



Ноябрь: некоторые любят погорячее

6 ноября 2003

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Подрыв доверия бизнес-сообщества губителен для процесса реформ

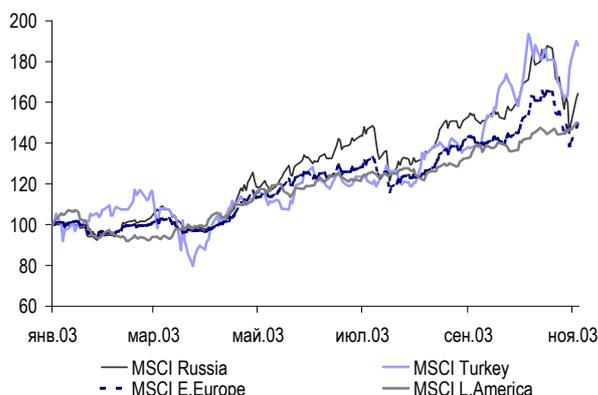
- Неожиданное повышение агентством Moody's рейтинга российского суверенного долга до инвестиционного уровня привело к несущественному превышению цен отдельных ликвидных акций над их «справедливой» стоимостью. Однако одновременное действие таких факторов, как продолжающееся сокращение доли акций в свободном обращении и наличие значительного объема денежных средств у российских игроков создало риск дальнейшего чрезмерного роста цен.
- Опасения инвесторов, связанные с продолжающимися расследованиями и арестом крупного пакета акций Юкоса, не позволит рынку акций быстро восстановиться до предыдущего максимума. Следует, однако, отметить, что инвесторы пока склонны верить В. Путину «на слово». Риски инвестирования по-прежнему высоки, особенно в нефтяном секторе, но поскольку вера в обоснованность инвестиций в российские активы сохраняется, можно ожидать интереса к тем акциям и отраслям, которые должны больше других выиграть от ускорения реформ.
- В отличие от Китая, чей экономический рост основан на прямых иностранных инвестициях, динамичный рост ВВП в России объясняется репатриацией капитала. Восстановление доверия со стороны отечественного капитала стало основной причиной динамичного роста российского ВВП в последние несколько лет. В отличие от Китая, где катализатором экономического роста являются прямые иностранные инвестиции в объеме свыше \$50 млрд в год, одним из главных достижений России стало сокращение утечки капитала.
- В среднесрочной перспективе еврооблигации с погашением в 2030 г. должны снова начать расти до уровня 100% от номинальной стоимости. В краткосрочной перспективе они будут колебаться в диапазоне 90-95%. Мы полагаем, что у долгосрочных инвесторов появится возможность для выгодной покупки на уровне 89-90% от номинальной стоимости, и что потенциал роста по еврооблигациям с погашением в 2030 г. до конца не исчерпан. Наш основной сценарий предполагает возобновление роста цен до 100 – 102% от номинала в течение ближайших нескольких месяцев.

Портфельные рекомендации*

Операторы проводной связи	Предлагают наилучшие потенциалы роста на основе роста прибылей и реструктуризации отрасли, например Сибирь Телеком, Ростелеком, Волга Телеком и УралСИ
Газпром	Потенциал более 40% с перспективами быстрого роста тарифов и реструктуризации в начале 2004 г.
Инфраструктура нефтяной отрасли	Нефтяные компании второго эшелона скорее всего будут поглощены в 2004 г., особенно имеющие НПЗ
ГМК Норильский Никель	Имел устойчивый спрос до недавней коррекции, теперь предлагает потенциал 24%.
Операторы мобильной связи	ВымпелКом, МТС и ГТИ отступили при фиксации прибылей и теперь имеют хороший потенциал
Сбербанк	Политически безопасен с потенциалом 29%, выигрывает от реформы банковского сектора в 2004

Прим.: * временной горизонт – 3-6 месяцев

Развивающиеся рынки



Источник: Bloomberg, PTC

Последние публикации

«Фокусы» переходного этапа	Крис Уицфер	Октябрь 29, 2003
Caveat venditor	Крис Уицфер	Октябрь 28, 2003
Сургутнефтегаз: Ожидание неожиданного	Мэтью Томас, Константин Резников, Анна Бутенко	Октябрь 24, 2003
Отчет Ростелекома за 1П03 по МСФО: большие затраты во имя будущего роста	Андрей Богданов, Елена Роговина	Октябрь 23, 2003
Инвестиционный рейтинг: взгляд в будущее	Крис Уицфер	Октябрь 23, 2003
Обзор привлекательности инвестиций	Крис Уицфер	Октябрь 20, 2003
Ростелеком: на верном пути	Андрей Богданов, Елена Роговина	Октябрь 20, 2003
Сбербанк: "тихая гавань"	Владимир Кравчук	Октябрь 17, 2003
Сургутнефтегаз: на крутой траектории	Владимир Кравчук	Октябрь 15, 2003
Бизнес делает ставку на места в Думе	Наталья Орлова	Октябрь 13, 2003
Норильский Никель: к взлету готов	Максим Матвеев, CFA	Октябрь 13, 2003
Внутренние акции Газпрома: в ожидании прорыва	Владимир Кравчук	Октябрь 13, 2003
Ростелеком: технический потенциал роста все еще большой	Владимир Кравчук	Октябрь 13, 2003

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

СОДЕРЖАНИЕ:

Комментарии по рынку.....	3
Подрыв доверия бизнес-сообщества губителен для процесса реформ.....	16
Основания для инвестиционного рейтинга есть.....	16
Экономика росла благодаря возврату российского капитала, не иностранным инвестициям.....	17
Влияние дела Юкоса на курс рубля.....	18
Технический анализ российских «Евро-30» и 10-летних Казначейских обязательств США.....	20
Теперь потенциал роста российских Евро-30 определен с большей точностью.....	20
Динамика и оценка акций.....	28
Графики.....	31
Календарь событий.....	33
Экономика и политика.....	34
Новости компаний и отраслей.....	34
Нефть и газ.....	35
Энергетика.....	43
Телекомы.....	46
Металлургия.....	49
Машиностроение.....	51
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	53
Банковский сектор.....	55
Рынок облигаций.....	57
Технический анализ.....	59
Индекс РТС: в поисках локального дна.....	59



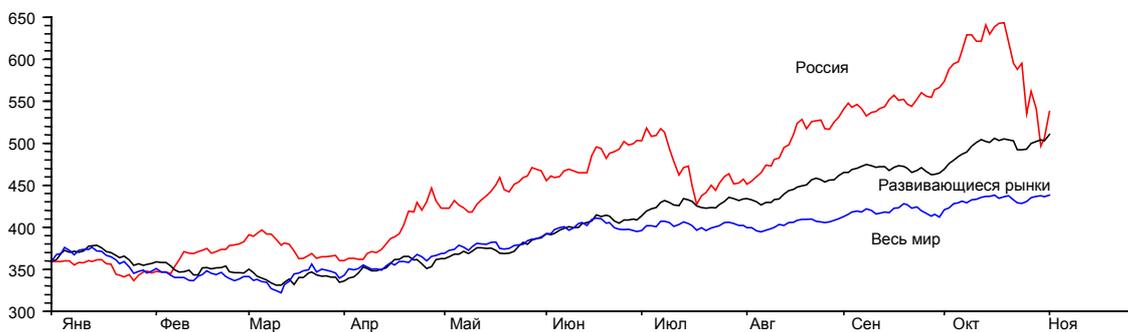
Кристофер Уифер
(7 095) 970-5081

Комментарии по рынку

В этом году октябрь – обычно месяц контрастов – сочетал в себе рыночные максимумы и минимумы

В истории российских рынков капитала октябрь традиционно считается месяцем контрастов. Так, в октябре 1997 г. на РТС был достигнут исторический максимум, остававшийся непревзойденным в течение шести последующих лет. Тем не менее, уже в начале октября 1998 г. индекс РТС упал до рекордного минимума. В текущем году октябрь оказался еще более насыщенным. Неожиданное повышение агентством Moody's статуса российского суверенного долга до инвестиционного уровня позволило фондовому рынку 20 октября достичь нового рекордного максимума. К этому моменту рынок восстановился на 1 570% от исторического минимума, зафиксированного в октябре 1998 г., но уже вскоре – после ареста главы ЮКОСА – пережил резкую (более чем 21%-ную) коррекцию.

Илл. 1. Российский фондовый рынок в 2003 г.: РТС, развивающиеся рынки и мировой фондовый рынок в целом (\$), YTD



Источник: DataStream

Первоначальная тревога инвесторов за последствия масштабного расследования вокруг ЮКОСА теперь сменилась более оптимистичным настроением. Это случилось после многочисленных заявлений президента Путина и его министров о том, что данную акцию следует рассматривать как судебное расследование деятельности ряда конкретных лиц, а не как начало широкого наступления на интересы бизнеса. Кроме того, Путин подчеркнул, что он не намерен пересматривать итоги приватизации 1990-х гг.

Первоначальная тревога инвесторов за последствия масштабного расследования вокруг ЮКОСА теперь сменилась более оптимистичным настроением. Это случилось после многочисленных заявлений президента Путина и его министров о том, что данную акцию следует рассматривать как судебное расследование деятельности ряда конкретных лиц, а не как начало широкого наступления на интересы бизнеса. Кроме того, Путин подчеркнул, что он не намерен пересматривать итоги приватизации 1990-х гг.

Этих заверений оказалось достаточно, чтобы фондовый рынок смог восстановиться после резкого снижения, зафиксированного в конце месяца.

Инвесторы склонны верить Президенту «на слово»

На этом этапе, т.е. после успокоительных заявлений Президента и отставки Ходорковского с поста генерального директора ЮКОСА, инвесторы склонны верить администрации Путина «на слово». Тем не менее, озабоченность дальнейшей судьбой акций ЮКОСА, на которые в настоящий момент наложен судебный арест, будет сказываться на настроениях рынка до тех пор, пока дело не получит окончательного решения.

Нефтяной сектор будет платить больше налогов

Теперь ясно, что меры по увеличению налогообложения сырьевого сектора, в целом, и нефтяной отрасли, в частности, либо введение временного налога на непредвиденные доходы от реализации углеводородного сырья, рассматриваются в правительстве с большей серьезностью и, вероятно, повлияют в среднесрочной перспективе на инвестиционную атмосферу вокруг крупнейших нефтедобывающих компаний.

Факты говорят о приверженности Путина своим экономическим целям

Известные нам на данный момент факты позволяют предположить, что правительство Путина не отказалось от своей ясно изложенной задачи: продвинуть план хозяйственных реформ. Подразумевается, что его основные цели – умножение факторов экономического роста и более рав-



номерное распределение общественного богатства – будут достигнуты в течение следующего президентского срока. Это – одно из главных оснований, по которым агентство Moody's повысило рейтинг России до инвестиционного, и одновременно оно же остается одним из ключевых предположений в основе наших инвестиционных рекомендаций по российским активам на 2004 г.

Илл. 2. Основные индексы фондового рынка *

	За прошлый месяц	С начала года	От максимума в РТС**
РТС	-14,8%	41,0%	-21,3%
MSCI Russia	-11,3%	50,3%	-19,5%
Развивающиеся рынки в целом (\$)	4,8%	40,0%	-0,5%
Все рынки акций, пересчитанные в \$	2,0%	21,5%	0,0%
Dow Jones Industrials	2,4%	17,5%	0,2%
NASDAQ Composite	2,8%	44,7%	0,40

Прим.: * на момент закрытия 30 октября; ** 20 октября 2003 г.
Источник: DataStream

Влияние событий, связанных с Юкосом

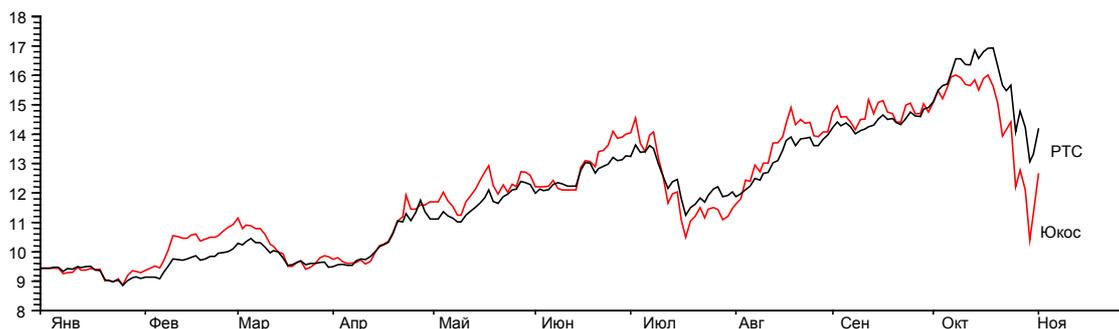
Ареста Ходорковского следовало ожидать

Арест и заключение под стражу президента Юкоса Михаила Ходорковского означают активизацию т.н. расследования по уголовным делам, связанным с уклонением от налогов (начало которому положил арест одного из крупных акционеров Юкоса 2 июля). Данное событие, не лишённое драматичности, должно рассматриваться в контексте продолжающегося расследования. Более того, на самом деле его следовало ожидать. Теперь уже ясно, что Ходорковский ждал ареста и готовился к нему.

Действия Генпрокуратуры направлены против конкретных физических лиц, а не против компании

Прежде чем анализировать последние события следует четко разграничить нефтяную компанию Юкос и ее мажоритарного акционера группу «Менатеп». Отставка Ходорковского с поста предправления тоже акцентирует это различие. Расследования ведутся главным образом в отношении владельцев «Менатепа» и лишь косвенно задевают саму компанию. Естественно, в восприятии рынка это одни и те же лица, но надо учитывать, что действия госорганов направлены против группы «Менатеп». Все это не должно помешать нормальной деятельности компании Юкос, несмотря на резкое падение котировок ее акций.

Илл. 3. Цена акций Юкоса и индекс РТС: с начала 2003 г.



Источник: DataStream

На фондовом рынке теперь доминируют отечественные инвесторы, быстрее реагирующие как на слухи, так и факты

Арест Ходорковского и последовавший за ним арест тех акций Юкоса (которые, по утверждению Генпрокуратуры принадлежат лицам, против которых возбуждены уголовные дела) – обычная практика ведения судебных дел в России – естественно, обеспокоила некоторых инвесторов. Многие из них решили, что правильнее будет зафиксировать прибыль (с начала года и до момента ареста Ходорковского акции выросли в среднем на 75%). Нынешние резкие колебания цен на рынке являются результатом действий российских инвесторов, которые легко верят в раз-



ные теории «заговоров» вне зависимости от того, позитивны или негативны их последствия для рынка. Вместе с тем следует отметить, что поскольку распродажа акций, начавшаяся на российском рынке, не перекинулась на зарубежные торговые площадки, удалось избежать наихудшего варианта развития событий (предъявление инвесторам требований о пополнении маржинальных счетов могло привести «закручиванию» цен в «смертельную спираль»).

После получения инвестиционного рейтинга в страну пришли новые инвесторы, но теперь они, по видимому, займут выжидательную позицию

Объявленное недавно агентством Moody's повышение рейтинга России до инвестиционного уровня также открывает доступ к российским активам для более широкого круга инвесторов: покупки в последние несколько недель, вызвавшие взлет котировок до рекордных высот, отчасти есть результат действий именно этих инвесторов. Естественно, эти инвесторы меньше знакомы с ситуацией в России, чем специализированные региональные фонды акций, и теперь они постараются еще раз взвесить свое решение идти в Россию. Многие, наверное, дадут «задний ход» и решат выждать, пока ситуация не прояснится.

Способность и желание правительства продвигать реформы делает инвестиции в Россию обоснованными

Последние события очень важно рассматривать сквозь призму указанного выше расследования Генпрокуратуры – своего рода ларца Пандоры, который открылся из-за действий самого Ходорковского, а не как основание для ревизии привлекательности российских активов в будущем. Как бы то ни было, эти события показывают, что люди в Администрации Президента решительно не намерены мириться с угрозами в адрес власти «Центра» и не допустят отклонения от магистрального курса, в т.ч. от решения основных задач в экономике и процесса реформ. В конечном счете, инвестиционная привлекательность страны определяется в первую очередь способностью и желанием ее руководства идти по пути реформ. Как ни парадоксально, но попытки Ходорковского повлиять на определение экономических и политических приоритетов, приведшие к началу расследований, теперь, возможно, помогут прокремлевским партиям удачно выступить на декабрьских выборах, что, в конечном счете, позволит правительству более активно добиваться реализации стоящих перед ним задач.

Судя по всему, пришёл конец вмешательству олигархов в формирование экономической политики страны

И действительно: в настоящее время мы видим, как завершение эры власти, а, точнее, всевластия олигархов «старой гвардии». Юкос, а, точнее, группа «Менатеп» (крупнейший акционер компании), открыто бросила вызов кремлевской власти – и проиграла. То, что крупные компании, в конечном счете, будут вынуждены прекратить выступать в качестве политически самостоятельных образований и пытаться изменить экономические приоритеты правительства – позитивный фактор. Многие бывшие олигархи уже смирились с реальностью.

Арест Ходорковского и арест акций – серьезнее, чем события 2 июля, но в то же время это и признак того, что близится конец «игры»

Арест и заключение под стражу предправления группы «Менатеп» Платона Лебедева 2 июля с. г. привели к тому, что за две недели котировки акций рухнули на 20%, и инвесторы сразу поняли, что это предупредительный выстрел в сторону Ходорковского. Затем, поверив, что сделка «выгорит», рынок акций начал расти, и в последние недели достиг рекордных высот. Проиигнорировать арест Ходорковского и крупного пакета акций Юкоса, будет уже труднее, и можно предположить, что данное расследование станет в течение нескольких месяцев сильным фактором снижения котировок. Ситуация изменится лишь после того, как по делу будет вынесено решение, с акций снимут арест или они перейдут в собственность других лиц.

Риски в нефтяном секторе

Налогообложение нефтяного сектора слишком либерально и теперь должно быть ужесточено

Одно из обвинений, выдвинутых против Ходорковского, связано с его действиями на посту президента Юкоса и т.н. уклонении от уплаты налогов. Ожидание начала подобных расследований в отношении других нефтяных и вообще сырьевых компаний конечно же будут способствовать снижению котировок соответствующих акций до тех пор, пока ситуа-



ция не прояснится. Однако большинство нефтяных компаний уже смирились с тем, что налогообложение сырьевых компаний – одно из самых либеральных в мире – обязательно будет изменено таким образом, чтобы перераспределить часть огромных прибылей в пользу государства, ставящего перед собой и другие экономические цели. Т.о., хотя ценовая коррекция в нефтяном секторе возможна, снижение цен в других отраслях (в первую очередь, тех, которые больше всего выиграют от ускорения реформ и расширения базы экономического роста) из-за цепной реакции даст возможность купить акции тем инвесторам, которые смотрят несколько дальше спекулятивных трейдеров.

В выигрыше окажется Газпром, т.к. он политически устойчивее и получит дополнительный импульс после снятия «защитного барьера» и проведения реформ

Если в этой ситуации, кто-то и выиграет, так это Газпром. У более решительного и полномочного правительства больше шансов продвигать отраслевые реформы и реорганизовывать отдельные компании. Теперь уже всем ясно, что другим группам промышленников уже не удастся завоевать ведущие позиции в Газпроме или газовой промышленности, кроме как на условиях, определяемых государством. Это обстоятельство должно несколько успокоить миноритарных акционеров Газпрома.

Инвестиционная стратегия

В предвыборный период всегда происходит усиление волатильности рынка

В нашем анализе, относящемся к предвыборному периоду, мы подчеркнули тот факт, что по мере приближения цен акций к «справедливой оценке» можно будет ожидать роста волатильности рынка. Мало кто предполагал, что рынок пойдет вверх сразу же после получения инвестиционного рейтинга, и что затем его обрушит арест Ходорковского. Однако всем было ясно, что расследование по его делу далеко не окончено и может, особенно в период выборов, вызвать у части инвесторов тревогу. Тот факт, что расследование оказалось столь «популярным» и подняло рейтинг президента и уровень поддержки главной «прокремлевской» партии («Единая Россия»), увеличил вероятность дальнейших демонстративных шагов в ходе предвыборной кампании.

Вопрос о повышении налогов в нефтяном секторе возник не вчера

Вот уже более года Министерство экономического развития доказывает необходимость ужесточения налогового режима в отношении нефтяного сектора. Частично это объясняется его тревогой за рост расходов в ответ на давление со стороны политиков, которые верят в безостановочный рост налоговых поступлений от экспорта нефти (российская версия так называемой «Калифорнийской болезни»).

Наш анализ состояния рынка в период до конца текущего года таков:

- Мы прогнозируем рост волатильности рынка – по мере возрастания политического риска на фоне антиолигархических настроений.
- Сокращение числа акций в обращении, избыток отечественной ликвидности, а также вероятная отсрочка новых IPO приводит к тому, что основной движущей силой рынка становятся местные инвесторы, а перемены в их настроениях могут вызвать сильные колебания цен в ту или другую сторону.
- Учитывая инвестиционный риск, включенный в цену акций после присвоения России инвестиционного статуса, справедливая оценка рынка составляет около 585 пунктов индекса РТС. Если в ответ на этот шаг спред доходности суверенных инструментов поднимется до 7,5%, то справедливая оценка, с учетом риска, окажется ближе к 550 пунктам. В этих условиях часть акций уже переоценена, и по нашей оценочной методике соответствует рейтингу ПРОДАВАТЬ. Однако по той же методике многие другие акции соответствуют рекомендации ПОКУПАТЬ.
- В нефтяном секторе очевиден риск повышения налогов – особенно тогда, когда ожидаемая в ближайшие два-три года нехватка финансов на создание экспортных нефтепроводов грозит снизить темп ка-



питательных затрат. Поэтому мы советуем обратить внимание на устойчивые «голубые фишки» и ориентированные на внутренний рынок компании 2-го эшелона. Именно они выиграют от ожидаемого расширения базы роста экономики в первую половину следующего президентского срока Путина.

Несмотря на события прошлой недели, мы по-прежнему придерживаемся изложенной выше точки зрения.

Ящик Пандоры

В непоследовательности Путина не упрекнешь

Благоприятный инвестиционный климат

Условия для борьбы бизнеса с бюрократией и коррупцией

Всевластие олигархов первой волны стало угрожать новым обитателям Кремля

Новые правила игры изложены предельно ясно

Активной политической деятельностью занималась только одна олигархическая группа – Менатеп

Предупредительный выстрел не был услышан, и был отдан приказ открыть огонь «на поражение»

Деловому сообществу дан ясный «сигнал»

Путин – играет «первую скрипку» при принятии решений

Придя к власти в январе 2000 г., президент Путин остается неизменным в своих экономических целях. Он не раз ясно заявлял, что эти цели включают:

- создание в России привлекательного инвестиционного климата – с тем, чтобы привлечь в страну поток прямых иностранных инвестиций и вернуть российские капиталы;
- создание деловой среды, позволяющей сбалансировать экономику, которая, в свою очередь, обеспечила бы высокий темп роста ВВП. Это должно будет, в конце концов, привести к более справедливому распределению национального богатства среди населения.

Ясно, что одновременно с продвижением этих экономических планов в президентской администрации происходило постепенное вытеснение влиятельных олигархов, которые доминировали при Ельцине. Новые обитатели Кремля явно не хотят делить власть с олигархами и считают их финансовое могущество неприемлемой внутренней угрозой.

На ставшей уже исторической встрече с олигархами в мае 2000 г. Путин ясно изложил новые правила игры. Вкратце они таковы: правительство не будет пересматривать итоги приватизации 1990-х гг., если не будут вскрыты связанные с ней преступные деяния. В ответ на это президент ожидает, что лидеры бизнеса займутся управлением своих компаний, будут платить налоги и воздержатся от политики.

Группа «Менатеп» открыто стала на путь усиления своего политического влияния на Думу, главным образом, чтобы продвинуть планы резкого расширения мощностей нефтяного экспорта. Представляется, что правительство – в осуществление своего основного плана – склонно «притормозить» строительство трубопроводов, чтобы попытаться сместить политические приоритеты в сторону решения более широких экономических задач. В майской речи на совместном заседании обеих палат парламента Путин недвусмысленно заявил, что его главной целью в этом году является получение в Думе надежной поддержки делу продвижения реформ. Действия группы «Менатеп» прямо угрожали этому смелому плану.

После того, как 2 июля началось расследование, группа «Менатеп» и Ходорковский не отступили, но «подняли ставки», например, приобретя еженедельную московскую газету и активно добиваясь поддержки со стороны США. Ясно, что в свете этих событий эскалация расследования становилась неизбежной.

Повторной национализации не будет

То, что мы видим – конкретное дело, направленное против акционеров группы «Менатеп», хотя публичный характер расследования заставляет предположить, что этот «сигнал» направлен не только электорату, но и деловому сообществу. Сигнал – троякого рода: не лезьте в политику, не бросайте вызов президентской администрации и платите налоги!

Нет свидетельств, что все это – часть плана повторной национализации, ибо таковая совершенно несовместима со всем тем, что Путин заявлял в период после 2000 г. Хотя инвесторы, естественно, обеспокоены тем, что

возникающие внутри президентской администрации группы влияния могут иметь разные интересы, факт заключается в том, что Путин – важный элемент правящего режима, и едва ли реалистично ожидать, что он даст себя обойти более «мрачным» силам. Допуская при этом, что экономические приоритеты, последовательно выстроенные Путиным за три с половиной года, остаются в силе, мы определяем происходящее как яркую, но кратковременную вспышку «страстей».

Возражений против слияния Сибнефти с Юкосом нет

Тот факт, что правительство не воспрепятствовало слиянию ЮКОСА и Сибнефти, а также с пониманием отнеслось к возможной продаже пакета его акций в руки крупной иностранной нефтяной компании, заставляет предположить, что оно по-прежнему привержено созданию в стране благоприятного инвестиционного и делового климата. Однако столь же очевидно, что правительство предпочло бы видеть во главе крупных компаний более покладистых и лояльных руководителей, а не олигархов с их политическими амбициями. Время "последних" теперь прошло.

