28-30% годовых**

**Рынок рублевых корпоративных облигаций будет расти высокими темпами**

### **Рублевые облигации**

Мы видим два сценария развития ситуации на рынке ГКО-ОФЗ в 2001 г.:

- Если цены на нефть останутся высокими, рынок будет находиться под благоприятным воздействием избыточной ликвидности. Под влиянием роста золотовалютных резервов ЦБР продолжится увеличение денежного предложения, а заимствования Министерства финансов на внутреннем рынке будут ниже объема погашения долга и процентных выплат. В этих условиях ЦБР возобновит выпуск собственных облигаций, что будет способствовать стерилизации части избыточной ликвидности и определению ориентиров по краткосрочным процентным ставкам. При таком сценарии доходности 2-4-летних выпусков ОФЗ, вероятно, останутся на уровне 22-25% годовых или даже несколько снизятся.
- В случае резкого падения цен на нефть ЦБР не сможет наращивать резервы высокими темпами, а во второй половине года рынок будет находиться под влиянием опасений девальвации. Несмотря на низкую вероятность резкой девальвации в 2001 г., негативное настроение рынка, а также его менее высокая ликвидность могут подтолкнуть доходности ГКО-ОФЗ вверх до 28-30% годовых.

Мы также полагаем, что следующий год будет удачным для рынка рублевых корпоративных облигаций. Количество корпоративных эмитентов (банковских и небанковских) на рынке будет увеличиваться, поскольку процентные ставки на международных рынках, вероятно, будут слишком высоки для большинства заемщиков. Мы полагаем, что эмитенты будут стремиться повысить ликвидность своих облигаций и структурировать даже долгосрочные выпуски таким образом, чтобы привлечь краткосрочных инвесторов (например, путем организации циклического выкупа и поддержания котировок на рынке).

# 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, нефтяная и газовая промышленность**  
Сергей Глазер

**Стратегия**  
Максим Шашенков

**Макроэкономика, банковский сектор**  
Наталия Орлова

**Нефтяная и газовая промышленность**  
Константин Резников

**Энергетика**  
Наталья Сажина

**Телекоммуникации/Интернет**  
Андрей Богданов

**Металлургия, автомобилестроение, машиностроение**  
Максим Матвеев

**Розничная торговля, пищевая промышленность**  
Мария Чечурина

**Государственные ценные бумаги**  
Валентина Крылова  
Людмила Храпченко

**Группа по работе с российскими клиентами, Авиатранспорт**  
Ольга Филиппова

**Переводчик**  
Галина Притчард

**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)

**Управляющий директор**  
Максим Шашенков

**Телефон**  
(4420) 7588-8400

**Адрес**  
City Tower, 40 Basinghall Street  
London, EC2V 5DE

© **Альфа-Банк, 2000 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.