В свете последних событий

Коррекция рынка после длительного периода роста цен понятна

Коррекция рынка на прошлой неделе, в ходе которой индекс РТС с 20 октября потерял около 15%, вполне объяснима, учитывая неопределенность, вызванную событиями последних дней. Вполне возможно, рынок успеет еще больше «просесть», прежде чем инвесторы наберутся уверенности, чтобы воспользоваться снижением цен. Мы не думаем, что это – начало широкого наступления на бизнес или перемена стратегии Кремля. У олигархов было три года, чтобы принять перемены и приспособиться к ним. Большинство так и поступило... кроме группы «Менатеп».

В России происходит то же, что и в Китае...только в России к таким вещам всегда относятся с подозрением

В конце концов, произошло то, к чему инвесторы уже привыкли (и даже относятся с одобрением), когда речь идет о других развивающихся экономиках, в частности, о Китае. Хотя инвесторы приветствуют усилия китайского правительства по искоренению коррупции и улучшению норм ведения бизнеса, в России они склонны предполагать более зловещие мотивы. Возможно, это – результат длительной холодной войны и шпиономании.

Правительство нетерпимо к любым угрозам своей власти... с точки зрения перспектив для реформ – это хорошо

Пока еще все говорит о том, что президентская администрация нетерпима к внутренним противникам своего курса, но твердо настроено в пользу российского бизнеса с условием, что последний платит налоги и стоит в стороне от политики. Факты свидетельствуют о том, что правительство Путина по-прежнему привержено главным целям – расширению экономической базы и оптимизации распределения национального богатства. Все это означает заботу об инвестиционном климате и благоприятствовании росту прямых иностранных инвестиций и репатриации российского капитала. Свидетельств иных намерений нет. Есть лишь опасения, что таковые возможны.

Динамика фондового рынка

20 октября рынок акций достиг своего максимума

В Илл. 4 представлены акции компаний, привлекательных для инвесторов, ранжированные по динамике котировок, с начала года по настоящий момент. Правая колонка показывает рекордную динамику акций с момента закрытия 20 октября (т.е. динамике акций, пострадавших сильнее всего).

**Илл. 4. Ценовая динамика «голубых фишек» (ранжированных по росту УТД)***

	За прошлый месяц	С начала года	От максимума в РТС**
Челябинский Трубный	-5,4%	171,8%	-6,7%
Норильский Никель	2,1%	154,3%	-14,5%
Уралсвязьинформ	11,6%	134,4%	-18,1%
Северсталь	-1,8%	122,2%	-11,7%
МТС	-7,2%	108,6%	-7,5%
Мосэнерго	-4,0%	108,2%	-19,0%
Ленэнерго	0,0%	107,8%	-4,1%
Голден Телеком	-12,5%	104,5%	-10,1%
ВымпелКом	-1,9%	103,4%	-3,5%
РАО ЕЭС	-20,5%	96,8%	-24,4%
МГТС	6,8%	89,5%	0,0%
Волга Телеком	8,3%	82,4%	-15,2%
Газ	-11,3%	65,0%	-18,9%
Газпром (Внутренние)	-12,0%	55,5%	-17,1%
Аэрофлот	6,0%	53,6%	-15,9%
Мегионнефтегаз	-4,6%	53,4%	-8,2%
Ростелеком	2,0%	48,4%	-17,7%
Сургутнефтегаз	-4,9%	48,1%	-20,7%
РТС	-14,8%	41,0%	-21,3%
ОМЗ	-10,8%	36,8%	48,0%
Татнефть	-11,8%	33,7%	-21,4%
ЛУКОЙЛ	-9,8%	31,0%	-13,1%
Сбербанк	-8,4%	29,9%	-16,4%
ЮТК	-1,5%	24,1%	-12,6%
ЮКОС	-25,7%	19,6%	-27,7%
Автоваз	-17,2%	14,3%	-15,5%
Сибирьтелеком	-1,3%	11,7%	-18,2%
Вимм-Билль-Данн	-7,8%	5,4%	-12,8%
Газпром (АДС)	0,0%	0,0%	0,0%
Балтика	3,2%	-1,9%	0,0%
Сибнефть	-32,9%	-5,5%	-34,0%

Прим.: * на момент закрытия 30 октября; ** 20 октября 2003 г.

Источник: DataStream

Естественно, больше всех пострадали нефтяные компании,...

Есть опасения, что судебное расследование, возможно, уже успело отрицательно повлиять на инвестиционную атмосферу вокруг нефтяного сектора, хотя и косвенным образом. Речь идет о том, что спланированные ранее меры по изменению налогового режима, который признан одним из самых либеральных в мире, могут теперь получить дополнительный импульс. Свое негативное воздействие на инвестиционный прогноз (по крайней мере, до окончания президентских выборов и формирования нового правительства) окажет и пугающая перспектива введения налога на непредвиденные доходы от реализации углеводородного сырья на период 2-3 лет.

Илл. 5. Ценовая коррекция акций, не относящихся к нефтяному сектору, по сравнению с максимумом в РТС

	От максимума в РТС**
РАО ЕЭС	-24,4%
Мосэнерго	-19,0%
Сибирьтелеком	-18,2%
Уралсвязьинформ	-18,1%
Ростелеком	-17,7%
Газпром (Внутренние)	-17,1%
Сбербанк	-16,4%
Автоваз	-15,5%
Волга Телеком	-15,2%
Норильский Никель	-14,5%
Вимм-Билль-Данн	-12,8%
ЮТК	-12,6%
Северсталь	-11,7%
Голден Телеком	-10,1%

Прим.: ** 20 октября 2003 г.

Источник: DataStream



...но «фиксация прибыли» коснулась и «безопасных» акций

Помимо нефтяного сектора, резкая коррекция отмечена и в отношении акций, которые не были затронуты в ходе недавних расследований и были проданы просто потому, что сильно подорожали в ходе предшествующего ралли. Эти акции должны привлечь внимание инвесторов, стремящихся воспользоваться недавним ослаблением цен, чтобы увеличить долю российских бумаг в своих фондовых портфелях.

Рынок облигаций

В связи с повышением статуса России (до инвестиционного) цены облигаций достигли максимума, но затем вновь упали

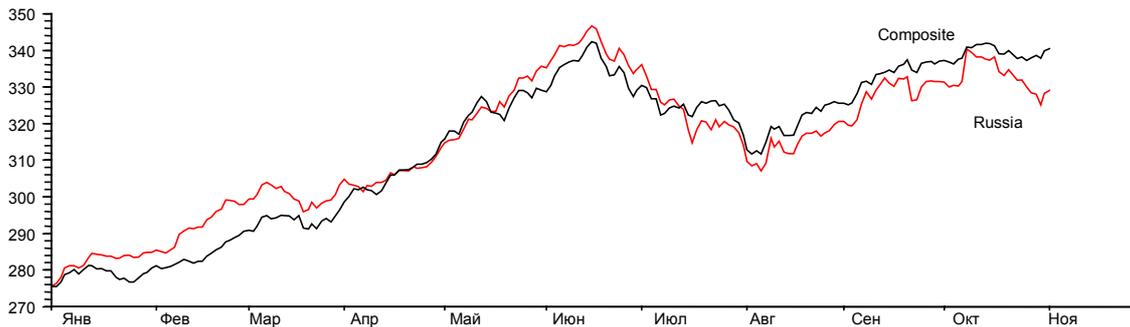
На дату повышения статуса России до инвестиционного (8 октября) цены российских облигаций достигли годового максимума. За этим последовала небольшая фиксация прибыли, которая затем – по мере роста тревоги в связи с арестом Ходорковского – усилилась. После 8 октября цена облигаций упала, в среднем, на 3,5% (на фоне слабого – менее чем на 50 б.п. – снижения на глобальных рынках долговых инструментов развивающихся экономик).

Илл. 6. Основные индексы рынка облигаций*

	За прошлый месяц	С начала года	От российского максимума **
JPM – Composite	0,5%	20,6%	-0,3%
JPM – Eurobonds	0,4%	18,2%	0,0%
JPM – Russia	-1,0%	19,1%	-3,5%

Прим.: * на момент закрытия 30 октября; ** 8 октября 2003 г.
Источник: DataStream

Илл. 7.: Доходность по российским облигациям следует за динамикой индекса EMBI: EMBI Russia и Composite, 2003 YTD



Источник: DataStream

Илл. 8 показывает последнюю по времени доходность наиболее ликвидных российских суверенных долгов и корпоративных еврооблигаций.

Илл. 8. Доходность облигаций

	Последняя	За прошлую неделю	На 8 октября*	На 1 января 2003 г.
Суверенные, к погашению в 2005 г.	3,3%	3,4%	3,4%	5,0%
Суверенные, к погашению в 2007 г.	4,8%	4,6%	4,2%	6,2%
Суверенные, к погашению в 2010 г.	5,2%	5,0%	4,6%	6,6%
Суверенные, к погашению в 2028 г.	7,7%	7,4%	7,0%	9,4%
Суверенные, к погашению в 2030 г.	7,4%	7,1%	6,8%	8,8%
Альфа-Банк, к погашению в 2005 г.	7,3%	8,7%	7,6%	10,9%
ВымпелКом, к погашению в 2005 г.	6,7%	6,2%	6,2%	9,0%
ТНК, к погашению в 2007 г.	7,2%	6,9%	6,7%	10,2%
МТС, к погашению в 2008 г.	7,9%	8,4%	7,6%	8,9%
«Система», к погашению в 2008 г.	9,0%	8,5%	8,8%	Н/Д
Газпром, к погашению в 2009 г.	7,3%	8,4%	6,9%	9,5%
Сибнефть, к погашению в 2009 г.	8,3%	8,9%	7,0%	9,3%
Газпром, к погашению в 2013 г.	8,5%	9,2%	7,8%	Н/Д

Прим.: * 8 октября – день повышения агентством Moody's инвестиционного рейтинга России и день годового максимума на рынке облигаций за 2003 г.
Источник: DataStream

Больше всех пострадали (и еще не восстановились) облигации Сибнефти

Больше всех пострадали корпоративные облигации, особенно эмитированные Сибнефтью, причем облигации со сроком погашения в 2009 г. все еще имеют спред в 310 б.п. к суверенным долгам, по сравнению со спредом 240 б.п., зафиксированным на 8 октября (хотя это и лучше рекордного – 390 б.п. – спреда недельной давности).

Илл. 9. Спред доходности к суверенным облигациям

	Последний	За прошлую неделю	На 8 октября *
Альфа-Банк '05	4,0%	5,3%	4,2%
Сибнефть '09	3,1%	3,9%	2,4%
ТНК '07	2,4%	2,3%	2,5%
МТС '08	2,9%	3,6%	3,2%
Газпром '09	2,1%	3,4%	2,3%
Вымпелком '05	3,4%	2,8%	2,8%
Газпром '13	2,3%	3,2%	2,2%

Прим.: * 8 октября – день повышения агентством Moody's инвестиционного рейтинга России и день годового максимума на рынке облигаций за 2003 г.
Источник: DataStream

Справедливые оценки

В Илл. 11 представлены самые ликвидные «голубые фишки», ранжированные по потенциалу роста от уровня последних по времени котировок до расчетной «справедливой цены».

Коррекция премии за риск по российским акциям пока не нужна

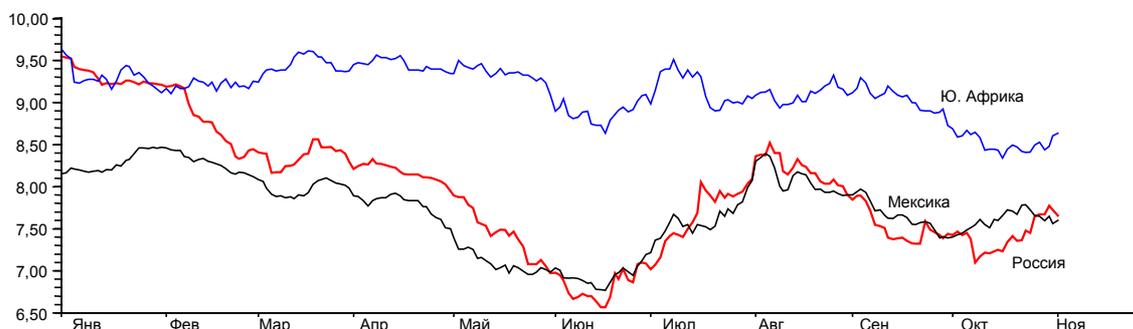
Мы не стали (и не предлагаем) проводить коррекцию нашей премии за риск по российским акциям после событий прошлой недели, так как считаем их отдельным мероприятием, направленным против акционеров конкретной компании, а не признаком повышения уровня делового риска. Всякий риск (например, риск ужесточения налогового режима по отношению к нефтяному сектору) будет должным образом внесен нашими аналитиками в расчетные модели и учтен в обычном порядке.

Безрисковая ставка повысилась, но окончательно еще не определена

События прошлой недели повлияли на безрисковую ставку (т.е. доходность 30-летних суверенных еврооблигаций), но, как показывает Илл. 10, цена российского долга все-таки успела совершить (на наш взгляд, чуть большую, чем необходимо) коррекцию по отношению к сопоставимым долговым инструментам.

Мы пока не скорректировали безрисковую ставку по отношению к текущей доходности – из-за нестабильности положения. Мы сделаем это через несколько дней, когда рынок, как мы надеемся, успокоится.

Илл. 10. Доходность по долгосрочным долгам России к долгам Мексики: доходность по долгосрочным долгам России, Мексики и Южной Африки



Источник: DataStream

С учетом безрисковой ставки прошедшей недели, наиболее привлекательными, относительно их «справедливой цены», являются следующие акции:



Илл. 11. «Голубые фишки» (ранжированы по потенциалу роста до «справедливой цены»)

	Последняя цена \$ за акцию	Рыночная капита- лизация \$ млн	Справедливая цена \$ за акцию	Потенциал роста %
Сибирьтелеком	0,03	365	0,05	60,0
ЮТК	0,09	266	0,14	59,1
Мегионнефтегаз	13,50	1 574	20,80	54,1
Северсталь	115,00	2 539	168,00	46,1
Газпром	1,33	32 069	1,89	42,2
Центртелеком	0,31	482	0,42	37,7
САН Интербрю	6,20	676	8,50	37,1
Выксунский Трубный	156,00	300	211,00	35,3
Челябинский Трубный	0,28	132	0,37	32,1
Ростелеком	1,94	1 410	2,50	29,2
Сбербанк	262,75	4 993	338,00	28,6
Сибнефть*	2,10	9 957	2,68	27,6
Волга Телеком	2,28	561	2,90	27,2
ОМЗ	7,45	263	9,40	26,2
МТС	71,50	7 128	90,00	25,9
Вымпелком	66,81	3 594	83,00	24,2
Норильский Никель	54,00	11 551	67,00	24,1
Голден Телеком	25,94	895	32,00	23,4
Вимм-Билль-Данн	19,25	844	23,70	23,1
ЛУКОЙЛ	21,35	18 160	26,00	21,8
Автоваз	24,00	653	28,90	20,4
Уралсвязьинформ	0,03	1 027	0,04	19,5
МГТС	11,75	938	14,00	19,1
Сев.-Зап. Телеком	0,41	357	0,48	18,5
ЮКОС*	12,65	28 298	14,62	15,6
Балтика	13,10	1 535	14,40	9,9
Ритек	1,70	170	1,84	8,2
Сургутнефтегаз	0,53	10 985	0,56	5,7
ГУМ	2,00	120	2,10	5,0
Башинформсвязь	0,09	88	0,09	0,0
Башнефть	3,90	714	3,84	-1,5
Татнефть	1,09	2 368	1,04	-4,3

Прим: * Наши модели по Сибнефти и ЮКОСУ пересматриваются, в результате чего могут возникнуть изменения в их расчетной справедливой цене.

Источник: оценки Альфа-Банка

Оценка странового риска

Российский страновой риск теперь ближе к адекватной оценке относительно сопоставимых мировых уровней

Как уже сказано, мы не видим какого-либо риска предпринимательскому климату или акционерной собственности в России, и поэтому не корректируем нашу премию за риск по акциям. Мы не видим также причин для повышения премии за страновой риск, и считаем, что долгосрочная доходность, отражающая уровень суверенного риска в наших моделях на основе DCF, адекватно учтена по отношению к долговым инструментам Мексики.

Страновой риск, подразумеваемый «инвестиционным» рейтингом, в конечном счете, предполагает, что:

- Россия способна своевременно платить по долгам;
- Она обладает политической и экономической гибкостью, позволяющей приспособиться к любым «разумным» изменениям макроэкономических условий – с тем, чтобы продолжать своевременно платить по долгам;
- Россия намерена и впредь своевременно платить по долгам;
- Она в политическом отношении стабильна и имеет политическую структуру, благоприятную для экономического роста;
- Она имеет, или будет иметь, финансовую и правовую инфраструктуру для поддержки новых инвестиций и будущего роста экономики;



- Россия способна и желает двигать вперед экономические реформы, которые обеспечат рост экономики на более диверсифицированной основе.

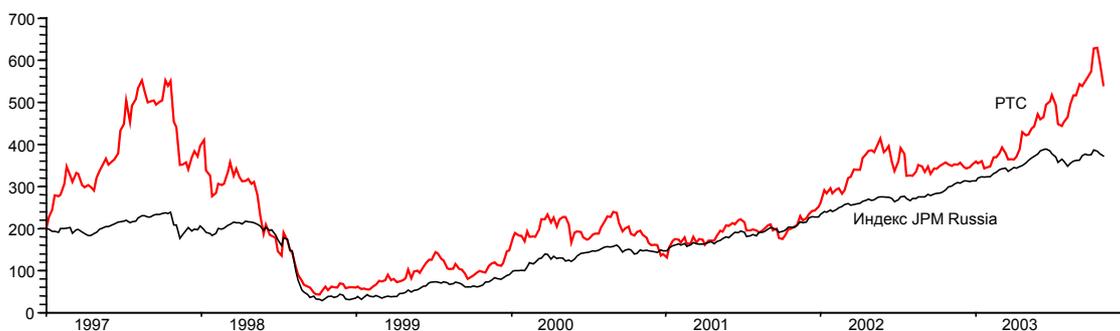
Риск по акциям

Оценки акций предполагают прогресс реформ и связанный с этим рост доходов

Как показывает Илл. 12, сейчас в ценах акций в значительной мере учтен оптимизм по поводу перспектив роста экономики. Оправданы ли эти оптимистичные предположения (которые приведут, в конце концов, к росту доходов, финансовых коэффициентов и фондовых цен) – это вопрос, ответить на который мы сможем, лишь поняв, насколько быстро пойдут экономические реформы у нового правительства.

В то же время рост экономики все еще зависит от конъюнктуры сырьевых рынков, особенно от нефти, и любой резкий спад в доходах этих секторов, естественно, отразится на настроениях инвесторов и вернет фондовые показатели обратно к исходному уровню инвестиционного риска.

Илл. 12. Тренды цен акций и облигаций (с 1997 г. – по настоящий момент)



Источник: DataStream

Структура рынка

Сегодня вес нефтяного сектора в Индексе РТС уменьшился

Последняя коррекция привела к изменению в структуре рынка – настолько, что вес нефтяного сектора сократился с 50% до 46%.

Сектора, ориентированные на внутренний рынок, составляют пока лишь 6,3% от всей экономики

Производственный, потребительский, банковский секторы и сектор услуг все еще составляют лишь 6,3% от всей капитализации, в действительности обеспечивая около 50% ВВП. Ожидается, что именно эти сектора максимально выиграют от более энергичных и успешных мер правительства по достижению основных целей экономического плана (расширение базы экономического роста и более равномерное распределение общественного богатства).

Илл. 13. Структура фондового рынка

	% от всего рынка
Нефть	45,9
Газ	19,4
Телекомы	10,4
Электроэнергетика	9,5
Металлургия	8,5
Финансовый сектор	3,0
Потребительский сектор	2,0
Производственный сектор	1,3

Источник: оценки Альфа-Банка

Теперь крупнейшей компанией фондового рынка стал Газпром

Теперь, после ценовых изменений в октябре, Газпром оттеснил ЮКОС с места крупнейшей (по величине рыночной капитализации) компании фондового рынка, а Норильский Никель передвинулся на четвертое место.

**Илл. 14. Крупнейшие российские компании**

Компания	Рыночная капитализация, \$ млн.
Газпром	32 069
ЮКОС	28 298
ЛУКОЙЛ	18 160
Норильский Никель	11 551
РАО ЕЭС	11 143
Сургутнефтегаз	10 985
Сибнефть	9 957
МТС	7 128
Сбербанк	4 993
Вымпелком	3 594
Северсталь	2 539
Татнефть	2 368
Мосэнерго	1 999
Мегионнефтегаз	1 574
Балтика	1 535
Ростелеком	1 410
Уралсвязьинформ	1 027

Источник: DataStream

Структура собственности

Совокупная стоимость российских акций сегодня равна \$173 млрд

На пике, т.е. 20 октября, совокупная стоимость российских акций достигла \$210 млрд, но в конце месяца упала до \$173 млрд.

Доля акций в обращении, доступных отечественным и иностранным инвесторам, составляет всего 26,2%, т.е. за месяц почти не изменилась, но заметно сократилась, по сравнению с началом года, когда она равнялась 30%.

Доля акций в свободном обращении составляет чуть больше 26%

Илл. 15. Структура собственников фондового рынка

	Стоимость владений, \$ млрд.	% от всей суммы
Руководство компаний	48,0	27,78
Связанные с ним «инсайдеры»	25,4	14,70
Инсайдеры, в целом	73,4	42,48
Стратегические инвесторы	26,6	15,39
Федеральное правительство	26,4	15,28
Региональные власти	1,1	0,64
Акции в обращении	45,3	26,22
Всего	172,8	100,00

Источник: оценки Альфа-Банка

Сырьевые и валютные рынки

Цены на никель и платину продолжают резко возрастать

Илл. 16-Илл. 18 показывают тренды и средние цены основных сырьевых товаров и курсы валют, которые влияют на макроэкономическую ситуацию и оценку российских акций.

Цены на никель и платину продолжают резко возрастать, что делает Норильский Никель более привлекательным в глазах инвесторов.

Илл. 16. Сырьевые товары/Курсы валют, изменение в %

	За прошлый месяц	С начала года	За год
Нефть сорта Urals	-0,4	-11,5	11,5
Никель	16,2	67,4	63,7
Платина	7,3	27,4	31,6
Золото	2,5	5,7	18,4
Рубль/Доллар	2,5	6,1	5,9
Рубль/Евро	0,6	-5,3	-11,80

Источник: DataStream



Рубль вновь дорожает по отношению к доллару и к евро

Несмотря на то, что после ареста Ходорковского курс рубля пережил небольшой спад, российская валюта быстро восстановила свой повышательный тренд относительно доллара и евро, и теперь ее курс составляет чуть меньше 30 руб. за доллар (т.е. находится на уровне, отмеченном в последний раз в октябре 2001 г.).

Илл. 17. Сырьевые товары/Курсы валют, цены/курсы в долларах

	Последние	За прошлый месяц	На 1 января 2003	Год назад
Нефть сорта Urals, \$ за баррель	27,0	27,1	31,0	24,1
Никель, \$/мт	11 875,0	11 875,0	7 100,0	7 100,0
Платина, \$/унция	762,0	710,0	598,0	580,0
Золото, \$/унция	354,0	363,0	344,0	306,0
Рубль/Доллар	29,90	30,60	31,80	31,70
Рубль/Евро	34,90	35,10	33,10	31,20

Источник: DataStream

Средняя цена за баррель нефти сорта Urals сегодня на \$3 выше, чем была в прошлом году

Средняя цена барреля нефти сорта Urals с начала года оказалась на \$3,35 выше, чем была в 2002 г. Это должно стимулировать рост ВВП на 1,5% (по сравнению с 2002 г.) за счет одно лишь эффекта нефтяных цен, и принести \$3,5 млрд дополнительных налоговых поступлений в бюджет (по сравнению с прошлым годом, когда профицит бюджета составлял свыше \$5 млрд).

Илл. 18. Сырьевые товары/Курсы валют, средние цены/курсы (\$)

	2003 г. YTD	2002 г.	За три года
Нефть сорта Urals, \$ за баррель	27,1	23,75	24,6
Никель, \$/мт	8 934,0	6 770,0	7 132,0
Платина, \$/унция	673,0	540,0	577,0
Золото, \$/унция	357,0	310,5	308
Рубль/Доллар	30,90	31,35	30,30
Рубль/Евро	34,50	29,65	29,50

Источник: DataStream



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Подрыв доверия бизнес-сообщества губителен для процесса реформ

- Основанием для инвестиционного рейтинга является низкая вероятность дефолта, но перед Россией стоит опасность низкой результативности реформ
- Возвращение в страну российского капитала в прошлые годы привело к ускорению темпов экономического роста.
- Продолжение реформ может остаться фактором роста лишь в случае восстановления доверия со стороны бизнес-сообщества, ослабленного из-за дела Юкоса

Основания для инвестиционного рейтинга есть

Арест Ходорковского заставил задуматься о преждевременности присвоения России инвестиционного рейтинга

Арест владельца Юкоса Михаила Ходорковского заставил иностранных инвесторов задуматься об обоснованности решения Moody's присвоить России рейтинг инвестиционного уровня. Такой рейтинг все же имеет под собой основания в виде низкой вероятности дефолта, но говорить о долгосрочной стабильности пока все же преждевременно. Мы полагаем, что хотя после выборов правительство продолжит реформы, но они принесут свои плоды лишь в том случае, если бизнес сохранит уверенность в том, что законы будут соблюдаться.

Основанием для инвестиционного рейтинга является незначительный риск дефолта,...

С чисто экономической точки зрения, решение Moody's было полностью оправданно. По итогам 9 месяцев 2003 г. экономика России выросла на 6,5%, налоговые платежи стабильно поступают в бюджет, резервы ЦБ достигли \$65 млрд, валютный курс устойчив. Пользуясь благоприятной макроэкономической ситуацией, правительство решает проблему внешней задолженности: если в 1999 г. внешние долги составляли 60% ВВП, то в настоящее время – уже 28%. Короче говоря, опасность дефолта крайне незначительна.

...но при этом он присвоен авансом в расчете на реформы

Вместе с тем решение о повышении суверенного рейтинга до инвестиционного должно рассматриваться как выданный правительству страны кредит доверия. От осуществления объявленных изменений во многом будет зависеть, как скоро S&P повысит российский суверенный рейтинг до инвестиционного уровня. Дальнейшие действия российских властей также важны для притока прямых иностранных инвестиций, который в данный момент незначителен.

Илл. 19. Факторы, способствующие присвоению инвестиционного рейтинга и притоку прямых иностранных инвестиций

Сфера	Фактор роста	Сроки
Банковская реформа	усиление конкуренции и сокращение числа банков	2004
Диверсификация экономики	Уменьшение налогового бремени на нефтегазовые отрасли	2004-2005
Политическая стабильность	Ослабление позиций бюрократии	2005-2006
Вступление в ВТО	Согласие по вопросу реорганизации газовой промышленности и либерализации финансового сектора	2006
Административная реформа	Борьба с коррупцией	2005-2007
Реорганизация естественных монополий и ЖКХ	Принятие законопроектов, стимулирующих снижение издержек и раздел монополий	2006-2008
Налоговая реформа	Снижение консолидированных расходов бюджета до 30% ВВП	2007-2008

Источник: оценка Альфа-Банка

Структурное несовершенство – зависимость от нефти – ...

В структурном отношении российская экономика остается сильно зависимой от нефтяного сектора, доля которого в доходах от экспорта составляет 56%, а налоговых поступлениях – 50%. Хотя в настоящее время рост экономики происходит уже не только в сырьевых отраслях, восста-



...и высокая концентрация производства; первая «десятка» компаний производит 41% ВВП по сравнению с 20-30% в развитых странах

Мы полагаем, что реформы продолжатся, но насколько они будут успешными, зависит от доверия со стороны бизнес-сообщества

новление других отраслей происходит медленно и, возможно, еще больше затормозится из-за падения темпов роста в нефтяном секторе.

Основная причина неустойчивости роста ВВП заключается в высокой концентрации производства. «Десятка» ведущих российских компаний производит 41% ВВП, тогда как в Японии (второе место в мире по уровню концентрации производства) первая «десятка» компаний дает 32% ВВП. За ней следуют США (27%) и Германия (15%). Малые и средние предприятия в РФ развиты крайне слабо: их доля в ВВП не превышает 10% (в европейских странах 40-50%). Т.о., развитие малого и среднего бизнеса – единственный рациональный путь диверсификации экономики и обеспечения устойчивых темпов роста.

Мы уверены, что после выборов правительство продолжит реформы. Что касается S&P, то это агентство, видимо, присвоит России инвестиционный рейтинг в 2004 г. Следует, однако, отметить, что разработка и проведение законопроектов через парламент не гарантируют их реализацию и результативность. Более того, результативность структурных реформ – это, в первую очередь, вопрос доверия. Если нет веры в возможность обеспечения равных правил «игры», экономические результаты будут хуже, чем ожидается.

Экономика росла благодаря возврату российского капитала, а не иностранным инвестициям

Российская экономика растет столь же быстро, что и китайская, но в основном благодаря отечественному капиталу

На долю России приходится лишь 1% общемировых иностранных инвестиций

Иностранный капитал, приходящий в Россию, по-прежнему носит краткосрочный характер, а прямые иностранные инвестиции все еще колеблются на уровне, не превышающем 1-2% ВВП. Понятно, что в последние годы восстановление экономики обеспечивалось в основном возвращением в страну российского капитала в надежде на будущие реформы. Возвращение отечественного капитала было основным фактором, обеспечившим России возможность развиваться такими же темпами, как и Китай, правда, без поддержки прямых иностранных инвестиций.

Приток иностранного капитала в Россию по-прежнему незначителен. В 1999-2002 гг. прямые иностранные инвестиции находились на уровне \$2-4 млрд, что соответствует примерно 1% ВВП (Китай же в последние годы привлекает более \$50 млрд ежегодно). На долю России приходится лишь 1% общемировых прямых иностранных инвестиций.

Илл. 20. Структура иностранных инвестиций, млн \$, 2000-1-е полугодие 2003

	2000	2001	2002	1H03
Всего	10 958	19 780	14 252	12 660
Прямые иностранные инвестиции	4 429	4 002	3 980	2 530
Портфельные инвестиции	145	472	451	380
Прочие инвестиции	6 384	15 306	9827	10 090

Источник: Госкомстат

Портфельные инвестиции незначительны

Чистый приток портфельных инвестиций в Россию также незначителен (см. Илл. 20). Понятно, что отчасти это можно объяснить ограниченностью доступа на рынок рублевых облигаций, тогда как до финансового кризиса зарубежные фонды особенно активно покупали ГКО-ОФЗ. В то же время эта ситуация отражает осторожное отношение к малоликвидному и сегментированному российскому финансовому рынку.



Иностранный капитал идет в Россию в форме корпоративных займов

С другой стороны, зарубежный капитал активно участвует в кредитовании России. По мере того, как государство сокращало объем своей задолженности, российские компании с выгодой для себя использовали высокий интерес к финансированию их заимствований. Если в 1999-2000 гг. объем внешней задолженности компаний держался примерно на одном уровне (порядка \$20 млрд), в 2001-2002 гг. он вырос на \$10 млрд (и на \$7 млрд в 1-м полугодии 2003 г.). Однако доля заемных средств у российских компаний в целом невысока, и рост заимствований пока еще не сильно сказывается на росте ВВП.

Инвестиционный бум 1999-2000 гг. финансировался российским капиталом

Т.о., экономический рост 1999-2003 гг. происходил, в основном, благодаря сокращению оттока капитала, выражавшемуся в том, что российские компании инвестировали средства в своей стране. Так, например, быстрый рост инвестиций в 1999-2000 гг. полностью финансировался отечественным капиталом.

С 2001 г. объем «бегства» капитала за границу сокращался ежегодно на \$10 млрд; кипрские инвестиции выросли на \$4 млрд

В 2001-2003 гг. в Россию стали возвращаться деньги, ранее находившиеся в оффшорах, что также свидетельствовало о вере в восстановление российской экономики. Кумулятивные кипрские инвестиции выросли с \$2 млрд в 2000 г. до \$6 млрд в 1-й половине 2003 г. Кроме того, утечка капитала в 2002 г. сократилась до \$20-22 млрд по сравнению с \$28-30 млрд сразу после кризиса 1998 года.

Инвестиционный рейтинг сыграт положительную роль только в случае роста корпоративных займов

Анализ вышеуказанных фактов позволяет сделать два вывода. Во-первых, благодаря инвестиционному рейтингу облегчается доступ к дешевому иностранному капиталу, но этот процесс пока еще не стал двигателем роста. Эту возможность удастся реализовать лишь в том случае, если российские компании будут продолжать надеяться на реформы и улучшение инвестиционного климата.

Переход к открытой экономической системе может затормозиться из-за расследований в отношении одной из наиболее «прозрачных» российских компаний

Во-вторых, рост экономики в последние несколько лет основывался в первую очередь на уверенности в том, что Россия идет по пути создания открытой экономической системы. Все налоговые нововведения после 2000 г. были нацелены на то, чтобы заставить компании и их сотрудников перейти на «белую» отчетность. Однако теперь, когда начато расследование против акционеров одной из наиболее прозрачных российских компаний, предприятия получили очень тревожный сигнал. От того, как к этой ситуации отнесутся российские компании, во многом зависит эффективность процесса реформ.

Влияние дела Юкоса на курс рубля

Так, какой же будет российская макроэкономика в 2004 г.? Есть два сценария поведения рынка, в зависимости от того, сможет ли Кремль убедить частные компании в особом характере дела Юкоса.

По нашим оценкам, курс установится на уровне 29 рублей за доллар (если дело ограничится одним Юкосом), в противном случае – 31 рубль за доллар

Что касается валютного рынка, то мы полагаем, что накануне выборов курс стабилизируется на уровне 29,7-30,1 рубля за доллар. Номинальный курс может вырасти, если нефть будет по-прежнему стоить дорого. При самом благоприятном развитии событий (исчезнет опасность расследований в отношении большего числа компаний), рыночный курс может установиться на уровне 29 рублей. Если же опасения пересмотра итогов приватизации сохранятся, рост утечки капитала заставит национальную валюту опуститься до 31 рубля за доллар.

Из-за дела Юкоса прямые иностранные инвестиции останутся на уровне \$4-5 млрд

Дело Юкоса сильно затормозит приток прямых иностранных инвестиций, которые в ближайшем будущем вряд ли восстановятся до прежнего уровня. По нашим оценкам, в 2004 г. прямые иностранные инвестиции будут по-прежнему находиться на уровне \$4-5 млрд. Важным фактором станет динамика инвестиций с Кипра. По ней можно будет судить об отношении российского капитала к последним событиям в России.



Российские еврооблигации не отреагируют на дело Юкоса и будут торговаться со спредом в 150 б.п.

Изменение ставки дисконтирования не будет столь сильно зависеть от дела Юкоса. Дело в том, что инвестиционный рейтинг является для иностранных банков важным индикатором уровня российских макроэкономических рисков. По нашим оценкам, в ближайшие 12 месяцев спред между доходностью российских еврооблигаций и казначейских обязательств США будет составлять около 150 б.п.

В следующем разделе приводится подробный теханализ трендов и циклов российских суверенных облигаций с погашением в 2030 г., а также рекомендации о том, как лучше всего заработать на увеличении спреда.



Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743

Технический анализ российских «Евро-30» и 10-летних Казначейских обязательств США

Илл. 21. Российские суверенные облигации «Евро-30» и 10-летние Казначейские обязательства США – Основные технические характеристики цены и доходности

Бонд	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон (Октябрь 1-28)			
		Краткосрочный	Долгосрочный								
Евро-30	ПОКУПАТЬ 89-90% НА ОТКАТЕ ЦЕЛЬ 100%	Нейтральный к понижению	Медвежий	C4	98.625	Максимум 09.10.03	P1	93.000	Концентрация	OP	94.625
				C3	96.040	7-недельная AMA	P2	92.000	Минимум 27.10.03	HI	98.625
				C2	95.243	7-дневная AMA	P3	90.000	Психологический	LO	92.000
				C1	94.965	28-дневная AMA	P4	89.000	Линия тренда	CL	93.500
10-летний UST	ПРОДАВАТЬ 4.55% РАСЧЕТНАЯ 3.54% ДОХОДНОСТЬ	Бычий Замедляется	Нейтральный к понижению	C4	4.568	61.8% FiboR	P1	4.215	28-дневная MA	OP	3.945
				C3	4.554	Линия тренда	P2	4.122	Линия тренда	HI	4.475
				C2	4.475	Максимум 17.10.03	P3	3.957	26-недельная MA	LO	3.909
				C1	4.296	7-дневная MA	P4	3.540	Концентрация	CL	4.285

Источник: оценка Альфа-Банка

- Цена российских облигаций «Евро-30» должна возобновить рост до 100% от номинала в среднесрочной перспективе, а в краткосрочном плане будет колебаться в рамках 90-95% от номинала. Хорошие возможности для долгосрочного инвестирования мы видим на ценовом уровне 89-90% от номинала.
- Основной аргумент в пользу нашего базового сценария – это большая волатильность долгосрочного составного волнового цикла, которая все еще продолжает расти.
- Ожидаемое снижение доходности 10-летних Казначейских обязательств США (U.S. T-Bills) должно способствовать реализации потенциала роста российских облигаций «Евро-30». В то же время, расширение спреда между доходностью «Евро-30» и 10-летних U.S. T-Bills может отсрочить новую фазу роста российских еврооблигаций

Теперь потенциал роста российских Евро-30 определен с большей точностью

Цель – определить кратко/долгосрочные потенциалы роста российских «Евро-30»

Основная цель данного раздела – определить господствующие краткосрочные и долгосрочные тренды и циклы в колебаниях цены российских суверенных еврооблигаций со сроком погашения в 2030 г. (далее «Евро-30»). С этой целью мы использовали не только классический технический анализ, но и особую методику на основе цифровой фильтрации дискретных временных рядов, что позволило нам получить очень хорошую аппроксимацию линий тренда и составных волновых циклов без временной задержки.

Динамика изменения цены/доходности «Евро-30» и 10-летних U.S. T-Bills почти одинакова из-за их близкой дюрации

Из-за сложной временной структуры дюрация российских еврооблигаций «Евро-30» близка к дюрации 10-летних Казначейских обязательств США (9 лет против 7,875 лет, соответственно), что делает динамику «цена/доходность» этих долговых инструментов почти одинаковой. Равные относительные изменения доходности по облигациям, имеющим ту же дюрацию, в теории должны приводить к равным относительным изменениям их цен. Поэтому мы провели дополнительное исследование, охватывающее доходность 10-летних бондов Казначейства США. Поскольку колебания спреда между доходностью «Евро-30» и 10-летних Казначейских обязательств США, то дополнительное техническое исследование позволило нам рассчитать потенциал роста российских Euro-30 с большей точностью.

Мы проанализировали динамику спреда в их цифрах доходности к погашению

Наше расследование было бы неполным без анализа динамики спреда между доходностью к погашению «Евро-30» и 30-летних бондов Казначейства США, что многими аналитиками считается премией за риск. За-

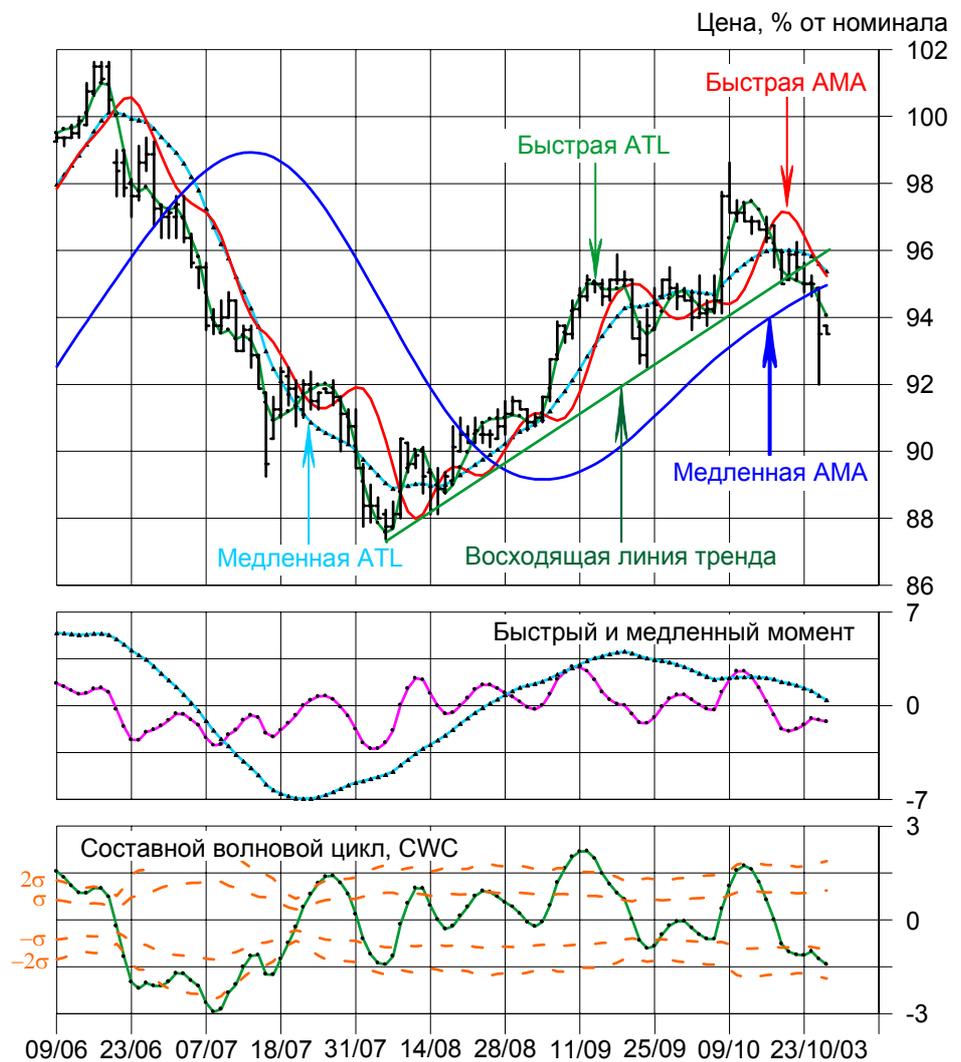
ключительная часть нашего технического исследования посвящена этой проблеме.

Краткосрочный тренд и циклы российских «Евро-30»

Краткосрочный тренд цены Euro-30 меняется на нисходящий

Как показывает медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 22, краткосрочный ценовой тренд меняется на нисходящий, так как медленная ATL сформировала свой локальный максимум и начала снижаться. Разрыв между медленной ATL и медленной АМА резко сокращается и через несколько дней должен стать отрицательным. Быстрая адаптивная линия тренда и текущая цена осуществили прорыв ниже медленной АМА, что следует считать надежным подтверждением разворота тренда в сторону понижения. Прорыв ниже восходящей линии тренда на Илл. 22 – это дополнительный «медвежий» признак.

Илл. 22. Российские суверенные облигации со сроком погашения в 2030 г. – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, на 28 октября 2003 г.



Источники: Reuters, оценка Альфа-Банка

Линия быстрого момента возобновила нисходящее движение

Медленный момент сформировал локальный максимум в сентябре и приближается к нулевому уровню, что подтверждает наступление нисходящей фазы рынка. Линия быстрого момента миновала локальный максимум в зоне отрицательных значений и возобновила нисходящий тренд.

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) продолжает снижаться в умеренно перепроданной области между уровнем минус сигма и минус

Волатильность краткосрочной составной волны продолжает расти

два сигма, что говорит об истощении потенциала нисходящего движения. Волатильность краткосрочной составной волны (т.е. уровень сигма) продолжает расти, что указывает на период дестабилизации.

Долгосрочный тренд и циклы российских «Евро-30»

Илл. 23. Российские суверенные облигации (Евро-30) – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, на 28 октября 2003 г.



Источники: Reuters, оценка Альфа-Банка

Долгосрочный ценовой тренд российских «Евро-30» остается медвежьим, но его сила невелика

В соответствии с нашим собственным определением, долгосрочный ценовой тренд российских суверенных облигаций Euro-30 остается «медвежьим» с сентября. Об этом говорит медленная адаптивная линия тренда (ATL), которая миновала свой пик в июле 2003 г. и пересекла сверху вниз медленную адаптивную скользящую среднюю (АМА) в сентябре 2003 г. (см. Илл. 23). Мы считаем пересечение этих двух линий точкой поворота тренда. Быстрая адаптивная линия тренда (ATL) сформировала фигуру «двойная вершина» и возобновила снижение.

Линия быстрого момента достигла зоны отрицательных значений

Медленный момент в средней части Илл. 23 в настоящее время движется вбок в области негативных значений чуть ниже нулевого уровня, что указывает на умеренно-медвежий тренд. Линия быстрого момента достигла области отрицательных значений и демонстрирует ускорение в нисходящем направлении.

Долгосрочный составной волновой цикл вошел в фазу снижения

Основной уровень сопротивления – 98%, а основной уровень поддержки – 89% от номинала

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) сформировал фигуру «двойная вершина» и вошел в фазу снижения. Волатильность долгосрочного CWC в ценах российских «Евро-30» остается слишком высокой, и при этом продолжает расти. Текущий уровень сигма равен 3,097%!

Уровни поддержки и сопротивления Euro-30

Основной уровень сопротивления определяется текущим значением нисходящей линии тренда (около 98% от номинала) на Илл. 23. Уровень ключевого сопротивления находится чуть ниже отметки 95% от номинала в узком диапазоне между 94,865% (текущее значение 26-недельной АМА) и 94,965% (текущее значение 28-дневной АМА). Основной уровень поддержки совпадает с нижней линией тренда большой треугольной формации на Илл. 23 (около отметки 89% от номинала). Справедливая техническая цена «Евро-30» совпадает с текущим значением медленной адаптивной линии тренда (ATL) на отметке примерно 93% от номинала.

Классический технический анализ доходности 10-летних Казначейских обязательств США

Илл. 24. Доходность 10-летних Казначейских обязательств США – Дневные технические характеристики, по состоянию на 28 октября 2003 г.



Источники: CQG, оценка Альфа-Банка

В ближайшие недели доходность 10-летних КО США снизится, как минимум, до 3,540%

С позиции классического технического анализа, доходность 10-летних Казначейских обязательств (КО) США уже давно колеблется внутри долгосрочного нисходящего канала тренда, как показано на Илл. 24. Несколько дней назад доходность 10-летних КО США одновременно достигла верхней границы долгосрочного нисходящего торгового канала и уровня 61,8%-ной коррекции Фибоначчи (4,568%) на предыдущее падение, но так не смогла пробиться выше этого уровня. В течение следующих нескольких недель доходность снизилась до 26-недельной скользящей средней, а затем вновь отскочила ближе к вышеуказанным уровням сопротивления. На наш взгляд, эта новая попытка прорыва сквозь зону сопротивления вновь обречена на неудачу. До тех пор, пока доходность остается в рамках долгосрочного нисходящего канала, у нее скорее есть хороший шанс достичь нижней линии тренда этого канала (2,925%), чем наоборот. Более реалистичный сценарий предполагает падение доходности до нашей предварительной расчетной цены (3,540%) после проникновения ниже уровня ключевого сопротивления (4,122%) на Илл. 24.

Тренд доходности по 10-летним КО США все еще бычий, но уже замедляется

Краткосрочный тренд и циклы 10-летних КО США

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 25 миновала свое локальное дно вблизи отметки 4% в сентябре и сейчас движется в восходящем направлении выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА), что указывает на сохранение краткосрочного бычьего тренда. При этом быстрая адаптивная линия тренда (ATL) пересекла недавно свой локальный максимум и уже движется вниз, приближаясь к медленной АМА, что указывает на замедление бычьего тренда.

Илл. 25. Доходность 10-летних КО США – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, на 28 октября 2003 г.



Источники: CQG, оценка Альфа-Банка

Медленный момент остается в зоне положительных значений

Медленный момент в средней части Илл. 25 миновал локальный минимум в зоне отрицательных значений в сентябре и достиг зоны положительных значений. Быстрый момент формирует локальный минимум в зоне отрицательных значений, что увеличивает вероятность краткосрочного отскока вверх доходности 10-летних КО США.

Краткосрочный CWC приблизился к уровню минус сигма

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 25 приблизился к уровню минус сигма. В результате, краткосрочный CWC имеет хороший шанс возобновить краткосрочную фазу роста. Текущая нисходящая фаза краткосрочного (дневного) CWC сопровождается рез-



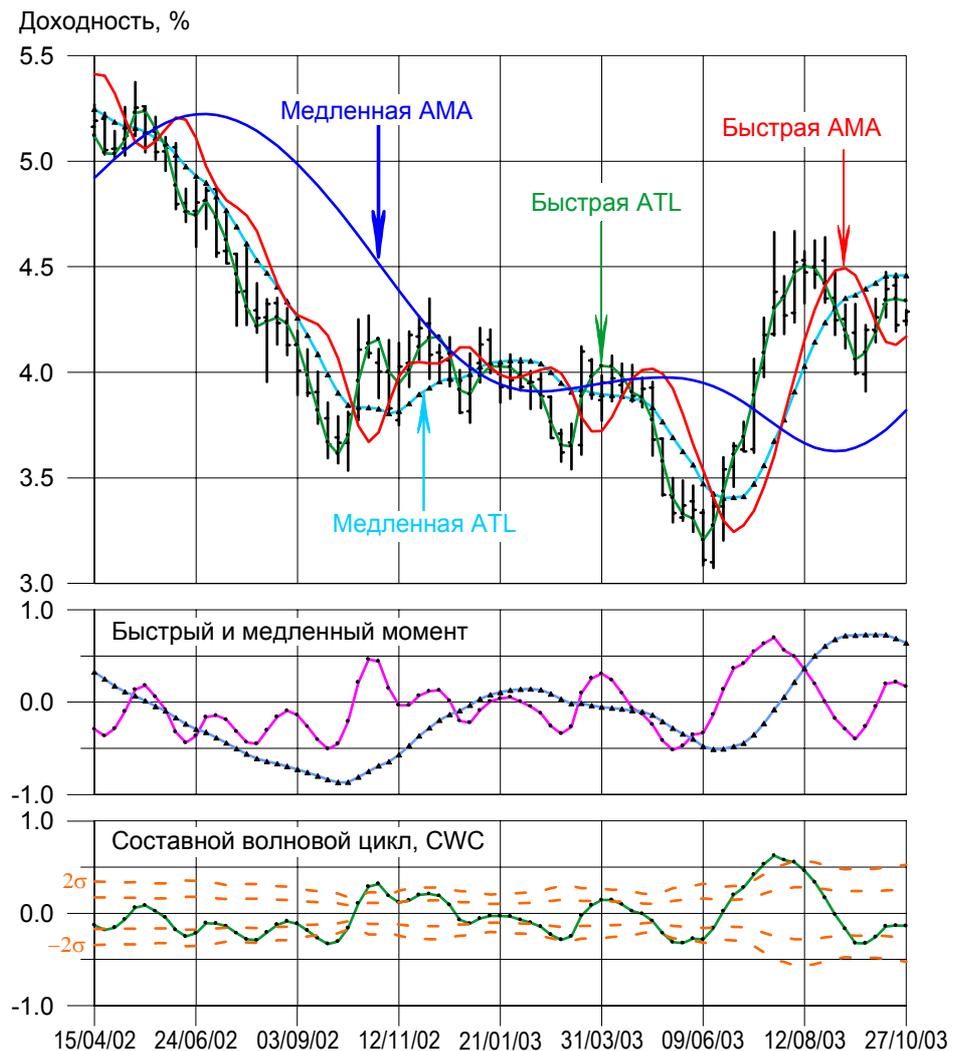
ким всплеском его собственной волатильности, что следует считать предпосылкой грядущего сильного движения доходности.

Долгосрочный тренд и циклы доходности 10-летних КО США

Долгосрочный тренд доходности 10-летних КО США формирует локальный пик

Медленная адаптивная линия тренда (АТЛ), которая остается «бычьей» с августа 2003 г., в настоящее время формирует локальный пик (см. Илл. 26) и вскоре должна возобновить движение вниз. Быстрая АТЛ также близка к своему пику; в ближайшие недели она может возобновить снижение и привести в динамику доходности негативный импульс.

Илл. 26. Доходность 10-летних U.S. T-Bills – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, на 28 октября 2003 г.



Источники: CQG, оценка Альфа-Банка

Медленный момент миновал локальный максимум и начал скольжение вниз

Медленный момент в средней части Илл. 26 миновал локальный максимум и начал скольжение вниз в зоне положительных значений. Тот факт, что фигура поворота тренда медленного момента возникает одновременно с формированием пика в медленной АТЛ, указывает на возвращение долгосрочной медвежьей тенденции. Быстрый момент миновал локальный максимум в зоне положительных значений и возобновил свое падение, что указывает на возможное ускорение вниз.

Долгосрочный составной волновой цикл все еще находится в фазе роста

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) миновал низшую точку своего развития в умеренно перепроданной зоне и в настоящее время находится в фазе роста ниже нулевого уровня. Мы ожидаем, что долго-



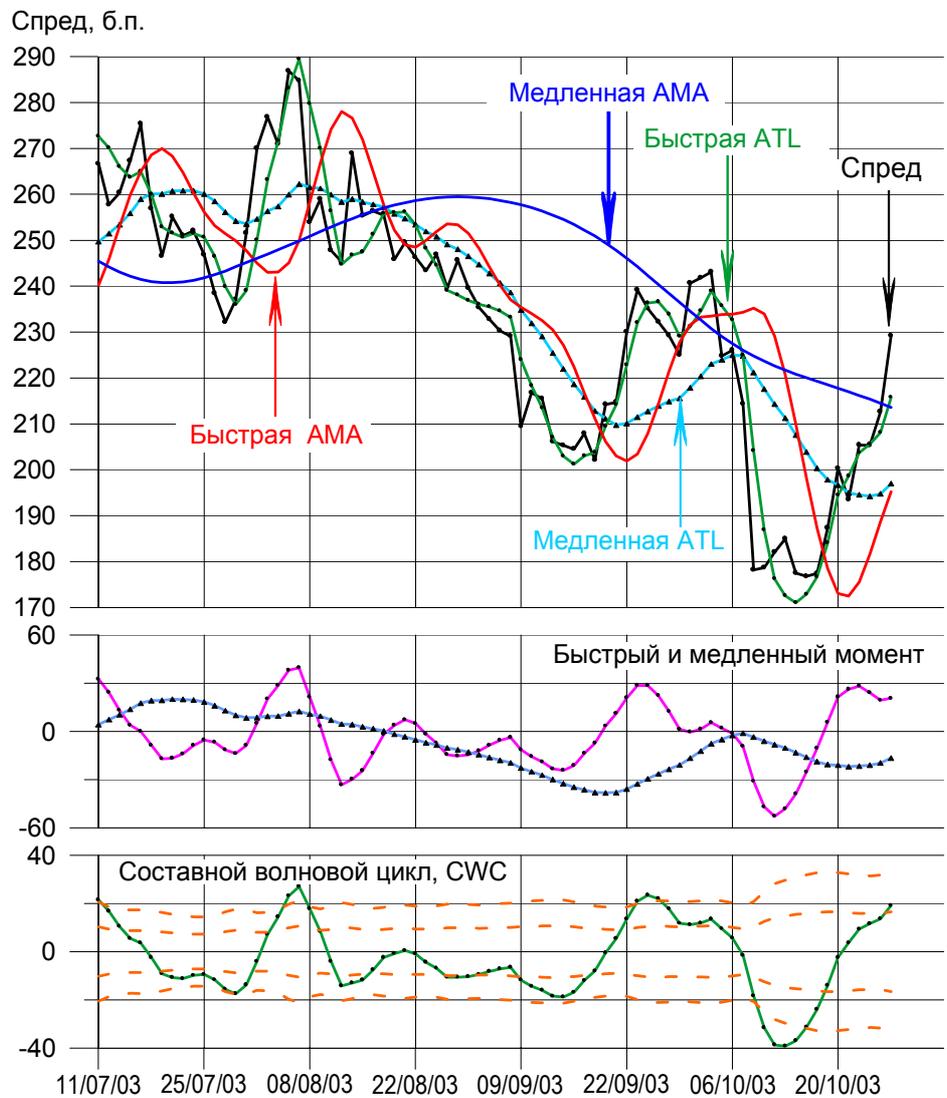
срочный CWC возобновит свое снижение в tandem с недельным быстрым моментом. Это должно привести к новой нисходящей волне в доходности 10-летних КО США, что не исключает прорыв ниже текущего значения медленной адаптивной скользящей средней (АМА) на Илл. 26. Волатильность долгосрочного CWC остается высокой, что предполагает возможность широко-амплитудных колебаний доходности в ближайшие недели.

Краткосрочная динамика спреда между доходностью «Евро-30» и 30-летних бондов Казначейства США

Краткосрочный тренд в динамике спреда меняется на бычий

Медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 27 указывает на разворот краткосрочного тренда в сторону повышения, так как медленная АТЛ миновала локальное дно и начала расти. Этот сигнал перелома тенденции сигнал сопровождается «бычьим» расхождением между двумя последовательными локальными минимумами медленной АТЛ, с одной стороны – и медленным моментом, с другой стороны, что делает «бычий» сигнал более надежным.

Илл. 27. Спред между доходностью Евро-30 и 30-летних U.S. T-Bills (на 27 октября)



Источники: CQG, оценка Альфа-Банка



Восходящий краткосрочный CWC способствует более быстрому расширению спреда

Наш базовый сценарий предполагает, что цена «Евро-30» должна возобновить рост до 100% от номинала и завершить формирование модели переломной тенденции «двойная вершина»

Благодаря высокой волатильности долгосрочного CWC отскок до уровня 100% очень вероятен

Ожидаемое снижение доходности 10-летних КО США поможет российской «Евро-30» в реализации его потенциала роста

Начало расширения спреда между доходностью «Евро-30» и 30-летних бондов Казначейства США может отсрочить начало новой волны роста российских «Евро-30»

Составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 27 все еще находится в фазе роста, что способствует более быстрому расширению спреда. Рост волатильности краткосрочного CWC косвенно указывает, что спред фактически приближается к локальному дну.

Потенциал роста и падения

В свете перечисленных факторов мы пришли к следующим выводам:

1. Мы полагаем, что потенциал роста российской «Евро-30» далеко не полностью истощен. В соответствии с нашим базовым сценарием, на недельных ценовых графиках формируется крупная модель перелома тенденции «двойная вершина», что предполагает возобновление роста цены облигации и достижение ценового коридора между 100% и историческим ценовым максимумом 102% от номинала. **Мы полагаем, что в краткосрочном плане цена российской «Евро-30» будет колебаться в диапазоне 90-95% от номинала. Мы видим хорошие возможности для долгосрочного инвестирования на ценовом уровне 89-90% от номинала.**
2. Основной аргумент в пользу нашего базового сценария – это избыточно высокая волатильность долгосрочного CWC, продолжающая расти. Так, текущее значение уровня «сигма» равно 3,097%! Это значит, что амплитуда (размах) долгосрочного CWC, например, от уровня $-1,5\sigma$ до уровня $1,5\sigma$, в настоящее время составляет 9,291%. Согласно нашим оценкам, после возобновления фазы роста CWC цена «Евро-30» должна будет – даже на фоне доминирующего сейчас рыночного тренда – быстро достичь, по меньшей мере, уровня 100% от номинала.
3. Дополнительный аргумент в пользу роста цены «Евро-30» – ожидаемое снижение доходности по 10-летним КО США. В результате проведенного нами исследования мы установили, что долгосрочный тренд доходности сейчас меняется в сторону понижения. **В ближайшие несколько недель мы прогнозируем падение доходности 10-летних КО США до нашего предварительного технического расчетного уровня 3,540%.** Это должно поддержать российские «Евро-30» в силу наличия положительной долговременной корреляции.
4. Наконец, мы определили, что краткосрочный тренд в динамике спреда в доходности к погашению российской «Евро-30» и 30-летними бондами Казначейства США меняется в сторону повышения, что предполагает в ближайшие недели дальнейшее расширение среднего значения спреда. Таким образом, позитивная краткосрочная корреляция между доходностью перечисленных долговых инструментов должна будет временно исчезнуть. Мы полагаем, что позднее она появится вновь, что и будет сигналом к началу новой фазы роста долгосрочного цикла в цене «Евро-30». До этого момента российские облигации «Евро-30» будут напоминать сжимающуюся пружину, накапливающую потенциальную энергию, которая может начать разжиматься в любой момент времени, преобразовывая эту запасенную энергию в кинетическую энергию ценового ралли.



Динамика и оценка акций

Илл. 28. Динамика АДР, с начала месяца, на 31 октября 2003 г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
Нефть и Газ									
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	24,0	-2,8	103,4	28,5	10,0	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	80,5	-1,6	33,5	98,0	54,5	
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	21,8	-26,0	2,1	32,7	16,5	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	23,0	0,9	44,7	30,2	14,3	
Татнефть	2	20 в 1	25,0	20,8	-4,0	37,2	27,2	14,2	
Юкос	1	4 в 1	20,0	49,8	-20,1	34,2	68,5	33,3	
Энергетика									
Иркутскэнерго	1	50 в 1	N/A	6,0	17,6	140,0	6,3	2,5	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	41,8	0,0	71,4	45,8	21,5	
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	7,0	4,5	129,5	8,1	2,7	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	26,8	-17,1	120,2	34,3	10,7	
Телекоммуникации									
ВымпелКом	3	3 в 4	N/A	64,8	6,4	102,3	70,3	27,7	
Голден Телеком	3	1 в 1	N/A	26,7	-2,5	110,7	33,5	12,0	
МТС	3	20 в 1	17,0	78,0	6,1	110,0	87,5	32,4	
МГТС	1	1 в 10	N/A	7,5	-27,8	18,2	10,0	5,0	
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	8,5	4,6	29,0	66,0	25,0	1,3	
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	11,0	6,4	54,4	13,2	6,6	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	N/A	6,2	20,0	127,2	6,7	2,0	
ЮжТелеком	1	1 в 2	N/A	4,5	0,0	28,3	4,8	2,4	
Прочие сектора									
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	52,8	7,7	161,4	65,5	18,3	
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	7,5	-7,3	22,6	7,9	4,2	
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,9	0,6	7,4	5,1	2,5	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	18,5	-3,9	3,0	22,8	16,0	
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	6,2	2,9	27,4	7,2	2,9	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 29. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 31 октября 2003 г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			млн. \$	млн. \$	2002	2003П			
Нефть и Газ														
Газпром	1,256	-2	63	1,458	0,663	48,1	33 659	29,5	3,6	6,2	3,5	1,890	50	ПОКУПАТЬ
ЛУКойл	20,2	-2	29	24,1	13,77	9,0	17 181	9,3	6,6	5,5	5,1	26	29	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	2,1	-28	-6	3,3	1,78	0,2	9 957	8,6	4,9	6,4	4,8	2,17	3	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,473	2	48	0,598	0,29	3,5	19 348	11,7	10,4	2,7	2,4	0,56	18	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1,045	-5	36	1,355	0,721	0,5	2 365	4,8	4,3	4,2	2,7	1,04	0	ДЕРЖАТЬ
Юкос	11,2	-24	21	15,97	8,45	7,1	30 245	7,3	5,4	6,1	4,6	12,98	16	ДЕРЖАТЬ
Petrobras	24,3	6	31	25,7	12,0	8,5	25 955	9,3	4,5	6,9	3,5			
PetroChina	0,4	10	85	0,4	0,2	43,0	65 144	12,0	8,0	5,4	4,3			
Sinorep	0,3	19	95	0,3	0,2	21,4	37 279	14,9	11,0	8,3	6,7			
Среднее								12,1	7,8	6,9	4,8			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,103	-8	28	0,1265	0,070	0,0	489	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,590	2	111	0,615	0,265	0,0	452	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,066	-2	103	0,082	0,031	0,6	1 866	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,254	-20	93	0,340	0,108	8,7	10 425	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
CEZ	4,3	0	22	4,5	3,0	3,3	2 074	6,5	3,6	3,6	3,9			
Sopel	2,5	2	-10	4,6	2,0	0,2	771	Н/З	9,7	8,9	3,2			
Elektrobras	8,3	1	0	11,3	5,0	1,2	4 469	11,5	4,0	3,8	6,0			
Среднее								3,7	5,7	5,4	4,4			
Телекомы														
МГТС	11,8	11	84	11,8	6,2	0,0	1 045	19,3	11,8	5,7	4,4	14,0	19	ПОКУПАТЬ
TeleSP	13,9	10	16	14,2	10,0	3,5	6 372	15,6	10,2	4,6	5,2			
Tele Norte Leste	11,4	3	59	12,6	5,7	3,6	5 059	47,5	31,5	4,7	4,7			
Среднее								31,6	20,8	4,6	5,0			
Ростелеком	1,795	4	46	2,180	1,122	1,8	1 609	46,9	27,9	4,1	3,8	2,50	39	ПОКУПАТЬ
Indosat	1,36	26	29	1,42	0,84	3,9	1 459	12,7	11,4	5,2	4,2			
Embratel	2,90	10	89	3,14	0,81	1,8	1 023	Н/Д	Н/Д	5,4	5,2			
Среднее								12,7	11,4	5,3	4,7			
ВымпелКом	64,8	6	102	70,3	27,7	29,0	3 482	26,9	15,2	12,6	7,6	83,0	28,2	ПОКУПАТЬ
МТС	78,0	6	110	87,5	32,4	25,7	7 774	28,1	13,6	12,7	6,4	90,0	15	ДЕРЖАТЬ
Turkcell	11,370	1	56	11,630	5,350	0,4	944	24,2	18,2	6,5	5,6			
Mobinil	17,9	15	123	21,0	7,1	0,0	1 748	15,7	14,2	6,5	7,3			
Среднее								15,7	16,2	6,5	7,3			
Голден Телеком	26,7	-3	111	33,5	12,0	2,9	919	30,9	16,7	14,6	7,3	32,0	20	ПОКУПАТЬ
Net1a	1,4	3	30	1,6	0,8	1,3	483	Н/З	Н/З	Н/З	6,8			
Металлургия														
Норильский Никель	51,5	4	154	65,0	18,8	1,9	11 016	35,0	8,8	9,4	5,0	67,0	30	ПОКУПАТЬ
Amplats	42,8	15	-7	55,9	28,0	0,3	9 200	11,0	10,3	6,3	5,5			
Inco	33,1	20	31	33,1	18,7	1,3	6 136	Н/З	27,0	14,6	11,5			
Implats	91,8	9	16	94,2	50,1	0,2	6 114	9,2	11,9	7,2	6,7			
Среднее								10,1	16,4	10,5	8,5			
Северсталь	110,0	-2	121	125,0	47,0	0,1	2 428	13,6	6,1	5,5	3,4	168,0	53	ПОКУПАТЬ
China Steel	0,8	0	43	0,8	0,5	65,6	7 624	16,8	13,7	8,3	6,1			
POSCO	116,6	0	17	131,0	76,9	Н/Д	10 374	10,4	8,9	4,5	4,5			
Среднее								13,6	11,3	6,4	5,3			
Продукты														
Балтика	13,1	3	0	14,0	11,9	0,0	1 535	11,2	11,3	6,8	6,3	14,4	10	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	6,2	3	27	7,2	2,9	0,0	676	-50,4	18,1	11,8	8,8	8,5	37	ПОКУПАТЬ
Вимм-Билль-Данн	18,5	-3,9	3,0	22,8	16,0	2,3	813,1	22,7	19,9	10,5	9,3	21,7	17,4	ПОКУПАТЬ
Okocim	6,2	2	92	6,6	2,8	0,0	177	254,5	Н/Д	12,8	15,6			
Grupo Modelo-C	2,5	2	9	2,6	1,9	1,3	8 154	21,3	18,4	8,2	7,5			
Среднее								137,9	18,4	10,5	11,6			
Торговля														
ГУМ	2,00	-13	33	2,30	1,50	0,0	120	13,2	10,8	6,8	5,8	2,10	5	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	4,4	-4	40	5,2	3,1	0,1	381	22,3	22,6	18,3	16,8			
Matahari Putra Prima	58,8	3	0	73,6	42,4	4,7	159	12,8	11,3	5,3	4,1			
Среднее								17,6	17,0	11,8	10,5			
Машиностроение														
ОМЗ	7,5	-10	30	9,2	4,9	0,0	263	15,5	13,0	4,6	4,3	9,4	26	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	28,4	0	76	30,3	13,4	0,8	2 158	7,3	6,3	6,2	5,7			
Atlas Copco	29,6	9	19	30,7	22,2	1,7	7 668	16,9	17,2	8,7	8,0			
Среднее								16,9	11,8	7,4	6,8			

Примечание: н/д – нет данных, н/з – не значимо
 Источники: РТС, Блумберга оценки Альфа-Банка



Илл. 30. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 31 октября 2003 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2002	2003П	2002	2003П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	13,5	-5	55	14,8	8,125	7,6	1 574	102,4	78,7	11,2	17,2	20,8	54	ПОКУПАТЬ
Башнефть	3,88	3	50	4,53	2,45	9,2	714	3,9	11,5	1,9	2,6	3,5	-9	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	1,7	-11	55	2,14	1,01	0,9	170	7,3	7,9	5,7	7,1	1,84	8	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,281	-11	109	0,370	0,125	27,6	292	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,270	0	23	0,300	0,190	3,2	161	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	3,70	-18	51	4,5	2,1	10,9	66	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,55	0	182	0,550	0,172	60,1	333	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	9,55	-14	151	11,3	2,1	0,0	129	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	3,45	0	60	4,25	1,75	17,8	125	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,034	0	66	0,034	0,015	16,9	106	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,068	-2	108	0,074	0,033	19,7	237	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,3	0	40	0,3	0,158	24,1	157	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,029	-6	164	0,0325	0,011	0,7	135	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Башинформсвязь	0,09	0	95	0,098	0,0462	7,9	88	4,4	30,3	5,0	3,3	0,09	0	ПРОДАВАТЬ
Волга Телеком	2,28	14	80	2,69	0,96	67,3	674	25,3	12,2	4,7	3,9	2,9	27	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,405	-11	7	0,5	0,345	25,2	357	24,4	7,1	4,0	2,7	0,48	19	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,03	-1	14	0,04	0,02	223,78	434	19,7	5,3	3,6	2,1	0,05	62	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,031	15	131	0,038	0,011	58,3	992	32,9	16,7	7,2	4,2	0,038	24	ДЕРЖАТЬ
Центр Телеком	0,305	-8	14	0,357	0,236	84,3	602	18,8	10,1	3,8	2,4	0,39	28	ДЕРЖАТЬ
Юж Телеком	0,09	-2	24	0,103	0,06	70,3	334	10,5	8,2	2,5	1,6	0,14	56	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	24	-17	10	30,25	19,15	163,9	736	15,4	5,6	3,0	3,1	28,9	20	ПОКУПАТЬ
ГАЗ	24,75	-15	59	30,5	14	37,3	133	16,4	2,8	4,2	3,1	17	-31	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	5	-26	25	7,65	4	1,1	48	4,2	3,5	2,3	2,1	9,00	80	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	251,5	-4	32	303	185	233,5	4 966	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	338	34	ПОКУПАТЬ
Челябинский труб- ный 3-д	0,28	-3	211	0,31	0,09	6,2	132	16,8	10,3	5,5	3,9	0,37	32	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

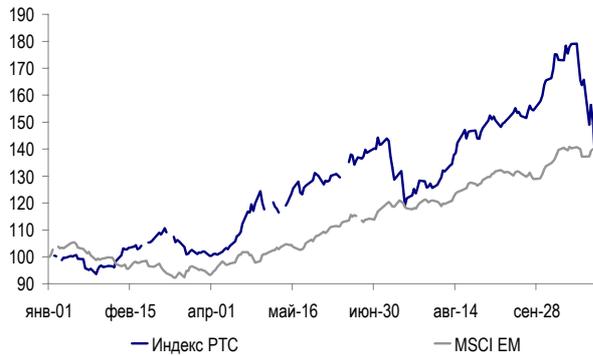
Илл. 31. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 31 октября 2003 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2002П \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Транснефть прив.	502	6	42	597	340	445	Н/Д	27,57	6	508,1	3	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,318	12	26	0,390	0,205	633,9	33	0,0031	1	0,36	13	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,600	0	33	0,740	0,435	27,0	43	0,0319	5	0,62	4	ДЕРЖАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,227	-19	117	0,313	0,090	65,7	11	0,0050	2	0,17	-25	ПОКУПАТЬ
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,240	2	56	1,480	0,660	77,1	31	0,0267	2	1,70	37	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Графики

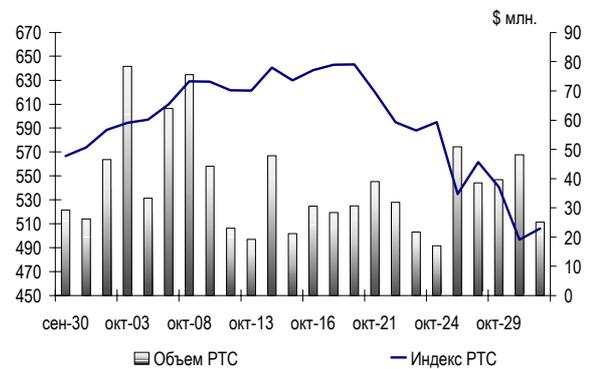
Илл. 32. РТС и индекс MSCI EM, с начала года



Источники: РТС, Рейтер

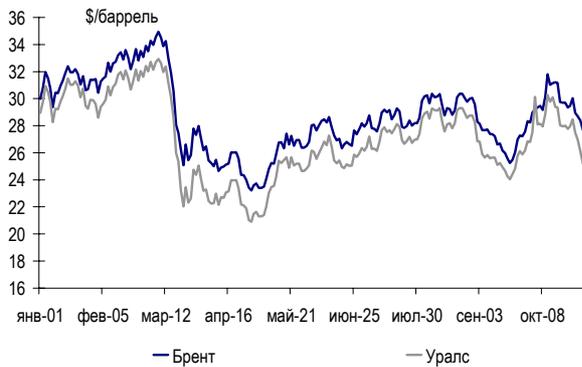
- Индекс РТС упал в октябре на 11% со средним объёмом \$38 млн.

Илл. 33. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

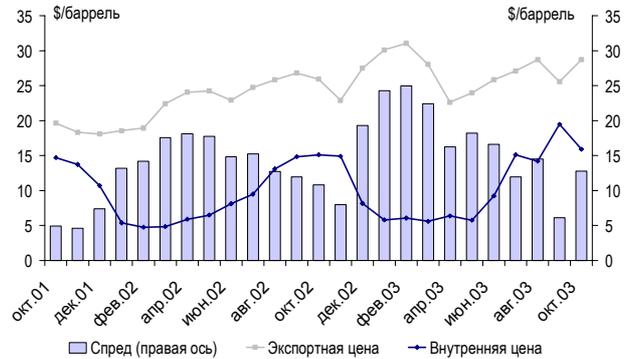
Илл. 34. Динамика цен на нефть, с начала года



Источник: Блумберг

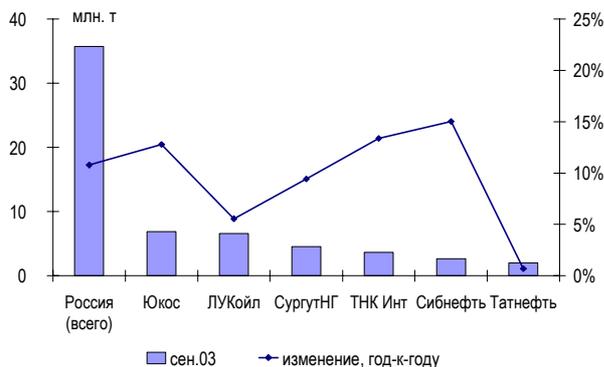
- Цены нефти в конце месяца развернулись вверх после опубликования размера запасов в США
- Спред по ценам на нефть вырос до \$12,8/барр., так как внутренние цены преодолели сезонный пик

Илл. 35. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2003



Источник: Министерство энергетики

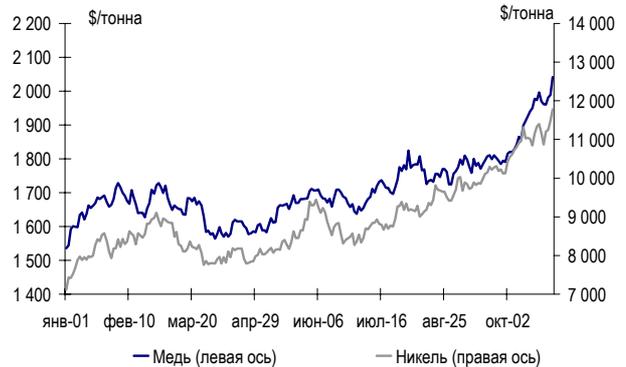
Илл. 36. Добыча нефти компаниями, сент. 2003 г



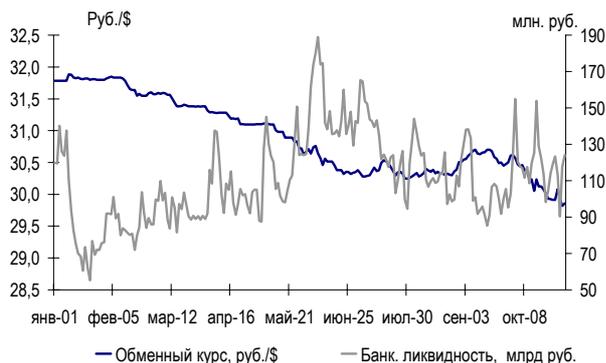
Источник: Министерство энергетики

- Добыча нефти в сентябре достигла 8,7 млн. б/с, рост на 1,3% м-к-м; лидирует Sibneft
- В октябре цена никеля выросла на 18%, меди – на 15%, достигнув максимумов к концу месяца

Илл. 37. Цены на медь и никель, с начала года

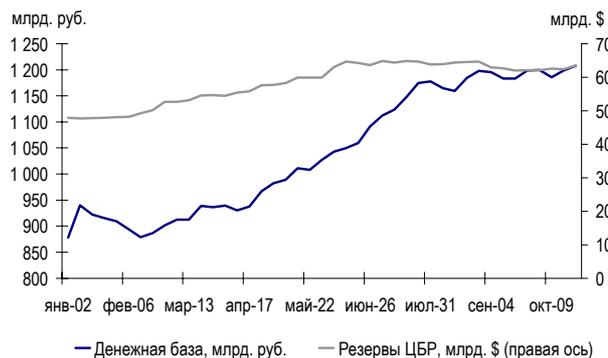


Источник: Блумберг

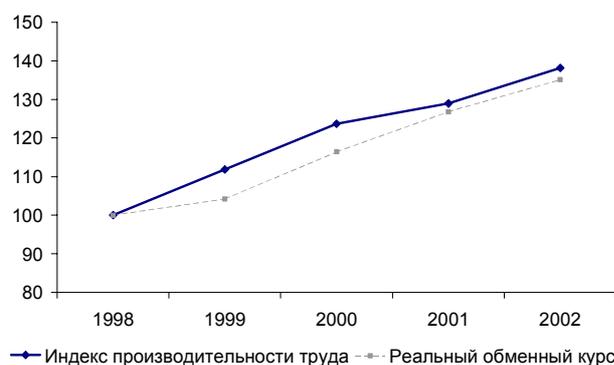
Илл. 38. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Спекулятивные атаки на рубль завершились после получения инвестиционного рейтинга, несмотря на дело Юкоса; мы ожидаем к концу года 30 руб./\$
- Резервы ЦБР в октябре начали рост; дальнейший рост полностью зависит от способности государства погасить страхи о пересмотре результатов приватизации

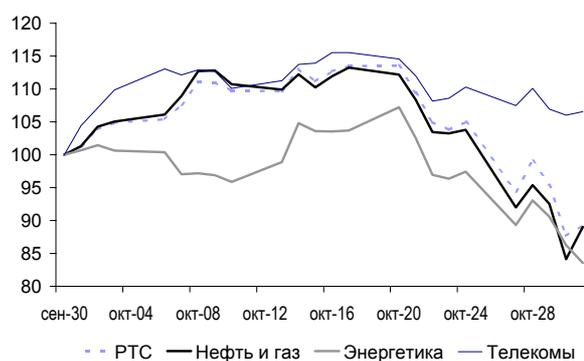
Илл. 39. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года


Источник: ЦБР

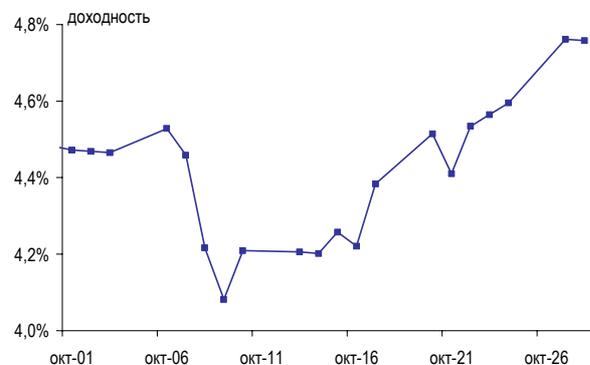
Илл. 40. Производительность труда, 1998-2002


Источник: Госкомстат

- Рост производительности труда до 2003 г. соответствовал укреплению реального курса рубля, но риски инвестиционного рейтинга сокращают конкурентоспособность российских товаров
- В октябре телекомам удалось устоять против общего понижательного тренда

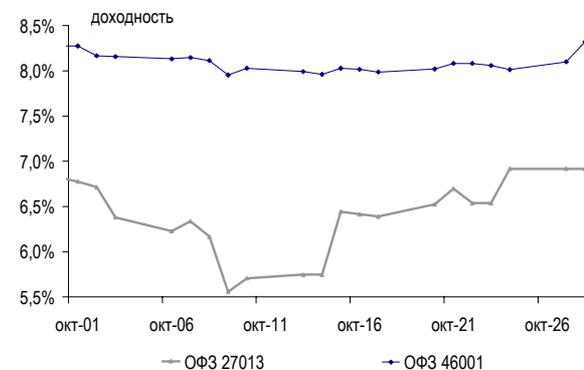
Илл. 41. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 42. Динамика Евро-07, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Фиксация прибыли инвестиционными фондами до конца финансового года, совместно с внутренней нестабильностью опустили цены российский суверенных бумаг
- Цены ОФЗ дрейфовали в течение месяца параллельно падению торговой активности

Илл. 43. Динамика ОФЗ 27013-46001, с начала месяца


Источник: Рейтер

**Календарь событий****Илл. 44. Календарь корпоративных событий**

Дата	Компания / Сектор	Событие
20 ноября	Сибнефть	Собрание акционеров должно утвердить размер дивидендов за 9M03
28 ноября	Юкос	Собрание акционеров должно утвердить размер дивидендов за 9M03
В течение месяца	ЛУКОЙЛ	Совет Директоров рассмотрит 10-летнюю программу развития

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Агентство Standard&Poor's заявило, что Россия еще не готова для инвестиционного рейтинга...

...что подтвердил арест Ходорковского

ВВП увеличивается благодаря расходам бюджета, в то время как инфляция растет

В октябре экономика России развивалась по двум разным направлениям. Первое – неожиданное решение агентства Moody's повысить рейтинг России до инвестиционного. Хотя финансовые рынки отреагировали на эту новость положительно, тем не менее разгорелась дискуссия по вопросу о том, остаются ли основы макроэкономики и политическая ситуация в стране достаточно стабильными. Агентство S&P выступило с заявлением о том, что два ключевых момента повлияли на решение агентства воздержаться от предоставления России инвестиционного рейтинга.

Первый момент – политическая неопределенность, так как бюрократическая машина еще сильна и баланс интересов на политической сцене остается хрупким. Арест Михаила Ходорковского 25 октября стал еще одним подтверждением этой хрупкости. Второй момент – структурная проблема бюджета от доходов сырьевых отраслей. Примечательно, что S&P не упомянуло реформирование естественных монополий, возможно, потому, что было бы слишком оптимистично ожидать быстрых перемен в этой области. Иначе говоря, стимулы для S&P теперь очевидны: проведение парламентских выборов, продолжение реформ в банковском секторе и обсуждение вопроса об увеличении налогового бремени в нефтяном секторе, чтобы поддержать диверсификацию экономики.

С точки зрения экономической политики, предвыборный цикл обернулся быстрым увеличением расходов. Это хороший стимул для прироста ВВП, который составил 6,5% за девять месяцев текущего года, что немного меньше 7,2% за первое полугодие. Мы считаем, что годовой прирост в 6% – это реальная цель, учитывая рост бюджетных расходов в преддверии парламентских и президентских выборов. Тем не менее, социальные расходы уже подстегивают инфляцию. За первые 20 дней октября инфляция составила почти 0,8% и ожидается, что за месяц она достигнет отметки в 1,2%. Мы подтверждаем наш прогноз инфляции на уровне 13-14% за год, что означает 15-17% рост реального курса рубля по отношению к доллару.

Илл. 45. Основные события

Дата	Событие
1 октября	Объем платежей РФ в октябре по внешнему долгу составляет \$584,6 млн – Минфин. По основной сумме долга будет выплачено \$543 млн, процентные платежи составят \$41,6 млн. В том числе на погашение долга РФ перед странами – официальными кредиторами, банками и фирмами в октябре будет направлено \$177 млн, на обслуживание долга – \$15,7 млн. По долгу перед международными финансовыми организациями будет перечислено \$366 млн в счет погашения и \$25,9 млн – в счет обслуживания.
8 октября	Агентство Moody's повысило суверенный рейтинг РФ на 2 ступени до инвестиционного уровня – «Ваа3» Одновременно до уровня «Ваа3» повышены рейтинги рублевых облигаций и до уровня «Ва1» – рейтинги банковских депозитов в иностранной валюте. Рейтинги ОВВЗ 6-7-го траншей повышены до уровня «Ва1». Рейтинг ОВВЗ 5-го транша – до «Ва2».
24 октября	Минэкономразвития прогнозирует рост ВВП по итогам года на уровне 5,9%. Хотя темпы роста экономики замедлились по сравнению с показателем за первую половину года (7,2%), рост ВВП в РФ по-прежнему остается наиболее высоким среди стран с развивающейся экономикой. На наш взгляд, оценка годового роста на уровне 6% является реалистичной, учитывая рост непроцентных расходов в IV квартале текущего года, связанный с проведением парламентских выборов и приближением президентских.
31 октября	В. Путин встретился с представителями инвестиционных компаний и западных банков. По комментариям участников встречи, Путин сказал, что решение вопроса по либерализации рынков акций Газпрома и Сбербанка – вопрос нескольких месяцев, а не лет. Эта определенно позитивная новость может сделать акции Газпрома и Сбербанка относительно более безопасными в текущей ситуации. Однако Путин не прокомментировал, как эта либерализация будет осуществлена.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 46. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003П
На ноябрь							
Инфляция, %	0.6	5.7	1.3	1.5	1.5	1.5	1.7
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5.9	17.88	26.42	27.85	29.9	31.84	29.9
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	16.8	12.48	11.5	27.7	37.3	48.2	65

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка



Новости компаний и отраслей

Метью Томас

(44 20) 7382-4184

Константин Резников

(7 095) 795-3612

Анна Бутенко

(7 095) 795-3745

Мы полагаем, что безопаснее всего занять нейтральную позицию в отношении акций Юкоса

Рекомендация по Юкос-у повышается до ДЕРЖАТЬ

Проекты в Восточной Сибири

Уже имеющиеся лицензии

Нефть и газ

Как порой один месяц резко отличается от другого! Почти весь сентябрь и октябрь акции Юкоса были в фаворе у рынка из-за слухов о готовящейся сделке со стратегическим покупателем, несмотря на отсутствие явных признаков того, что Михаил Ходорковский прилагает усилия для ослабления напряженности в отношениях с правительством или Генпрокуратурой (в зависимости от интерпретации последних событий).

Как его арест отразился на нашем отношении к нефтяным «голубым фишкам»?

Юкос

В нашей аналитической записке от 15 сентября «ЮКОС: Предпродажная подготовка?» мы говорили о том, что нездоровый интерес со стороны инвесторов, возможно, сменится прагматическим подходом, связанным с близостью выборов, и рекомендовали продавать акции Юкоса по цене свыше \$16 на слухах о стратегическом инвесторе и по \$15 – когда эти слухи исчезнут. Насколько сейчас изменилась ситуация? Мы полагаем, что в отношении Юкоса лучше всего занять нейтральную позицию, т.к. с текущего уровня цена его акций может с одинаковой вероятностью, как вырасти, так и упасть.

В результате последних событий и последовавшего за ними «сброса» акций Юкоса мы повысили рекомендацию по данной акции с ПРОДАВАТЬ на ДЕРЖАТЬ. В то же время мы вынуждены снизить справедливую расчетную стоимость с \$14,62 до \$13 за акцию. Основанием для такой корректировки справедливой стоимости является изменение одной единственной переменной: мы повышаем корпоративную премию за риск с 5% (средний по отрасли показатель) до 7%. Почему? Потому что в нашем понимании риск, связанный с данной компанией, теперь выше чем в среднем по отрасли.

Посмотрим, насколько выросли операционные и стратегические риски:

Проекты в Восточной Сибири

В последние месяцы о строительстве трубопровода в Китай почти не говорят. И действительно: уже высказывалось мнение, что одной из причин нынешних бедствий Ходорковского было лоббирование им «китайского» трубопровода. Более того, 31 октября правительство объявило о передаче временной лицензии на разработку Талаканского месторождения Сургутнефтегазу. Возможно, это случайное совпадение, а, возможно, и нет. Мы считаем, что Юкос рассматривает данное месторождение как одну из важных составляющих своей «восточной» стратегии. Теперь спрашивается: Будет ли Юкос наравне с остальными компаниями принимать участие в конкурсе на долгосрочную разработку месторождения, который состоится через год?

Уже имеющиеся лицензии

По некоторым сообщениям, Минприроды начало проверку на предмет соблюдения Юкосом условий полученных им лицензий (видимо, речь идет о лицензиях на разработку месторождений). Возможность доказать четкое соблюдение лицензионных соглашений всегда было спорным вопросом в России, и поэтому мы считаем, что существует, пусть и не значительный, но все же риск утери лицензий. Как минимум, теперь компании придется защищать свою репутацию, а в нынешних условиях сделать это будет нелегко.

**Выбитый из строя менеджмент?****Выбитый из строя менеджмент?**

Термин «удачное время» для подобных событий не уместен...и все-же. Дело Ходорковского возникло накануне завершения самой крупной в России сделки по объединению компаний. В лучшем случае компания вступит в переходный период без своей бывшей главы и с новым исполнительным директором. В худшем – тучи, сгустившиеся над Юкосом, не позволят менеджменту компании сосредоточиться на объединении и вдохновить «войска», что может вызвать дополнительные трудности и ограничит возможности для сокращения издержек за счет синергии. Формальный выход Ходорковского из руководства Юкоса 3 ноября означает попытку дистанцировать компанию от юридических проблем одного физического лица. Немаловажно и то, что в лице Семена Кукеса компания получает способного менеджера, занимавшего высокие посты в Амосо, Юкосе (в прошлом) и ТНК. Благоприятный исход дела, который, с нашей точки, в принципе еще возможен, теперь представляется, по меньшей мере, менее вероятным – вне зависимости от нового риска (пока еще все же призрачного), что слияние Юкоса с Сибнефтью породит новые проблемы.

Скруплезное внимание рынка?**Скруплезное внимание рынка?**

С учетом возможности появления сложностей во время слияния и смятения в рядах команды менеджмента, можно предположить, что теперь структура издержек у Юкоса – ранее отражавшая крайне эффективное руководство и быстрый рост компании – может ухудшиться. С другой стороны, осознание инвесторами именно этого риска приведет к более пристальному изучению производственных и финансовых показателей компании. Инвесторы, которые раньше при отражении в отчетности более низкого (чем ожидалось) показателя принимали на веру объяснение компании, теперь, возможно, будут с ходу делать отрицательные выводы.

О приходе иностранного инвестора можно будет говорить не раньше, чем закончатся выборы

Помимо этих рисков основной краткосрочный фактор роста – приход иностранного инвестора – по-видимому, начнет действовать не раньше, чем закончатся выборы. Мы бы не стали придавать особого значения недавним высказываниям министра энергетики РФ, явно выразившим поддержку переговорам между Юкосом и ExxonMobil. С нашей точки зрения, это заявление никак не связано ни со сроками, ни с самой вероятностью заключения сделки.

Еще важнее то, что существует трудноразрешимая проблема с акциями Ходорковского. По некоторым сообщениям, его пакет якобы перешел к лорду Джейкобу Ротшильду (Jacob Rothschild) на основании трастового договора. Прежде чем в Юкос придет стратегический инвестор, государство должно найти некий «грациозный» способ их передачи соответствующему посреднику. Без этого последние события будут выглядеть как экспроприация. Кроме того, есть реальный риск того, что Ходорковскому удастся трансформировать свое дело в многолетние тяжбы в зарубежных судах, что сделает невозможной продажу его акций.

Все вышесказанное означает, что Юкосу предстоит пережить исключительно тяжелое время, что, с нашей точки зрения, неизбежно отразится на цене, которую инвесторы захотят платить за его акции.

А что другие «голубые фишки»?

ЛУКойл**Основания для инвестиций в акции ЛУКойла прежние**

Основания для инвестиций в акции ЛУКойла остались прежними, и в краткосрочном плане эта бумага, по-видимому, будет привлекательной в силу тактических соображений. Нам представляется, что в ближайшем будущем инвесторам понадобится какая-нибудь одна крупная ликвидная бумага, чтобы пережить в ней нынешний период непредсказуемости. В



настоящее время мы продолжаем рассматривать попытки компании реорганизоваться (пока неубедительные) в качестве второстепенного фактора.

Сургутнефтегаз

Влияние недавних событий на инвестиционную привлекательность Сургутнефтегаза неоднозначно. Многие по-прежнему зависят от позиции конкретных людей в руководстве компании

Влияние недавних событий на инвестиционную привлекательность Сургутнефтегаза неоднозначно. С одной стороны, основной фактор роста акций компании – активная скупка потенциальными отечественными инвесторами-«хищниками» – в нынешних политических условиях маловероятна (см. нашу аналитическую записку от 22 октября «Сургутнефтегаз»: Ожидание неожиданного»). Однако компания может оказаться в выигрыше, поскольку воспринимается как аполитичная, а потому пользующаяся расположением Кремля организация. Объявленное в пятницу присуждение компании временной лицензии на разработку Талаканского нефтегазового месторождения лишь подтверждает эту точку зрения. Мы, однако, по-прежнему считаем, что основным ключом, который поможет открыть путь к привлекательности Сургутнефтегаза, является не доступ к дешевым запасам, а улучшение корпоративного управления. Как нам кажется, в этом отношении сдвигов как раз и нет.

Больше других выигрывает Газпром

Газпром

В общем и целом больше всего от последних событий выиграл – как это ни цинично звучит – Газпром. АДА Газпрома, не смотря на их, с нашей точки зрения, дороговизну, скорее всего, все же будут рассматриваться инвесторами как менее рисковая (чем нефтяные акции) бумага. Особенно реальной такая вероятность станет в случае, если менеджмент Газпрома примет решение разместить до конца года 4,58% акций в форме АДА. В результате повысится ликвидность (в виде АДА будут торговаться уже 8% акций компании). Внутренние акции, возможно, будут расти вследствие усилившихся ожиданий близости ликвидации двойного рынка акций. Об этом вновь заговорили после заявления президента Путина на прошлой неделе. Основной риск, связанный с акциями Газпрома, это их ликвидность: все еще недостаточная по АДА (само собой разумеется, хотя и здесь это дело поправимое) и высокая по внутренним акциям (не столь очевидный риск). Насколько мы понимаем, если отечественные игроки сочтут, что последние события вызваны в основном политическими причинами и соответственно займут более прагматическую позицию, чем иностранные инвесторы, то тогда они могут решить сократить инвестиции в локальные акции. На данный момент мы не считаем, что вероятность данного сценария высока.

Газпром

Илл. 47. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	19 160	25 470	26 815	25 755
EBITDA, млн. \$	7 175	12 900	12 626	11 293
Чистая прибыль, млн. \$	861	7 002	6 639	5 710
P/E	29,5	3,6	4,5	5,2
EV/EBITDA	6,2	3,5	3,5	4,0
Капитализация, млн. \$	33 659			
EV, млн. \$	44 801			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	104			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 48. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%) • Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке (экспорт 131 млрд. куб.м)
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Низкие цены на газ на внутреннем рынке (\$13-16 за тыс. куб. м) • Неплатежи за поставки газа некоторыми группами потребителей (\$3.4 млрд.)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Новые проекты строительства экспортных газопроводов (рост экспорта до 175-200 куб. м) • Рост цен на газ на внутреннем рынке будет обгонять инфляцию
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Правительство является держателем 38% акций компании • Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 49. Основные события

Дата	Событие
31 октября	По словам члена правления Газпрома Андрея Круглова компания не планирует новых заимствований в этом году. На данный момент уже привлечено \$4,25 млрд. новых заимствований с начала года, что включает евробонды в размере \$1,75 млрд., размещенные в начале года, и евроноты на 1 млрд. евро, которые были размещены в прошлом месяце. Ранее Газпром рассматривал предложение увеличить новые заимствования в этом году до \$4,8 млрд. Компания планировала привлечь дополнительные фонды посредством размещения облигаций на 10 млрд. руб. (\$327 млн.), однако данное размещение откладывается в виду неблагоприятных условий на рынке рублевых облигаций.
3 октября	Крупнейшие иностранные нефтегазовые компании не намерены инвестировать средства в газовые проекты в России до тех пор, пока правительство не предпримет шаги в направлении либерализации газовой отрасли страны. Данная позиция четко обозначилась на Международном Экономическом Форуме, прошедшем в Москве. В последний раз реформа газовой отрасли должна была обсуждаться на заседании правительства 26 сентября, однако обсуждение было снято с повестки дня по запросу Алексея Миллера. Мнения по реформе сектора все еще разделяются: Министерство Экономического Развития и Торговли продвигает выделение из Газпрома транспортного бизнеса, в то время как Газпром считает что это оказало бы разрушительный эффект на компанию, и на отрасль в целом. Тот факт, что иностранные инвестиции не будут получены отраслью до конкретных шагов по либерализации рынка, должен стать еще одним стимулом для ускорения процесса либерализации. Тем не менее, в условиях столь разных взглядов сторон на вопрос процесс реформ скорее всего будет долгим и болезненным.
9 октября	Рынок получил новое основание для пессимизма в отношении реформы газовой отрасли. Владимир Путин подтвердил канцлеру Германии Герхарду Шредеру, что Россия не намерена разделять Газпром. Мы считаем, что разделение Газпрома не является необходимым шагом для достижения этих целей. Мы можем разделить проблему, чтобы рассмотреть каждую из текущих слабостей газовой отрасли: <ol style="list-style-type: none"> 1. Выравнивание тарифов на транспортировку газа для внутреннего и внешнего рынков. Этот шаг может быть выгоден для Газпрома и может быть выполнен и при единой компании. Чтобы сделать его экономически выгодным, внутренние газовые тарифы должны покрывать увеличившиеся затраты на транспортировку. 2. Устранить или существенно сократить экспортную пошлину на газ. Увеличенная с 2004 г. пошлина существенно сократила чистую цену для Газпрома, но целостность последнего никак не связана с этим вопросом. 3. Позволить транзит газа из других стран, таких как Узбекистан и Туркменистан. Мы согласны, что существует конфликт интересов для Газпрома, который контролирует трубопроводы. То же самое верно для доступа к трубе независимых производителей газа. Тем не менее, мы считаем, что доступ к газопроводам мог бы быть предоставлен без выведения транспортных активов из Газпрома. Ожидаемое повышение тарифов на перевозку газа, предоставило бы достаточно средств для расширения мощностей (как в случае Транснефти). 4. Позволить строительство частных нефте- и газопроводов. Этот шаг увеличит конкуренцию в перевозках, и поэтому должен позволить удержать тарифы на транспортировку от излишнего роста.
17 октября	Газпром опубликовал отчетность за 1кв03 по IAS. В целом результаты соответствовали нашим ожиданиям, и слегка превысили преобладающие прогнозы. Мы заметили прогресс в реализации запланированной программы реструктуризации, однако некоторые индикаторы находятся ниже наших ожиданий. В целом мы рассматриваем результаты как нейтральные и продолжим внимательно следить за промежуточными результатами компании в поисках индикаторов прогресса. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции компании, так как потенциал роста к нашей расчетной цене в \$1,89 составляет 31%, и ПРОДАВАТЬ АДА, так как расчетная цена по ним составляет \$23.6 (потенциал снижения 15%).
22 октября	ЛУКОЙл и Газпром подписали соглашение о поставках газа, согласно которому компания продаст российскому газовому монополисту до 0,75 млрд. куб. м природного газа в 2005 г. и до 8 млрд. куб. м в 2006 г. Поставки будут производиться с месторождения Находкинского, которое компания разрабатывает в Ямало-Ненецком АО. Соглашение определяет формулу образования цены газа в точке входа в систему транспортировки газа Газпрома (соединенную с месторождением 100 километровым ответвлением, построенным ЛУКОЙлом). Согласно этой формуле, цена не будет ниже чем \$22,5/тыс. куб. м. (без НДС). В будущем Газпром заинтересован в подписании долгосрочного соглашения. Это фактически первое подобное соглашение, которое Газпром подписал с независимым производителем газа, и ожидаются ещё подобные сделки. Например, следующая может быть с Юкосом, с которым компания сейчас ведёт переговоры.
23 октября	Газпром установил целевой объём добычи в следующем году на уровне 542 млрд. куб. м. Это на 10,3 млрд. куб. м выше, чем план этого года, однако в этом году компания уже ожидает добыть больше запланированного объёма и ожидает выкачать до конца года 540 млрд. куб. м газа. План на 2004 г. на 6 млрд. куб. м выше прогноза, который мы использовали в нашей модели. Повышение целевого уровня повышает наш прогноз чистой прибыли в 2004 г. на \$46 млн или всего на 0,7%. Вдобавок, компания уже установила целевой уровень экспорта в 2004 г., равный 140 млрд. куб. м, что на 4,4% выше, чем запланированный объём экспорта этого года и согласуется с нашим прогнозом.
24 октября	Газпром предложил реформирование сектора в три стадии, которые заканчиваются с установлением паритетных цен на уровне \$59-64 за тыс.куб.м. газа к 2010. Газпром хотел бы, чтобы внутренние цены выросли до \$40-41/тыс.куб.м. к 2006 с созданием газовой биржи и долгосрочными контрактами. В течение 2006-2008 Газпром мог бы предоставить доступ на внутренний и внешний рынок независимым производителям, при том, что Газпром бы координировал экспортные поставки. К 2010-2012 гг. внутренний рынок мог бы быть полностью либерализован с ожидаемыми паритетными ценами в \$59-64/тыс.куб.м. Государственное регулирование запланировано только в отношении тарифов на транспортировку, которые могут быть увеличены на 100-150% с текущего уровня с тем, чтобы сгенерировать достаточно средств для инвестирования в трубопроводы. Данные изменения были бы позитивными для отрасли: как для Газпрома, так и для независимых производителей. Газпром мог бы даже сохранить свою целостность, сделав прозрачными свои операции и тарифы на транспортировку газа. Однако остается важным вопрос, как остальная экономика будет функционировать при таких ценах на газ.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ
Илл. 50. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	15 449	18 433	14 433	15 553
EBITDA, млн. \$	3 486	3 760	3 359	3 727
Чистая прибыль, млн. \$	1 843	2 611	1 728	2 030
P/E	9,3	6,6	9,9	8,5
EV/EBITDA	5,5	5,1	5,7	5,2
Капитализация, млн. \$	17 181			
EV, млн. \$	19 295			
Добыча, млн. бнэ	595			
Запасы, млн. бнэ	19 604			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 51. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Значительные доказанные запасы нефти и газа (19,6 млрд. баррелей)
- Независимые экспортные маршруты из района Каспийского моря и Тиман-Печоры, мощностью в 20 млн. тонн

Слабые стороны

- Высокие операционные издержки (\$3/баррель)
- Умеренные темпы роста добычи (0,8% в 2001 и 1,9% в 2002)

Возможности

- Развитие активов в странах Восточной Европы (30% перерабатывающих мощностей)

Угрозы

- Возможно, что большие капвложения (\$2,1 млрд. в 2002г. и \$2,4 млрд. в 2003) не принесут ожидаемых результатов
- Зависимость от внутреннего рынка нефти (10-15% нефти продается в России)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 52. Основные события

Дата	Событие
9 октября	ЛУКОЙЛ опубликовал финансовые результаты за 2Кв03 по US GAAP, которые были несколько ниже ожиданий. Не смотря на тот факт, что мы точно спрогнозировали чистую прибыль, и наш прогноз был только на \$14 млн. (0,89%) выше фактической цифры в \$1544 млн., при вычете прибыли от продажи АЧГ из цифры чистой прибыли она оказывается на 9,6% ниже нашего прогноза, и на 39,8% ниже кв-кв. Выручка компании выросла на 0,7% кв-кв, не смотря на снизившиеся почти на 19% экспортные цены и медленный рост производства. Причиной этому стали возросшие объемы перепродаж – затраты на покупку нефти и нефтепродуктов возросли на 8,4% (в то время как мы ожидали снижения). По информации компании, данные операции оставались очень прибыльными, и компания намерена поддерживать данные объемы на высоком уровне до тех пор, пока их рентабельность остается достаточной.
13 октября	ЛУКОЙЛ намерен подписать контракт на разведку блока «Достык» на шельфе казахской части каспийского моря. Данный вопрос был поднят в ходе встречи президента компании Вагита Алекперова с президентом Казахстана Нурсултаном Назарбаевым. Предварительное соглашение по сотрудничеству в данном проекте было подписано в июне текущего года. Скорее всего, компания получит 50% проекта по разведке, в котором также будет участвовать казахская компания КазМунайГаз. Стоимость работ по геологоразведке оценивается в \$90 млн. Компания ожидает, что подписание контракта произойдет в первом квартале следующего года, вслед за чем, начнутся работы по проекту. Данный блок довольно крупный и компания прогнозирует, что он содержит десятки миллионов тнэ запасов, однако данная оценка предварительна, и только проведение разведки покажет размер запасов. Если проект окажется экономически обоснованным, компания может вложить до \$3 млрд. в течение разработки этого месторождения.
14 октября	Агентство S&P повысило долгосрочный кредитный рейтинг ЛУКОЙЛА с ВВ- до ВВ с прогнозом «стабильный». Новый рейтинг совпадает с суверенным рейтингом России, а также рейтингами Юкоса и Транснефти. Согласно заявлению агентства повышение рейтинга отражает общие улучшения в операционной и фискальной среде российских нефтяных компаний, и поддерживается продолжающимися усилиями компании по улучшению структуры затрат и её концентрации на увеличении экспорта и выручки. У компании на данный момент \$3,63 млрд. долга (согласно отчётности за 1П03), из которых 59% приходится на краткосрочные заимствования. В будущем компания будет реализовывать стратегию сокращения доли краткосрочных заимствований, замещая их более «длинными» деньгами. Новый более высокий рейтинг должен позволить компании привлекать более дешёвые заимствования. Эта новость, по нашему мнению, подтверждает растущую уверенность инвесторов в продолжающейся реструктуризации компании и является положительным индикатором.
22 октября	ЛУКОЙЛ и Газпром подписали соглашение о поставках газа, согласно которому компания продаст российскому газовому монополисту до 0,75 млрд. куб. м природного газа в 2005 г. и до 8 млрд. куб. м в 2006 г. Поставки будут производиться с месторождения Находкинское, которое компания разрабатывает в Ямало-Ненецком АО. Соглашение определяет формулу образования цены газа в точке входа в систему транспортировки газа Газпрома (соединенную с месторождением 100 километровым ответвлением, построенным ЛУКОЙЛОМ). Согласно этой формуле, цена не будет ниже чем \$22,5/тыс. куб. м. (без НДС). В будущем Газпром заинтересован в подписании долгосрочного соглашения. Это фактически первое подобное соглашение, которое Газпром подписал с независимым производителем газа, и ожидаются ещё подобные сделки.
27 октября	ЛУКОЙЛ привлек кредит в размере \$750 млн. от синдиката западных банков, который будет гарантирован экспортной выручкой. Лид-менеджерами выпуска выступают ABN Amro и Citigroup. Изначально, как планировалось, кредит должен был составить \$500 млн., но высокий спрос позволил компании увеличить размер заимствований. Кредит состоит из двух траншей: первый в размере \$450 млн., будет предоставлен на 5 лет по ставке LIBOR+2%. Второй, на сумму \$300 млн., предоставляется на 7 лет по ставке LIBOR+2,5%. Условия кредита очень привлекательны, хотя ставка и несколько выше чем недавние заимствования Юкоса в размере \$1 млрд. и \$1,6 млрд. (со ставками в диапазоне LIBOR+1,5-2%). Компания совсем недавно получила более высокий кредитный рейтинг от S&P на уровне ВВ, что соответствует суверенному рейтингу России, а также рейтингам Транснефти и Юкоса.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 53. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	4 777	6 436	6 586	6 466
EBITDA, млн. \$	1 798	2 429	2 249	2 136
Чистая прибыль, млн. \$	1 161	2 026	1 425	1 210
P/E	8,6	4,9	7,0	8,2
EV/EBITDA	6,4	4,8	5,1	5,4
Капитализация, млн. \$	9 957			
EV, млн. \$	11 573			
Добыча, млн. бнэ	192			
Запасы, млн. бнэ	4 718			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 54. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Высокий профессиональный уровень руководства компании
- Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)

Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 8%
- Омский НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)

Возможности

- Модернизация Московского НПЗ и развитие розничной сети в Москве и Моск. Обл.

Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (92%)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 55. Основные события

Дата	Событие
31 сентября	Сибнефть объявила о намерении выплатить дивиденды за 9М03. Дата составления списка реестра по локальным акциям была 31 сентября, и таким образом, теперь акции торгуются уже «без дивиденда». Размер выплаты будет определен советом директоров на встрече, которая пройдет во второй декаде октября, в то время как соответствующее собрание акционеров для их утверждения пройдет 20 ноября. Компания уже объявила о дивидендах за 1П03 в размере близком к \$1 млрд. (30,53 млрд. руб.). Принимая во внимание тот факт, что максимальный чистый долг компании, по нашим оценкам, может составить на конец года \$1,4 млрд. (пропорционально доле собственности в чистом долге \$5 млрд. в ЮкосСибнефти), мы оцениваем, что у компании будет достаточно денежных средств для выплаты до \$366 млн. в качестве дополнительных дивидендов для оставшейся части года.
20 октября	Сибнефть объявила размер промежуточных дивидендов, причитающихся акционерам компании на 30 сентября. Дивиденды составят \$230,6 млн. (6,92 млрд. руб.) или по 4,86 центов на акцию плюс к примерно \$1 млрд. промежуточных дивидендов, объявленных компанией за 1П03. Приведенная к годовой базе дивидендная доходность при текущем уровне цен составит 6,16%. Дивиденд теперь должен быть утверждён на внеочередном собрании акционеров, которое состоится 20 ноября. Объявленная сумма платежей ниже ожидаемого нами максимального размера выплат \$366 млн. (\$0,077 на акцию), однако, так как акция уже торгуется без дивидендов, это никак не должно повлиять на цену акций компании.
28 октября	Депутат Государственной Думы Владимир Юдин послал запрос в Генеральную прокуратуру с просьбой расследовать приватизацию 51% Сибнефти в 1995 г. Юдин был тем депутатом, который организовал расследование приватизации Апатита, которое продолжается и в настоящий момент и которое привело к аресту топ-менеджеров и основных акционеров Юкоса Платона Лебедева и Михаила Ходорковского. В дополнении к этому депутат также потребовал расследования приватизации Роспана (которым на настоящий момент совместно владеют Юкос и ТНК).
29 октября	Сибнефть объявила о том, что опубликует результаты по US GAAP за 1П03. Мы не ожидаем каких-либо сюрпризов, но ожидаем среднего роста затрат на добычу до \$1,75 за баррель против \$1,52/баррель в 1П02. Когда добыча на Сугмутском месторождении достигнет уровня плато, компании будут сложнее перекрыть эффект от укрепления рубля.
30 октября	Сибнефть опубликовала финансовые результаты за 1П03, которые превзошли как ожидания рынка, так и наши прогнозы. Выручка выросла до \$3,438 млрд, или на две третьих год-к-году, что было связано как сильными экспортными ценами, так и значительным ростом объемов, а также ростом доли экспорта нефти и нефтепродуктов. Кроме того, компания почти утроила операции по перепродажам (возможно благодаря объемам, купленным у Славнефти на реализацию), что дополнительно увеличило выручку. Компания продемонстрировала похвальную способность контролировать затраты: прямые затраты на добычу выросли только на 10,5% год-к-году до \$1,68/бар., что ниже наших ожиданий на уровне \$1,75/бар. EBITDA выросла на 54% до \$1,095

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 56. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	7 286	8 625	8 707	8 229
EBITDA, млн. \$	2 662	3 030	3 023	2 615
Чистая прибыль, млн. \$	1 656	1 855	1 731	1 308
P/E	10,2	9,1	9,8	12,9
EV/EBITDA	2,7	2,4	2,4	2,8
Капитализация, млн. \$	19 348			
EV, млн. \$	7 279			
Добыча, млн. бнэ	359			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	43 428			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 57. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05)
- Почти 80% выручки в валюте

Слабые стороны

- Низкая доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды (3-4%)
- НПЗ компании – один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%)

Возможности

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

Угрозы

- Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Источники: оценки Альфа-банка

Татнефть

Илл. 58. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	4 553	4 988	4 884	4 600
ЕБИТДА, млн. \$	766	1 161	1 103	858
Чистая прибыль, млн. \$	494	556	443	246
P/E	4,6	4,1	5,1	9,3
EV/ЕБИТДА	4,2	2,7	2,9	3,7
Капитализация, млн. \$	2 365			
EV, млн. \$	3 185			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 972			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 59. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Загружает до 25% мощностей Московского НПЗ
- Интенсивное внедрение усовершенствований и новых технологий

Слабые стороны

- Зависимость от правительства Татарстана (31.1%)
- Незрелые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)
- Выработанные на 90% запасы ведут к более высоким издержкам на добычу

Возможности

- Строительство современного НПЗ к 2008 г. (\$820 млн.)

Угрозы

- Существенный объем долга (\$1,3 млрд)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 60. Основные события

Дата Событие

1 октября **S&P увеличил долгосрочный кредитный рейтинг Татнефти до В с В- с прогнозом изменения рейтинга "стабильный"**. Этот шаг был вызван улучшением бюджетной политики республики Татарстан и снижением долгового бремени, что снижает потребность республики в поддержке Татнефти. По информации агентства, долг Татнефти также снизился. В то же время, как заметило агентство, дальнейшее повышение рейтинга Татнефти сдерживается сильным влиянием правительства Татарстана на компанию, а также тем, что рентабельность компании находится на уровне ниже среднего.

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 61. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	16 150	21 488	21 497	20 309
ЕБИТДА, млн. \$	5 740	7 655	7 353	6 274
Чистая прибыль, млн. \$	4 126	5 596	4 916	4 044
P/E	7,3	5,4	6,2	7,5
EV/ЕБИТДА	6,1	4,6	4,8	5,6
Капитализация, млн. \$	30 245			
EV, млн. \$	35 245			
Добыча, млн. бнэ	703			
Запасы, млн. бнэ	19 821			
Количество акций, млн.	2 700			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 62. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Существенный объем денежных средств для будущих инвестиций
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

Слабые стороны

- Высокие капвложения и операционные затраты на разработку Восточно-Сибирских месторождений

Возможности

- Увеличение числа акций в свободном обращении до 30-35% в течение 5-7 лет
- Строительство трубопровода в Китай к 2005 г.

Угрозы

- Компания находится под полным контролем ее руководства

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 63. Основные события

Дата Событие

31 сентября **Юкос подписал соглашение с банком Société Générale о синдикации кредита на сумму \$1,6 млрд.** В результате нового заимствования общий долг Юкоса должен возрасти до \$3,25 млрд. Относительно условий заимствования информации предоставлено не было, однако, принимая во внимание успех компании в привлечении предыдущего кредита, условия нового заимствования также, вероятно, привлекательны. Ранее компания объявила о привлечении синдицированного кредита в размере \$1 млрд., который будет получен двумя траншами по ставкам между LIBOR+1,5% и LIBOR+2%. По ранее сделанным заявлениям компании, планировалось до конца года привлечь \$2-3 млрд. новых заимствований в дополнении к \$1 млрд., привлеченному на неделе ранее. Таким образом, Юкос еще может привлечь дополнительные \$1,4 млрд. до конца года, чтобы размер общего долга достиг \$4,65 млрд. Часть новых привлеченных средств будет использована для выплаты промежуточных дивидендов за 9M03, которые будут одобрены внеочередным собранием акционеров 28 ноября. Размер дивидендов пока не объявлен, однако экс-дивидендная дата уже прошла.

2 октября **По информации, содержащейся в статье, опубликованной в «Financial Times», Exxon Mobil ведет переговоры о приобретении 40% ЮкосСибнефти, или даже 50% за \$25 млрд.** Источник этой информации не был приведен и информация не подтверждена какой-либо стороной. Предполагая, что \$25 млрд. – это цена 40%-ного пакета, вся компания должна быть оценена в \$62,5 млрд. или с премией 30% к текущей рыночной стоимости (на основе локальных цен акций). Это даёт параметры оценки \$3,20/бнэ запасов и \$76,08/бнэ добычи, что существенно выше текущих средних мультипликаторов по российским нефтегазовым компаниям \$1,52/бнэ и \$37,77/бнэ соответственно.



- 3 октября **Владимир Путин в интервью New York Times подтвердил, что владельцы Юкоса ведут переговоры с ExxonMobil, однако, что сделка еще не заключена.** Господин Путин поддерживает инвестиционную деятельность Exxon на Сахалине, и приветствует дальнейшую деятельность компании в регионе. Относительно продажи Юкоса президент дал следующие комментарии: это корпоративный бизнес, но было бы правильно предварительно проконсультироваться с российским правительством по этому вопросу. Мы полагаем, что в ходе переговоров власти постараются получить ответы на следующие вопросы: где будет центр прибыли, кто будет управлять компанией и какова будет стратегия относительно входящих и исходящих потоков капитала.
- 3 октября **Юкос взял кредит на сумму \$1,6 млрд., подтверждают публикации в прессе.** Кредит, который будет несиндицированным, обеспечен экспортной выручкой и был организован SG Corporate and Investment Banking. В соответствии с пресс-релизом компании, условия этого кредита идентичны условиям кредита на \$1 млрд., который компания взяла в конце прошлого месяца. Условия предыдущего заимствования были очень привлекательны: кредит будет получен двумя траншами (на три и пять лет), по низким ставкам между LIBOR+1,5% и LIBOR+2%. После нового заимствования общая сумма задолженности компании составит \$3,25 млрд. На основе предыдущих заявлений компании, она может привлечь ещё вплоть до \$1,4 млрд. до конца года. Часть этих средств может быть использована для выплаты промежуточных дивидендов за 9M03, которые будут утверждены на внеочередном собрании акционеров 28 ноября. Размер дивидендных выплат не был объявлен, но дата закрытия реестра для локальных акций уже прошла (25 сентября). АДР компании, тем не менее, всё ещё торгуются с накопленным дивидендом, до тех пор, пока не будет озвучен размер дивидендов.
- 7 октября **По словам вице-президента Юкоса Юрия Шейко, компания может выпустить еврооблигации на сумму не менее \$1 млрд. до конца года.** В настоящее время общая величина долга компании составляет \$3,25 млрд., а новое заимствование может увеличить его как минимум до \$4,25 млрд. Это заявление соответствует предшествующим комментариям финансового директора компании Брюса Мизамора, который сказал, что компания может привлечь до конца года ещё \$2-3 млрд. (включая недавно полученный кредит на сумму \$1,6 млрд.) По нашему мнению, вероятность успешного размещения высока, в связи с высоким кредитным рейтингом компании (BB, тот же уровень у России) и оживленным спросом на российские еврооблигации перед ожидаемым повышением суверенного рейтинга России агентством Moody's.
- 8 октября **Юкос намеревается нарастить капитальные вложения в газовые проекты на 25% в следующем году до \$250 млн.** На конец прошлого года доказанные запасы Юкоса составляли 1,4 млрд. б.н.э., и в течение прошлого года компания приобрела две газовые компании в Ямало-Ненецком АО – Арктикгаз и Уренгойл. К 2005 Юкос намерен увеличить производство газа до 10-15 млрд. куб.м. с 2,4 млрд. куб.м., однако это может быть реализовано только в случае получения доступа к трубам Газпрома, что, с учетом медленных реформ газового сектора, еще не является подтвержденной возможностью. На настоящий момент компания проводит переговоры с газовым монополистом о получении доступа к трубопроводам в обмен на инвестиции в их реконструкцию, расширение и развитие. Успешное развитие газового бизнеса открыло бы новые горизонты для роста стоимости компании.
- 20 октября **Юкос опубликовал финансовые результаты за 2Кв03 и 1П03 по US GAAP.** Цифры превзошли как наши, так и средние оценки, как по выручке, так и по чистой прибыли: валовая выручка превысила наши ожидания на 5,6% (на 7,3% выше консенсуса), в то время как чистая прибыль превысила наши оценки на 8,3% (на 9,6% выше консенсуса). Несмотря на то, что, на первый взгляд результаты кажутся неожиданно позитивными, они не превышают ожиданий при детальном анализе и на наш взгляд не оправдывают каких либо пересмотров основных годовых показателей в сторону повышения, и мы по-прежнему считаем, что акции торгуются с высокой премией к рыночной цене. Мы сохраняем рекомендацию ПРОДАВАТЬ акции компании, так как премия к справедливой цене на акции в \$14,62 составляет 6,9%.
Как ожидалось, выручка существенно улучшилась год-к-году, и слегка ухудшилась на поквартальной основе. Валовая выручка в размере \$3825 млн. выросла на 49,3% год-к-году, и снизилась на 1,9% кв-к-кв. При сравнении на поквартальной основе можно сказать, что снижение было обусловлено падением средних экспортных цен почти на 19%, которое частично нивелировалось возросшими объемами продаж и выросшими внутренними ценами.
- 24 октября **Председатель Правления крупнейшей российской компании Юкос Михаил Ходорковский был арестован и помещён в изолятор, по всей видимости, до 30 декабря.** Ему были предъявлены обвинения по семи статьям, включая уклонение от уплаты налога физлицом и организацией, мошенничество в крупном размере и неоднократная подделка документов. Согласно заявлению Генпрокуратуры, ущерб, вызванный деятельностью Ходорковского и ранее арестованного Платона Лебедева, составил более \$1 млрд. Интерпретация событий Альфа-Банком будет представлена в отдельной аналитической записке, которая готовится нашей группой по стратегии.
- 27 октября **ExxonMobil и ChevronTexaco замораживают переговоры о покупке доли в ЮкосСибнефти.** Негативное влияние экстраординарных событий (арест главы Юкоса Михаила Ходорковского) начинает ощущаться более осязаемо. Как могло ожидать, согласно сообщению Financial Times, ChevronTexaco и ExxonMobil объявили о том, что они замораживают переговоры о покупке доли в ЮкосСибнефть. Компании теперь, скорее всего, займут выжидательную позицию, и в случае возобновления переговоров, скорее всего будут более осторожными при оценке рисков инвестиций.
- 29 октября **Совет Директоров предложил выплатить \$2 млрд. в качестве промежуточных дивидендов за 9M03, или по \$0,89 на акцию.** Так как АДР Юкоса торгуются с накопленным дивидендом и инвесторы считали, что будут выплачены \$1,15, мы ожидаем, что цена АДР снизится на \$1,1, или на 2,1%. Объявленный дивиденд выше нашего прогноза в \$0,66 на акцию, что должно означать, что Юкос ожидает гораздо более сильные результаты за 3Кв03, чем мы.
- 30 октября **Пакет из 44% акций Юкоса, принадлежащий Группе Менатеп через Yukos Universal Ltd и Hulley Enterprises был арестован Генеральной прокуратурой.** Арест официально был выполнен как средство обеспечения возмещения имущественного ущерба акционерами компании, который, согласно ранее прозвучавшим заявлениям, превышает \$1 млрд. На этой новости цена Юкоса рухнула на 13,9%, что добавило к 24,2% падению с пика \$15,97 середины октября. В статье, опубликованной в «Ведомостях», юристы утверждают, что этот арест незаконен, но мы не ожидаем, что акции будут освобождены до слушаний по делам Лебедева и Ходорковского

Источник: оценки Альфа-Банка



Виталий Зархин
(7 095) 788-0320

Наталья Деветьярова
(7 095) 783-5009

Энергетика

Примечание: Альфа-Банк является консультантом РАО ЕЭС по вопросам реструктуризации и поэтому не может давать рекомендации по акциям энергетических компаний.

РАО ЕЭС

Илл. 64. Основные события

Дата	Событие
29 сентября	<p>Первая "пилотная" оптовая генерирующая компания (ОГК) может быть создана уже во втором квартале 2004 года, заявил председатель правления РАО "ЕЭС России" Анатолий Чубайс. Первой может быть создана ОГК N5, которая "наиболее проста в создании" так как в неё не войдут электростанции, принадлежащие АО-энерго. В эту ОГК должны войти Невинномысская ГРЭС, Рефтинская ГРЭС, Средне-Уральская ГРЭС и Конаковская ГРЭС.</p> <p>В ноябре-декабре вопрос о создании этой ОГК может обсудить совет директоров РАО "ЕЭС", во втором квартале 2004 года она уже может быть создана, а в третьем квартале, возможно, будет принято решение о ее выделении.</p>
30 сентября	<p>Президент "Евразхолдинга" угрожает продать имеющиеся у его холдинга 2-3% акций РАО ЕЭС в случае принятия предложения Минэкономразвития об использовании денежных средств на аукционах по продаже ОГК</p> <p>"Евразхолдинг", признавшийся во владении более 2 % акций РАО "ЕЭС России", раскритиковал предложение Минэкономразвития изменить план реформы РАО и продавать акции оптовых генерирующих компаний (ОГК) за деньги.</p> <p>Как сообщил газете «Ведомости» Президент «Евразхолдинга» Александр Абрамов, в случае принятия данного решения он незамедлительно продаст имеющиеся у его холдинга 2% акций РАО ЕЭС. Он считает, что так же поступят и подавляющее большинство крупных акционеров, а за ними и держатели мелких пакетов, что серьезно повредит капитализации РАО.</p> <p>"Решение стать акционерами РАО ЕЭС было нами принято, поскольку было объявлено, что акции РАО будут пропорционально обмениваться на акции генерирующих компаний. Мы увидели возможность формирования гигантского рынка акций генерирующих компаний, которые станут эффективными и прибыльными", – заявил Абрамов "Ведомостям".</p> <p>"Непонятно, как разделить потенциальных покупателей акций ОГК на плохих олигархов и хороших инвесторов, – сказал Абрамов комментируя заявление Министра Экономического развития и торговли Г.Грефа о том, что схема обмена акции РАО на доли в ОГК может привести к созданию "энергетической олигополии": рынок электроэнергии окажется поделен между несколькими финансово-промышленными группами, купившими акции РАО.</p>
1 октября	<p>Немецкая энергокомпания E.ON официально объявила о своем намерении участвовать в конкурсе на право управления Северо-Западной ТЭЦ</p> <p>Генеральный директор крупнейшей в Германии энергетической компании E.ON Вульф Бернотат заявил, что компания не исключает возможности развития своего бизнеса в России. К концу 2006 г. немецкая компания планирует увеличить свой инвестиционный бюджет до 28 млрд. евро (\$32.7 млрд.), а в начале будущего года – разработать детальную стратегию своей работы на российском рынке. Между тем, глава московского представительства E.ON Семен Гершович заявил, что его компания, возможно, примет участие в конкурсе на право управления Северо-Западной ТЭЦ в консорциуме с российским предприятием, название которого он не сообщил.</p> <p>Ранее о намерении совместно участвовать в конкурсе объявили итальянская ENEL и российская ECH-энерго (управляет ОАО "Колэнерго"). Для участия в конкурсе они решили создать совместную компанию ENEL/ ESN. О своем намерении участвовать в тендере заявило и ОАО "Ленэнерго", которое пока не раскрыло имя своего иностранного партнера.</p>
5 октября	<p>Анатолий Чубайс добивается перехода к тарифам на основе надбавки к темпам инфляции</p> <p>Председатель Правления РАО "ЕЭС России" Анатолий Чубайс сообщил, что РАО ЕЭС согласовало с министерством энергетики, министерством экономического развития и торговли, федеральной энергетической комиссией, а также с премьер-министром проект постановления о новых принципах тарифообразования в электроэнергетике. Эти принципы призваны изменить систему тарифообразования от схемы "затраты плюс" (на основе надбавки к себестоимости) на "инфляцию минус" (на основе надбавки к темпам инфляции).</p> <p>Чубайс сказал, что РАО предлагает устанавливать тарифы не на один год, а на три, а также устанавливать тарифы для каждой отдельной энергосистемы, рассчитанные исходя из уровня инфляции, планируемого правительством на этот период.</p> <p>Сущность нового принципа заключается в том, чтобы сдерживать темпы роста тарифов ниже темпов инфляции в течение следующих трёх лет, чтобы подготовить региональные энергокомпании к введению конкурентного рынка электроэнергии.</p> <p>РАО ЕЭС предлагает повышение тарифов на электроэнергию на 8.5% в 2005 году и на 7.5% в 2006 году. Как известно, на 2004 г. Правительством РФ уже утвержден предельный уровень роста тарифов на электроэнергию в размере 13%.</p>
6 октября	<p>Армения передала РФ Разданскую ТЭС (800 МВт, \$31 млн.) в счет погашения госдолга</p> <p>Армения передала в собственность России 100% акций ЗАО "Разданская ТЭС" в счет погашения государственного долга, сообщил прессе генеральный директор станции Альберт Багдасарян.</p> <p>По его словам, в ближайшее время правительство РФ должно принять решение о передаче "Разданской ТЭС", оцененной в \$31 млн., на баланс РАО "ЕЭС России". После этого между правительством Армении и российской компанией будет подписан договор о передаче ТЭС в собственность РАО.</p> <p>Установленная мощность Разданской ТЭС составляет 1,1 тыс. МВт, реальная эксплуатационная мощность электростанции – не более 800 МВт. На долю станции приходится около 20% вырабатываемой в республике электроэнергии.</p> <p>РАО ЕЭС получило в управление на территории Армении ряд крупных объектов, полученных за долги Армении перед Россией, в частности, Армянскую АЭС. Ожидается выход распоряжения правительства РФ о передаче в управление РАО Разданской ТЭС, а также завершена операция по передаче в собственность Севан-Разданского каскада ГЭС. Таким образом, РАО контролирует порядка 80 процентов генерации Армении.</p> <p>Армения испытывает недостаток в собственных энергоресурсах и сильно зависит от импорта российской нефти и газа. Позже через Армению можно будет экспортировать электроэнергию в Грузию, Иран, Турцию и Азербайджан.</p>



- 6 октября **Electricité de France (EDF) и "Интеррос" рассмотрят возможность совместного участия в конкурсе на управление Северо-Западной ТЭЦ**
Французская Electricité de France (EDF) и российская компания "Интеррос" подписали меморандум о взаимопонимании по вопросам сотрудничества в российском электроэнергетическом секторе.
В частности, EDF и "Интеррос" будут изучать возможность совместного управления российскими энергетическими активами, включая потенциальное участие в конкурентном отборе управляющей организации для Северо-Западной ТЭЦ, который планирует организовать РАО "ЕЭС".
Это четвертый потенциальный претендент на управление российскими энергетическими активами. Ранее о своем интересе к этому проекту заявили итальянская Enel совместно с "ЕСН-Энерго", а также пока не назвавшие своих партнеров немецкий E.ON и "Ленэнерго".
Тендер на право управлять Северо-Западной ТЭЦ может состояться до конца этого года.
Зампред правления холдинга Андрей Бугров пояснил газете "Ведомости", что EDF и "Интеррос" планируют участвовать в аукционах по оптовым генерирующим компаниям (ОГК), которые будут созданы в процессе реформы РАО ЕЭС.
Интеррос давно интересуется электроэнергетикой: согласно официальной информации, холдинг владеет 10% акций Колэнерго и 23.5% акций Красноярскэнерго.
- 9 октября **Е.ON намерена инвестировать 400-450 млн. евро до 2008 года в сооружение двух парогазовых установок мощностью 400 МВт на Щекинской ГРЭС**
РАО "ЕЭС России" и немецкий энергетический концерн E.ON AG подписали соглашение о развитии сотрудничества в области электроэнергетики. В соглашении зафиксированы намерения сторон по стратегическому долгосрочному партнерству.
Так, E.ON рассматривает возможность своего участия в проводимых РАО "ЕЭС России" конкурсных отборах на управление генерирующими активами, а также прямых инвестиций в электроэнергетику.
В качестве "пилотного" проекта в области реконструкции электростанций стороны предполагают совместно построить до 2008 года на площадке, примыкающей к Щекинской ГРЭС (Тульская область), две парогазовые установки мощностью 400 МВт каждая. Их технико-экономические параметры будут соответствовать наивысшим международным стандартам. Ориентировочный объем инвестиций в строительство двух блоков составит 400-450 млн. евро.
Однако окончательное соглашение по этому проекту не было достигнуто вследствие того, что E.ON требует создания механизма гарантирования определенного уровня окупаемости его инвестиций.
- 14 октября **ОАО "Газпром" и РАО "ЕЭС России" намерены участвовать в тендере по продаже 49% акций Slovenske Elektrotrane**
Правительство Словакии вновь решило выставить на тендер 49% акций крупнейшего производителя электроэнергии в стране – Slovenske Elektrotrane, которая управляет 3 атомными, 2 тепловыми и 34 гидроэлектростанциями. Условия и сроки нового тендера пока не определены. Газпром и РАО "ЕЭС России" рассматривают возможность участия в тендере. При этом обе компании не исключают возможности создания альянса для участия в этом проекте.
- 17 октября **РАО "ЕЭС России" планирует достраивать "советские недострои" за счет коммерческих кредитов. До конца 2006 года объем заимствований холдинга может составить около \$450 млн, говорится в проекте инвестиционной программы монополии на три года, направленной в Минэкономразвития.**
В списке генерирующих объектов, которые РАО ЕЭС намерено достраивать в течение ближайших трех лет, шесть гидроэлектростанций, пять тепловых, а также "объекты в Чечне". Финансировать их запуск РАО рассчитывает не только за счет абонентной платы, но и за счет привлеченных средств. РАО ЕЭС планирует заимствования так, чтобы самостоятельно рассчитаться по ним в течение трех лет – до ликвидации РАО в процессе реформы.
20 ноября правительство планирует рассмотреть проект инвестиционной программы РАО на следующие три года.
- 22 октября **Совет директоров РАО "ЕЭС России" до конца года рассмотрит вопрос об изменениях в механизме аукционов по ОГК, однако идея использования денежных средств "крепнет", заявил А.Шаронов**
Первый заместитель министра экономического развития и торговли РФ Андрей Шаронов отметил, что на заседании совета директоров РАО 31 октября этот вопрос рассматривать не планируется. По его словам, "пока не согласованы все позиции, сама технология продолжает обсуждаться, но идея об использовании денежных средств при проведении аукционов по ОГК крепнет", – сказал он. А.Шаронов уверен, что данный вопрос будет рассмотрен Советом директоров РАО до конца текущего года.
- 22 октября **Минэкономразвития поддерживает идею введения трехлетнего регулирования тарифов естественных монополий уже со следующего года**
Такое мнение высказал первый заместитель министра экономического развития Андрей Шаронов. Тарифный план планируется рассматривать в рамках инвестиционной программы естественных монополистов.
Проект постановления Правительства по установлению предельного роста тарифов на электроэнергию до 2006 года предусматривает отказ от затратного тарифообразования на переходный период до либерализации рынка, а также установление Правительством максимального уровня роста тарифов на три года по каждой энергосистеме и в целом по РАО "ЕЭС России", исходя из прогноза динамики инфляции.
- 22 октября **РАО ЕЭС заинтересовано в экспорте электроэнергии и покупке энергоактивов в Турции**
РАО ЕЭС рассчитывает начать экспорт электроэнергии в Турцию и собирается в 2004 году принять участие в продаже ряда энергетических объектов на территории этой страны, сообщил заместитель председателя правления РАО ЕЭС Андрей Раппопорт.
Правительство Турции объявило о полной приватизации электроэнергетики, в результате чего на продажу в 2004 году будут выставлены распределительные сети и тепловые электростанции. По словам Раппопорта, "условия тендера пока не объявлены, поэтому рано говорить о том, какие средства готово вложить РАО "ЕЭС России". "Однако мы точно будем активными игроками в этом конкурсе", – отметил он, добавив, что сейчас Турция испытывает дефицит электроэнергии, в особенности в районах, граничащих с СНГ.
Как сообщил председатель правления РАО ЕЭС Анатолий Чубайс, для экспорта электроэнергии в Турцию принципиальна синхронизация энергосистем Армении и стран СНГ. Для того, чтобы достичь этой цели, по словам Раппопорта, в ближайшие две недели РАО намерено провести подобные переговоры с руководством Ирана, который синхронизирован с Арменией, и Азербайджана, энергосистема которого связана с Ираном. Последний станет фактически промежуточным звеном для соединения энергосистем Армении и Азербайджана, политические отношения между которыми до сих пор остаются напряженными из-за Нагорного Карабаха.
По словам А. Чубайса, энергодефицитная Турция не может экспортировать энергию из Армении по политическим причинам. Однако после синхронизации экспортируемая из Армении энергия будет считаться российской.
В Турции действуют самые высокие тарифы на электроэнергию из всех стран ОЭСР. По словам представителей РАО ЕЭС, оптовая цена электроэнергии на турецком оптовом рынке составит 4,5 цента за киловатт-час по сравнению с 1,5 цента в России.



- 23 октября **Совет Директоров РАО ЕЭС обсудит права акционеров на объекты, принадлежащие энергохолдингу в странах СНГ, в первой половине 2004 г.**
Совет директоров РАО ЕЭС в первом полугодии 2004 года, возможно, сможет рассмотреть вопрос о собственности на активы РАО в странах СНГ, сообщил председатель правления РАО Анатолий Чубайс.
В настоящее время РАО активно решает вопросы собственности или долгосрочного управления электроэнергетическими объектами Грузии, Армении, ведет обсуждение этой темы на Украине, в Молдавии, Белоруссии, Таджикистане и Казахстане.
Ранее представители РАО заявляли о намерении принять участие в тендерах на приобретение энергетических активов также в таких странах вне СНГ, как Латвия, Литва, Болгария и Словения.
В то же время РАО ЕЭС находится на стадии реструктуризации и уже сейчас встает вопрос о том, в чью собственность перейдут приобретенные объекты.
А. Чубайс отметил, что Совет Директоров рассмотрит два варианта – либо пропорциональное распределение акций энергоактивов в СНГ в ходе реструктуризации холдинга между акционерами РАО "ЕЭС", либо отнесение их к ОАО "Федеральная сетевая компания".
ФСК в настоящее время создана как 100%-ная дочерняя компания РАО "ЕЭС". В ходе реструктуризации энергохолдинга доля государства в этой компании сначала составит 52% (исходя из принципа пропорционального разделения), а затем, по плану реформирования российской электроэнергетики, увеличится до 75% плюс одна акция.
- 24 октября **С 1 ноября тарифы для населения четырех энергосистем снижаются на 20 %**
С 1 ноября на 20% снизятся тарифы на электроэнергию для населения четырех региональных энергосистем – Свердловэнерго, Ленэнерго, Нижневэнерго и Пермэнерго. Пониженные тарифы устанавливаются на полгода по инициативе гендиректора РАО "ЕЭС России" Анатолия Чубайса. Этот эксперимент должен показать, смогут ли компании обеспечить рентабельную работу в условиях пониженных тарифов за счет увеличения эксплуатационной эффективности, чтобы подготовить региональные энергокомпании к введению конкурентного рынка электроэнергии.
- 27 октября **Подписаны правила оптового рынка электроэнергии РФ в переходный период**
Премьер-министр РФ Михаил Касьянов подписал постановление правительства о правилах функционирования оптового рынка электроэнергии в переходный период. Документ предполагает, что конкурентный сектор оптового рынка электроэнергии может быть запущен с 1 ноября.
Правила оптового рынка электроэнергии в переходный период предполагают функционирование трех секторов оптового рынка в период реформы – регулируемого сектора, сектора свободной торговли и сектора отклонений.
Предполагается, что регулируемый сектор составит не менее 85% объемов рынка, свободный сектор – до 15% объемов рынка. Поставщики смогут продать в секторе свободной торговли не более 15% установленной мощности, а покупатели – купить не более 30% часового потребления. Планируется, что участие в свободном секторе будет добровольным.
Правила оговаривают требования к способам торговли в регулируемом и свободном секторах, в частности определяют, что двусторонние договоры купли-продажи электроэнергией будут применяться только в секторе свободной торговли. Они могут заключаться на любой срок, на любые объемы в пределах лимитов участия в секторе, и по любой цене.
Согласно планам РАО ЕЭС и правительства РФ, полная либерализация рынка электроэнергии произойдет в 2006 году.

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 65. Основные события

Дата	Событие
8 октября	<p>Правительства Москвы и Московской области будут контролировать распределительные сети Мосэнерго</p> <p>Правительство Москвы и правительство Московской области получат возможность приобрести контрольные пакеты в распределительных компаниях, которые образуются в результате реформирования самой большой региональной энергокомпании России – Мосэнерго. Об этом свидетельствуют соглашения, достигнутые между Мосэнерго, РАО ЕЭС, правительством Москвы и Московской области, а также региональной энергетической комиссией Москвы.</p> <p>Реформирование Мосэнерго планируется осуществлять в соответствии с базовым вариантом реорганизации, закрепленным в стратегии РАО "ЕЭС России" "5+5", акции Мосэнерго будут распределены между акционерами на пропорциональной основе.</p> <p>Планируется, что в процессе реорганизации Мосэнерго путем выделения из общества будут созданы четыре генерирующие компании, городская и областная распределительные электросетевые компании, теплосетевая компания, сбытовая, управляющая, магистральная сетевая компании, а также компании, осуществляющие строительные, проектные, ремонтные и иные сервисные виды деятельности.</p> <p>В составе реорганизованного ОАО "Мосэнерго" останутся все остальные активы, включая 17 объектов тепловой генерации.</p> <p>Участники Соглашения РАО "ЕЭС России" – ОАО "Мосэнерго" – правительство Москвы – РЭК Москвы признали целесообразным после разделения компании по видам деятельности (первый этап) провести объединение созданных в процессе реорганизации Мосэнерго городских распределительных электросетевой и теплосетевой компаний с активами и объектами соответственно электрического и теплового сетевого хозяйства города Москвы и Московской области.</p> <p>При этом, если по результатам независимой оценки активы города Москвы и Московской области, внесенные в уставные капиталы этих распределительных компаний будут значительными, то город Москва и Московская область вправе увеличить свою долю в уставном капитале созданных сетевых компаний до 51% и выше.</p> <p>Советы директоров РАО и Мосэнерго уже утвердили оба соглашения на своих заседаниях. Реформа Мосэнерго начнется в 2004 году, ожидается, что акционеры Мосэнерго примут решение о начале реорганизации компании на своем следующем годовом собрании.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка



Андрей Богданов
(7 095) 795-3613

Елена Роговина
(7 095) 795-3742

**Мы предсказываем
весьма позитивные
результаты по обеим
компаниям**

**Недавняя волатильность
вряд ли скажется на акциях компаний
мобильной связи**

Телекомы

МТС и ВымпелКом планируют объявить о своих результатах за 3-й квартал 2003 г. во второй половине ноября. Мы выпустим предварительный обзор результатов еще до их опубликования, а сейчас хотели бы прокомментировать некоторые общие вопросы.

Мы считаем, что обе компании покажут весьма позитивные результаты в 3-м квартале, хотя они, по большому счету, уже получили свою оценку, так как этот квартал является лучшим в сезонном отношении. Также инвесторы и аналитики ожидают позитивной динамики показателей средней выручки на одного абонента и эфирного времени, которые, вероятно, будут выше, чем в предыдущем квартале. Однако при нынешних показателях акции компаний мобильной связи могут пострадать от неприятных сюрпризов в двух аспектах: средняя выручка на абонента и показатели рентабельности. Мы не видим в этом большой угрозы для третьего квартала, но в четвертом она определенно станет реальной.

Что касается недавней волатильности рынка, то мы не считаем, что от нее могут пострадать акции компаний мобильной связи, хотя те инвесторы, которые не хотят переживаний, могут выбрать компании, контролируемые государством, например, Ростелеком и/или отдельные региональные телекомы (более подробную информацию можно получить в нашем отчете от 29 октября «Региональные телекомы: некоторый рост по отдельным компаниям»). Мы подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ акции ВымпелКома и ДЕРЖАТЬ акции МТС с учетом расчетной цены \$83 и \$90, соответственно.

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	199	343	494	531
ЕБИТДА, млн. \$	61	123	165	191
Чистая прибыль, млн. \$	30	55	83	92
P/E	N/3	16,7	11,1	10,0
EV/ЕБИТДА	14,6	7,3	5,4	4,7
Капитализация, млн. \$	919			
EV, млн. \$	897			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 67. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Сильные балансовые показатели Предоставляет полный набор телекоммуникационных и Интернет услуг Альфа Групп как стратегический инвестор
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Очень низкая ликвидность
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Увеличение ликвидности Экономия на масштабе на рынке интернет-провайдеров
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источники: оценки Альфа-банка

МТС

Илл. 68. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 362	2 596	3 344	3 738
ЕБИТДА, млн. \$	674	1 343	1 553	1 726
Чистая прибыль, млн. \$	277	572	700	786
P/E	28,1	13,6	11,1	9,9
EV/ЕБИТДА	12,7	6,4	5,5	5,0
Капитализация, млн. \$	7 774			
EV, млн. \$	8 548			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 69. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Чрезвычайно прочное финансовое положение 32% регионального рынка мобильной связи
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Незначительное количество акций в свободном обращении Недостатки в уровне обслуживания клиентов
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Экспансия на новые рынки
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Низкий ARPU новых абонентов

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 70. Основные события**

Дата	Событие
1 октября	МТС обратилась на ММВБ за листингом, что расширит круг инвесторов компании. МТС обратилась на ММВБ за листингом. В дополнение к этому, компания планирует содействовать своим основным акционерам T-Mobile и JP Morgan (держатели их АДР) в получении согласований, необходимых для установления единого глобального рынка АДР. На настоящий момент ГДР МТС не могут конвертироваться в АДР. Получение локального листинга позитивно для акций МТС, так как вероятно этот шаг нацелен на включение компании в индекс MSCI. Это, в свою очередь, откроет рынок акций МТС для новых инвесторов. Кроме того, российские инвесторы, доля которых в российском рынке акций растет, получают доступ к акциям МТС.
2 октября	МТС намерено разместить еврооблигации на сумму не превышающую \$400 млн. Вырученные средства будут направлены на рефинансирование существующей задолженности. Это соответствует заявлениям компании, что она намерена увеличить сумму заёмных средств до \$1,5 млрд. до конца года. Мы не видим здесь никаких угроз, исходя из того, что компания находится в стадии роста, а отношение Долг/ЕБИТДА за 2003 г. должно, по прогнозам, составить 1,0 (с учётом нового долга). Некоторое время ранее менеджмент компании заявил, что, по их мнению, целевой уровень этого показателя 1,2. Более того, размещение долга своевременно, принимая во внимание текущую позитивную ситуацию на долговом рынке.
9 октября	МТС выпустила еврооблигации на сумму \$400 млн. с погашением в 2010 г. Купонная ставка составила 8,375%. Часть поступлений от размещения будет направлена на рефинансирование существующего долга. Условия размещения соответствовали рыночным уровням, а также предыдущим выпускам бумаг компании.
14 октября	МТС объявила о завершении следующих приобретений: <ul style="list-style-type: none"> • 50% Волгоградской мобильной связи (4,6 тыс. абонентов) • 50% Астраханской мобильной связи (7,1 тыс. абонентов) • 80% Mag Mobile GSM (и оставшиеся 20% отдельной сделкой). Эти приобретения – часть сделки с МСТ Corp. Новость нейтральна по отношению к акции компании, так как она представляет только формальное подтверждение события, которое уже учтено в ценах.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом**Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	768	1 302	1 670	2 006
ЕБИТДА, млн. \$	322	536	720	878
Чистая прибыль, млн. \$	130	230	317	387
P/E	26,9	15,2	11,0	9,0
EV/ЕБИТДА	12,6	7,6	5,6	4,6
Капитализация, млн. \$	3 482			
EV, млн. \$	4 051			
Число абонентов, '000	5 155			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 72. Краткий обзор компании

Сильные стороны
<ul style="list-style-type: none"> • Лидерство на московском рынке • Альфа Груп в качестве стратегического инвестора
Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> • Низкий ARPU новых абонентов
Возможности
<ul style="list-style-type: none"> • Выход на рынки оставшихся регионов и Украины • Уменьшить плату за интерконнект в связи со структурными изменениями на московском рынке связи
Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> • Поздний выход на оставшиеся рынки

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 73. Основные события

Дата	Событие
6 октября	ВымпелКом лидирует в Санкт-Петербурге с 34% чистых подключений, у Мегафона 36% в Москве Агентство AC&M опубликовало данные по российской абонентской базе мобильных операторов за сентябрь. Этот месяц стал месяцем рекордного роста с 1,8 млн. чистых подключений. Общий уровень проникновения достиг 21% (30,3 млн. абонентов). ВымпелКом подключил 39% новых региональных абонентов и лидировал в Санкт-Петербурге с 34% чистых подключений. Региональные подключения МТС были обеспечены приобретением Томской Сотовой Связи (195 тыс. абонентов).
7 октября	Мы снизили рекомендацию на АДР Вымпелкома с ПОКУПАТЬ до ДЕРЖАТЬ в виду ограниченного потенциала роста к расчетной цене \$75. Мы позитивно расцениваем фундаментальные показатели компании, и видим значительный потенциал ее роста, что стало причиной увеличения расчетной цены на 17%. Тем не менее, мы полагаем, что существующие позитивные новости на данный момент уже учтены в цене, и текущий рост в значительной степени объясняется избыточной рыночной ликвидностью.
24 октября	99,6% акционеров ВымпелКома одобрили слияние с региональной дочерней компанией ВымпелКом-Р. В результате, ВымпелКом выпустит 10,9 млн. новых акций (эквивалент 14,6 млн. АДР) и обменяет их на 44,7% акций ВымпелКом-Р, принадлежащих сейчас Альфа-Групп и Telenor.

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	418	510	607	636
EBITDA, млн. \$	191	242	300	296
Чистая прибыль, млн. \$	58	95	130	126
P/E	19,3	11,8	7,2	7,5
EV/EBITDA	5,7	4,5	3,6	3,7
Капитализация, млн. \$	1 045			
EV, млн. \$	1 083			
Используется линий, '000	4 040			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 75. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Контрольный пакет МТУ-Информ

Слабые стороны

- Одни из наиболее устаревших региональных сетей

Возможности

- Выпуск АДР 3-го уровня при сохранении контроля над МТУ-Информом

Угрозы

- Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 76. Основные события

Дата	Событие
13 октября	<p>По словам президента Системы Телеком Владимира Лагутина, формальные процедуры по слиянию альтернативных операторов должны быть завершены в течение 9-11 месяцев (ранее говорилось о декабре 2003 г.), и процессом будет руководить первый заместитель гендиректора МГТС Семён Рабовский. По словам Лагутина, Системе будет принадлежать 53% консолидированного альтернативного оператора, тогда как МГТС получит 47%.</p> <p>Если это произойдёт, это очень негативно отразится на акции МГТС, которая недавно выросла исключительно на новости о консолидации альтернативных операторов, в которых, как предполагалось, у неё должен был быть контрольный пакет.</p> <p>С другой стороны, мы считаем, что эти планы тоже могут быть не окончательными. Во время встречи с аналитиками менеджмент МГТС заявил, что возможные варианты консолидации ещё не определены.</p> <p>Мы сохраняем расчётную цену \$14, основанную на модели DCF по US GAAP, которая включает МТУ-Информ, но можем пересмотреть её, если появятся дополнительные свидетельства потери контроля МГТС.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Ростелеком

Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	845	1 005	1 219	1 296
EBITDA, млн. \$	352	387	419	410
Чистая прибыль, млн. \$	37	63	128	104
P/E	46,9	27,9	13,6	16,8
EV/EBITDA	4,1	3,8	3,5	3,6
Капитализация, млн. \$	1 609			
EV, млн. \$	1 457			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 78. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2007 г.
- Обладает инфраструктурой национального значения

Слабые стороны

- Бизнес не диверсифицирован
- Отсутствие стратегии развития

Возможности

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

Угрозы

- Альтернативные операторы связи

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 79. Основные события

Дата	Событие
1 октября	<p>Министерство Финансов списало накопленные штрафы и пени Ростелекома (\$24 млн.), накопленные на номинированный в йенах долг, реструктурированный ранее в этом году. Это списание увеличит прибыль до налогообложения компании по IAS за 1П03 на вышеуказанную сумму. Очевидно, что данное решение является позитивным для компании, так как делает баланс более прозрачным, снижает долг компании и увеличивает дивиденды за 2003. Мы повышаем прогноз чистой прибыли компании на 2003 с \$101 млн. до \$120 млн.</p>
19 октября	<p>Результаты Ростелекома за 1П03 были смешанными: выручка выросла на 11% по большей части из-за консолидации интернет-бизнеса при том, что затраты выросли на 22,5% год-к-году (что было ожидаемого для большинства составляющих). Это привело к несколько более низкой, чем ожидалось норме EBITDA в 40%, хотя мы в точности предсказали уровень EBITDA в абсолютном выражении. Чистая прибыль в размере \$30 млн., не смотря на рост на 42% год-к-году была ниже ожиданий из-за высокой доли меньшинства. Мы рассматриваем данные результаты как нейтральные. Однако мы полагаем что краткосрочный эффект на цену акций будет негативным (прежде всего из-за более низкой, чем ожидалось, чистой прибыли).</p>
28 октября	<p>Ростелеком объявил о продаже Раффайзенбанку Австрия своих 27% акций РТК-Лизинг и 3%, принадлежащих Ростелеком-Гарантии, за 790 млн. руб. Сделка также включает в себя реструктуризацию и списание обязательств Ростелекома перед РТК-Лизинг, а также корректировку существующих лизинговых контрактов между компаниями. Финансовый эффект от реструктуризации будет равен списанию 1,975 млрд. руб. с будущих платежей Ростелекома. Наконец, права собственности на активы, находящиеся на балансе Ростелекома, но принадлежащие РТК-Лизинг будут переданы Ростелекому до конца года. По словам финансового директора Ростелекома Владимира Андросика, продажа существенно сократит долговое бремя Ростелекома и улучшит качество баланса.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка



Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Наталья Шевелёва
(7 095) 795-3725

Мы повысили расчетную цену за акцию Норильского Никеля в октябре до \$67

Опубликование в ноябре запасов цветных металлов станет важным краткосрочным катализатором

Северсталь удивила рынок неожиданной выплатой промежуточных дивидендов

Мы ждем информации о возможном приобретении Северсталью компании Rouge Industries Inc

Металлургия

В начале октября мы пересмотрели нашу финансовую модель Норильского Никеля с тем, чтобы отразить в ней более высокий, чем ожидалось, рост цен на металл на мировых рынках, выход компании на рынок золота и снижение рисков после того, как агентство Moody's повысило суверенный рейтинг России до инвестиционного. В итоге, мы повысили справедливую стоимость акции Норильского Никеля до \$67.

После принятия поправок к Закону «О государственной тайне», внесенных Правительством и Думой, Норильский Никель близок к опубликованию информации по металлам платиновой группы. Мы ожидаем, что это произойдет не позднее второго квартала 2004 г.

Мы ожидаем, что доля цветных металлов в доходах компании составит 68% в 2003 г. (оценка) и 50% в долгосрочной перспективе. Поэтому мы считаем, что ожидаемое в ноябре опубликование запасов цветных металлов станет важным краткосрочным катализатором.

Илл. 80. Норильский Никель – ресурсы металлов

	Никель млн. т	Медь млн. т	Платина млн. унций	Палладий млн. унций	Золото млн. унций	Всего
Запасы (Норильский Никель)	6	16	45	153	7	
Запасы (контролируемые компании)			3	10	38	
Всего запасов	6	16	48	163	45	
	\$/т	\$/т	\$/унция	\$/унция	\$/унция	
Долгосрочная цена	7 277	1 874	450	300	330	
Стоимость, \$ млрд	44	29	22	49	15	159

Источник: оценка Альфа-Банка

Северсталь удивила рынок неожиданной выплатой промежуточных дивидендов за девять месяцев 2003 г. в размере 205 руб. (\$6,8) за акцию (дивидендная доходность 5,5%). Вследствие этого, выплаты компании по дивидендам за 2003 г. составят \$291 млн. Однако, если Северсталь не будет делать каких-либо приобретений в течение последующих шести месяцев, то она может рассмотреть возможность выплаты дивидендов за 2003 г. в размере, сравнимом с дивидендами за 2002 г., которые составили \$2,3 за акцию (всего \$51 млн).

Кроме того, мы ждем подробной информации о возможном приобретении Северсталью компании Rouge Industries Inc, головной компании для Rouge Steel Company, которая производит около 3,2 млн. тонн стали в год и крупнейшими покупателями которой являются американские автомобильные заводы. Укрепление позиций Северстали на рынке стали США – это очень важный шаг, и мы полагаем, что более детализированную информацию по сделке с Rouge можно будет получить в ноябре.

Норильский Никель

Илл. 81. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	3 094	4 721	4 875	4 452
EBITDA, млн. \$	1 195	2 236	2 277	1 946
Чистая прибыль, млн. \$	315	1 246	1 290	1 036
P/E	35,0	8,8	8,5	10,6
EV/EBITDA	9,4	5,0	4,9	5,7
Капитализация, млн. \$	11 016			
EV, млн. \$	11 184			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 82. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

- Реализация обновленной программы модернизации
- Разработка новых проектов по производству металлов (золото и др.)

Угрозы

- Информация об объемах производства и резервах засекречена
- Рост экспортных пошлин, снижение квот на экспорт МПГ

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 83. Основные события

Дата	Событие
1 октября	Правительство одобрило поправку в закон «О государственной тайне», которая позволит раскрывать данные по резервам, продажам и производству для МПГ. Правительство представит поправку на рассмотрение Думы. По комментариям Министерства Финансов, рассекречивание связано с поэтапным процессом либерализации рынка МПГ и драгоценных камней с учетом переговорной позиции по присоединению к ВТО. Норильский Никель активно лоббирует снятие секретности с данных по металлам. В прошлом году правительство одобрило изменения в законодательстве, которые позволили Норильскому Никелю раскрыть данные по производству цветных металлов в сентябре 2002. В начале 2003 компания получила разрешение раскрыть данные по резервам цветных металлов по основным месторождениям, и публикация соответствующей информации ожидается в ноябре 2003 по окончании аудита резервов. Для того чтобы информация по МПГ была раскрыта, изменения в законе должны быть одобрены Думой. Решение правительства предполагает, что Дума может рассмотреть данную поправку уже в этом году, и, в случае одобрения, Норильский Никель по нашим оценкам мог бы раскрыть данные по МПГ уже во 2Кв04, после всех необходимых процедур и аудита резервов. Мы расцениваем раскрытие информации по цветным металлам в 4Кв03 и данных по МПГ во 2Кв04 в качестве основных краткосрочных катализаторов для акций компании.
13 октября	По словам заместителя Генерального директора ГМК Норильский Никель по сбыту Виктора Спрогиса, компания ожидает роста продаж никеля на 80000 тонн (36% год-к-году) до 300000 тонн в 2003. Доля продаж никеля в Европу составит по оценкам компании 65%, в Азию – 22%, в США – 8% и в Россию – 5%. Таким образом, компания ожидает, что доля продаж никеля в Азию возрастет на 2 п.п., и соответствующие доли продаж в США и Европу снизятся на 1%. Прогноз компании для продаж никеля на 2003 полностью соответствует нашим ожиданиям. Мы полагаем, что компания продаст весь произведенный в 2003П никель в размере 240000 тонн, а также 60000 тонн никеля, заложенного ранее. Однако мы ожидаем, что, несмотря на продажи никеля из залога, рынок никеля столкнется с дефицитом в 2003, и средняя цена на никель составит \$8900 за тонну в 2003 против \$6780 за тонну в 2002 (+31% год-к-году). Согласно нашим прогнозам, выручка Норильского Никеля по итогам текущего года составит \$4,7 млрд, что на 53% больше по сравнению с прошлым годом. При этом 60% роста сбыта будет достигнуто благодаря увеличению продаж никеля на \$1 млрд. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции компании.
28 октября	Норильский Никель представляет администрации Иркутской области свои проекты по золотодобыче в регионе. Норильский Никель готов инвестировать в проекты по золотодобыче в регионе на уровне \$1 млрд. в течение 5 лет. Норильский Никель приобрел 45% акций Лензолота на аукционе в сентябре этого года, заплатив за пакет 4,7 млрд руб. (\$153 млн). Еще в августе Минимущество объявило аукцион по продаже 44,9% акций (58,5% голосов) ОАО Лензолота, одного из ведущих в России производителей золота (9,3 т в 2002 г.). Его ресурсы составляют примерно 200 т (6,4 млн. унций) россыпного золота и около 106 т рудного золота (3,4 млн. унций). Начальная цена пакета была установлена на уровне 1 млрд. 65 млн. (\$35 млн). Ранее Норильский Никель выкупил еще один государственный пакет (5,6% акций или 7,3% голосов) Лензолота. По результатам двух аукционов Норильский Никель получил в собственность 50,6% акций ОАО Лензолота (66% обыкновенных акций).
29 октября	По словам заместителя министра экономического развития и торговли РФ Мухамеда Циканова, аукцион по Сухому Логу пройдет во втором квартале 2004 года. Месторождение золота Сухой Лог является одним из крупнейших в мире неразрабатываемых месторождений золота, ресурсы которого оцениваются в 33 млн. унций. Норильский Никель входит в число претендентов на месторождение, и мы рассматриваем компанию как наиболее вероятного победителя в аукционе. По словам Циканова условия будут опубликованы в ноябре или декабре. Однако форма продажи еще не определена (тендер или аукцион). По словам Циканова Министерство настаивает на аукционе. Принимая во внимание внушительный список претендентов на месторождение (Норильский Никель, Полиметалл, Базовый элемент, Highland Gold и т.д.) данная форма может увеличить цену за месторождение.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 84. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 965	2 306	2 281	2 210
ЕБИТДА, млн. \$	487	784	743	662
Чистая прибыль, млн. \$	178	401	358	289
P/E	N/3	6,1	6,8	8,4
EV/ЕБИТДА	5,5	3,4	3,6	4,0
Капитализация, млн. \$	2428			
EV, млн. \$	2679			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 85. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма ЕБИТДА (МСБУ) в 2002 г. – 25%
- Профессиональная команда руководства

Слабые стороны

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

Возможности

- Проект по производству труб большого диаметра
- \$180 млн. СП с Arcelor по производству оцинкованной стали

Угрозы

- Введение дополнительных ограничений на экспорт
- Ухудшение условий поставки сырья – угля и руды

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 86. Основные события

Дата	Событие
17 октября	Совет директоров Северстали рекомендовал новую выплату промежуточных дивидендов за 9М03 в размере 205 руб. (\$6,8) за акцию (5,5% дивидендная доходность). Совет директоров предложил направить на дивиденды 4,5 млрд. руб., или \$150 млн.. Северсталь уже выплачивала дивиденды за первое полугодие 2003 в размере 194 руб. (\$6,4) за акцию. Так как чистая прибыль компании за 3Кв03 (РСБУ) предсказывается на уровне 4,9 млрд. руб., коэффициент выплаты дивидендов за 3Кв03 составит 92% в рублевом выражении. Дата закрытия реестра установлена на 14 октября, 2003 и соответствующее внеочередное собрание акционеров для утверждения дивидендов назначена на 1 декабря 2003.
23 октября	Северсталь рассматривает покупку Rouge Industries Inc., которой принадлежит сталелитейная компания Rouge Steel, и которая подала прошение о защите от банкротства. Мощности компании составляют около 3,2 млн. тонн в год, и ее крупнейшими клиентами являются американские автопроизводители: продажи компании Ford составляют около 35% от общих продаж, и компаниям GM и Chrysler по 10% от общих продаж. Компания произвела 2,7 млн. тонн проката в 2002 против 2,4 млн. тонн в 2001. Выручка, операционный убыток и чистый убыток компании составили соответственно \$1127 млн., \$77 млн. и \$52 млн. в 2002. Чистый долг компании составил \$184 млн. на конец 2002 года, и текущая EV оценивается в \$125 млн. Данная покупка поможет Северстали увеличить продажи на американском рынке. Мы ждем дополнительных деталей, и сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA

(7 095) 795-3736

Павел Соколов

(7 095) 795-3735

Листинг на LSE увеличил объем торгов по акциям ОМЗ на 18%

Предприятия в составе СМ перейдут на единую акцию в середине декабря

Машиностроение

После месяца торгов акций ОМЗ на Лондонской фондовой бирже (LSE), последовавших за листингом в последний день сентября, мы можем подвести их предварительные итоги. Листинг увеличил средневзвешенный объем торгов (ADV) по акциям ОМЗ на \$45 000. До проведения листинга, ADV на РТС составлял \$58 000, а после него большая часть торгов переместилась на Лондонскую фондовую биржу. Объем торгов акциями ОМЗ на РТС снизился на 60% и теперь равен трети от суммарных объемов торгов, которые в октябре выросли на 18% до \$69 000.

Внеочередные собрания акционеров предприятий, входящих в Силовые машины (СМ) прошли без сюрпризов; акционеры всех предприятий (СМ, ЛМЗ, ЗТЛ и Электросила) проголосовали за слияние и переход на единую акцию. В течение 45 дней после проведения собраний акции соответствующих предприятий могут быть выкуплены предприятиями и к середине декабря все миноритарные пакеты будут либо выкуплены, либо конвертированы. После того, как ФКЦБ регистрирует период конвертации, торговля акциями ЛМЗ и Электросилы на вторичном рынке будет остановлена. Как мы отмечали в прошлом месяце, СМ проведет доэмиссию 812 млн. обыкновенных акций для облегчения конвертации, доведя общее количество обыкновенных акций до 6,1 млрд, а привилегированных – до 1 млрд.



Северсталь-Авто впервые опубликовала свою отчетность по международным стандартам

В октябре Северсталь-Авто (которое осуществляет управление и включает в себя ЗМЗ и УАЗ) опубликовала свой первый аудированный консолидированный отчет по МСФО за 2002 и 2001 гг. Общий объем продаж сократился лишь на 3% до \$490 млн в 2002 г. с \$503 млн в 2001 г. Доля продажи автомобилей в объеме выручки составила 50% и 52% в 2002 и 2001 гг., соответственно, в то время как 31% и 28% от выручки пришлось на продажи двигателей. Стоимость реализованной продукции в 2002 г. существенно сократилась – на 11% и составила \$399 млн. Производственные материалы и комплектующие составили 70% и 74% от себестоимости реализованной продукции в 2002 и 2001 гг., соответственно.

Усилия по стимулированию экспорта привели к 50% росту коммерческих расходов, в то время как общехозяйственные и административные расходы остались на уровне \$48 млн. Позитивные тенденции наблюдаются вплоть до операционной рентабельности: валовая рентабельность достигла 19%, а операционная рентабельность вернулась к положительным значениям на уровне 10%. Чистые неоперационные доходы складывались в основном из доходов, полученных от реструктуризации налоговой и кредиторской задолженности, а также доходов от курсовых разниц, которые повысили уровень рентабельности до уплаты налогов на 4 п.п. по сравнению с операционной рентабельностью. Доходы от реструктуризации получились как разница между суммой задолженности и справедливой текущей стоимостью реструктурированных выплат.

Как показано на Илл. 87, высокий уровень рентабельности был обеспечен в основном ЗМЗ, в то время как УАЗ отличился лучшей динамикой. Следующим стимулом для роста акций будет опубликование в декабре отчета по МСФО за первое полугодие 2003 г. Мы сохраняем нашу оценку ПОКУПАТЬ акции компании с учетом расчетной цены \$6 за акцию.

Илл. 87. Отчет Северсталь-Авто по IFRS за 2001-02 гг.

	2002 \$ млн	2001 \$ млн	Изменения
Общий объем продаж	489,7	502,7	-2,6%
Стоимость реализованной продукции	(398,6)	(449,0)	-11,2%
Валовая прибыль	91,1	53,7	69,7%
Коммерческие расходы	(14,4)	(9,6)	49,8%
Общехозяйственные и административные расходы	(47,9)	(47,2)	1,4%
НИОКР	(0,4)	(2,0)	-80,8%
Прочие операционные доходы (расходы)	1,3	(1,3)	Н/З
Операционный доход (убыток)	29,8	(6,3)	Н/З
Чистые неоперационные расходы (доходы)	(20,2)	(84,8)	-76,2%
Прибыль до уплаты налогов	49,9	78,4	-36,3%
Кредит (расходы) по налогу на прибыль	(13,0)	1,8	Н/З
Прибыль до вычета доли меньшинства	36,9	80,2	-54,0%
Доля меньшинства	(19,5)	(47,4)	-58,9%
Чистый доход	17,4	32,8	-47,0%
Амортизация	17,2	18,0	-4,5%
ЕВITDA	46,9	11,7	302,9%
Рентабельность			
Валовая	18,6%	10,7%	
ЕВITDA	9,6%	2,3%	
Операционная	6,1%	-1,3%	
До уплаты налогов	10,2%	15,6%	
Чистая	3,6%	6,5%	

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

**Илл. 88. Сравнение показателей рентабельности дочерних предприятий Северсталь-Авто**

Рентабельность	Северсталь-Авто		ЗМЗ		УАЗ	
	2002	2001	2002	2001	2002	2001
Валовая	18,6%	10,7%	28,1%	22,6%	9,9%	1,3%
ЕБИТДА	9,6%	2,3%	18,2%	11,9%	3,2%	-5,1%
Операционная	6,1%	-1,3%	16,5%	10,1%	-1,5%	-9,7%
До уплаты налогов	10,2%	15,6%	16,3%	12,5%	5,7%	16,4%
Чистая	3,6%	6,5%	10,8%	8,7%	5,6%	19,8%

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 89. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	393	431	476	495
ЕБИТДА, млн. \$	62	65	72	68
Чистая прибыль, млн. \$	17	20	24	20
P/E	15,5	13,0	11,1	13,3
EV/ЕБИТДА	4,6	4,3	3,9	4,2
Капитализация, млн. \$	263			
EV, млн. \$	284			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 90. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста на российском рынке машиностроения; 65% рынка бурового, 55% металлургического, 90% горнодобывающего оборудования
- Рост ликвидности акций вследствие выпуска АДР 1-ого уровня

Слабые стороны

- Низкая рентабельность (норма чистой прибыли в 2002 – 4%)
- Недостаток квалифицированной рабочей силы

Возможности

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

Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка

Александр Свинов
(7 095) 795-3745

Пищевая промышленность и розничная торговля

АДР Вимм-Билль-Данна, наиболее ликвидная бумага среди российских производителей продуктов, существенно упала в последнюю неделю Октября, в связи с общим негативным движением на рынке, которое вызвано событиями вокруг ЮКОСа. Акция упала на 12% до 18,92 долл. за штуку, что примерно соответствует уровню, на котором бумага была в начале лета, до новостей о возможном поглощении Даноном.

Мы считаем, что интерес Данона к ВБД остался неизменным...

Мы считаем, что политическая нестабильность последних недель и негативная реакция инвесторов не имеет прямого отношения на компании потребительского рынка в кратко- и среднесрочной перспективе. Мы не считаем существенной вероятностью отказа Данона от покупки ВБД, о чем писала Financial Times в конце Октября. По нашему мнению, ВБД стоит дешево на текущем уровне.

...и повышаем ВБД до ПОКУПАТЬ, понижая расчетную цену до 23 долл.

В соответствии с увеличением премии по российским еврооблигациям 2030 года до 7,2%, мы понизили расчетную цену ВБД до 23 долл. за штуку, но подняли рекомендацию по компании до ПОКУПАТЬ в соответствии с 22%-ным потенциалом роста.

Показатели SUN за 1П02 оказались лучше рынка, у Балтики – хуже

Компания SUN Interbrew показала очень высокие финансовые и операционные результаты за 1П02, которые оказались в общем выше нашего прогноза (10 п.п. по выручке, 30 п.п. по ЕБИТДА, по чистому доходу совпало с прогнозом). Это стало результатом усилий по повышению эффективности, предпринятых за последний год. Мы расцениваем это как долгосрочную тенденцию роста и ожидаем, что компания скоро вернет себе часть рынка, проигранную Балтике в 2001-2003 гг. Балтика же, наоборот,



показала результаты хуже рынка за первое полугодие 2003 г. и мы не ожидаем, что тенденция изменится до конца года.

ПИЦЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 91. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	825	965	1143	1345
EBITDA, млн. \$	84	95	131	165
Чистая прибыль, млн. \$	36	41	61	84
P/E	25,1	22,0	14,7	10,7
EV/EBITDA	11,5	10,2	7,4	5,9
Капитализация, млн. \$	898			
EV, млн. \$	969			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 92. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Ведущий российский производитель соков и молочной продукции
- Обширная дистрибуторская сеть

Слабые стороны

- Низкий уровень загрузки мощностей на ряде региональных заводов
- Приобретаемые предприятия требуют модернизации для обеспечения уровня качества

Возможности

- Выход на новые ниши (бутилированная вода, сыр) увеличивает продажи
- Сотрудничество с молочными фермами обеспечит стабильные поставки молока

Угрозы

- Нехватка сырого молока для производства молочной продукции
- Усиление конкуренции со стороны международных и российских компаний

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 93. Основные события

Дата	Событие
31 октября	ВБД добавил пакет из 47,7% акций к своему пакету из 50,1% акций крупнейшего молокозавода Башкортостана – Уфамологпрома. Мы считаем этот шаг позитивным для компании из-за исчезновения риска, связанного с совместным владением правительством Башкортостана блокирующего миноритарного пакета. Уплаченная цена, \$3,15 млн., или \$33 на тонну годового выпуска, довольно низка, по сравнению с другими приобретениями ВБД (\$60-80 на тонну). Мы сохраняем неизменной рекомендацию ДЕРЖАТЬ и расчётную цену.
20 октября	Вимм-Билль-Данн объявил о завершении инвестиционного проекта, стоимостью \$8,1 млн., по модернизации молокозавода в Харькове (Украина). Компания установила новое молокоперерабатывающее оборудование, а также линии по упаковке йогуртов и молока. Мы ожидаем в 2004 г. улучшение нормы валовой прибыли на 0,5-1 п.а, а также снижение затрат на перевозки на \$0,5 млн. Также мы ожидаем роста доли ВБД на рынке молокопродуктов Украины.
29 октября	ВБД опубликовал операционные результаты деятельности за 9М03, которые оказались хуже ожиданий. Хотя производство молокопродуктов за 9М03 увеличилось на 5,7% г-к-г, а сока – на 9,1% г-к-г, результаты 3Кв03 не впечатляют. Производство молокопродуктов осталось практически неизменным г-к-г, тогда как производство сока снизилось на 13,3% относительно 3Кв02. Мы считаем, что плохая погода и усилившаяся конкуренция стали основными причинами падения объёмов производства в 3Кв03. Однако нам необходимы финансовые результаты за квартал, чтобы понять насколько серьёзно конкуренция повлияла на ВБД, и мы соответственно изменим прогнозы на год.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 94. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	683	751	824	886
EBITDA, млн. \$	234	253	270	280
Чистая прибыль, млн. \$	137	136	144	148
P/E	11,2	11,3	10,7	10,4
EV/EBITDA	6,8	6,3	5,9	5,7
Капитализация, млн. \$	1 535			
EV, млн. \$	1 602			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 95. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Отсутствие полностью интегрированной дистрибуторской сети
- Низкая ликвидность и незначительный объём акций в свободном обращении

Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-банка

Сан Интербрю

Илл. 96. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	410	510	628	729
EBITDA, млн. \$	70	94	116	137
Чистая прибыль, млн. \$	-3	10	26	37
P/E	-234,0	83,8	30,6	21,7
EV/EBITDA	13,6	10,2	8,2	7,0
Капитализация, млн. \$	801			
EV, млн. \$	955			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 97. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

Возможности

- Новые формы упаковки и новые сорта пива увеличат долю рынка

Угрозы

- Рост конкуренции и замедление рынка будут негативно влиять на денежные потоки компании

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 98. Основные события

Дата	Событие
31 октября	SUN Interbrew показала очень хорошие результаты за 2Кв03, которые в целом либо соответствуют, либо превышают наш оптимистичный прогноз. Выручка выросла на 40,4% до \$165,3 млн. (против нашего прогноза \$151,3 млн.) из-за роста производства в России на 38,5% и на Украине на 36,2%. Российские результаты превысили средний рост рынка более чем в три раза (рост последнего всего на 9,3% в 2Кв03), что подчеркивает, что компания удерживает сильную позицию. В 2Кв02 компании также удалось увеличить чистую выручку на гл на 3,7% до \$33,5. Большая часть роста произошла в основном сегменте, где марка «Толстяк» восстановила свои объемы, которые выросли на 51% относительно прошлого года, и сектора премиум, где «Сибирская корона» выросла на 52%. На Украине, «Stella Artois», (сегмент лицензионный премиум) прибавила к объемам 77% год-к-году. В свете этих успешных результатов, мы считаем, что компания скорее всего приобретёт или построит новый пивоваренный завод в России и / или на Украине, что станет значительным фактором роста цен акций. Тем временем, мы повышаем расчётную цену до \$8, и, исходя из текущего дисконта к расчётной цене 37%, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции класса В (обык.).

Источник: оценки Альфа-Банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 99. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	84	103	124	142
EBITDA, млн. \$	16	19	21	23
Чистая прибыль, млн. \$	9	11	13	14
P/E	13,23	10,84	9,45	8,56
EV/EBITDA	6,79	5,80	5,03	4,63
Капитализация, млн. \$	120			
EV, млн. \$	108			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 100. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Наиболее известное российское предприятие розничной торговли
- Удачное местоположение

Слабые стороны

- Отсутствие внешних источников финансирования
- Отсутствие ликвидности на локальных рынках, маленький free float

Возможности

- Расширение сети универмагов "Стильный город" в Москве и регионах

Угрозы

- Ужесточение конкуренции, особенно в центре Москвы

Источники: оценки Альфа-банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Сбербанк разместил еврооблигации на \$1 млрд под национальный уровень доходности

Банковский сектор

Два важных события произошли в банковском секторе в октябре. Первое – это размещение Сбербанком 3-х годичных еврооблигаций на \$1 млрд под доходность при погашении около 4%, что близко к национальному уровню. Такое удачное размещение отражает благоприятную рыночную ситуацию, сложившуюся в результате присуждения инвестиционного рейтинга, и позволит Сбербанку снизить стоимость заимствования до уровня менее нынешних 7%. Однако, презентацию займа нельзя назвать удачной, так как представители банка путались в цифрах от-



УралСиб, как сообщается, продал НИКойлу 51%

Мы думаем, что стратегия УралСива на банковском рынке может остаться самостоятельной...

...но НИКойл вряд ли будет развивать рынок акций УралСива

носителем банковской программы капитальных вложений и имели довольно смутное понятие о стратегии банка по сокращению затрат.

По неподтвержденной информации, руководство УралСива пришло к соглашению о продаже группе НИКойл контрольного пакета акций банка. Как говорят, 51-процентный пакет стоит \$300 млн, что совпадает с нашей оценкой рыночной капитализации банка в размере \$600 млн. Похоже, что руководство УралСива спешит сократить свое участие в капитале банка перед президентскими выборами в Башкортостане в декабре. Это может быть основной причиной того, почему было принято решение предложить контрольный пакет группе НИКойл и выйти из предварительных переговоров с МФК. По нашему мнению, такая спешка отражает атмосферу неуверенности, царящую вокруг исхода республиканских выборов в декабре. Это, таким образом, стало плохой новостью для всех компаний, контролируемых нынешним республиканским правительством.

Что касается последствий для банковского сектора, мы не думаем, что новая группа Никойл-УралСиб станет серьезным конкурентом для крупнейших российских частных банков. Предыдущая сделка между НИКойлом и Автобанком показала, что оба банка продолжают действовать как самостоятельные игроки. Поэтому, похоже, что даже после продажи НИКойлу, УралСиб мог бы проводить самостоятельную стратегию на банковском рынке.

Однако, с позиции рынка акций, сделка с НИКойлом угрожает ликвидности акций УралСива, торгуемых на рынке. Поскольку НИКойл раньше не проявлял интереса к дополнительному размещению акций, то вряд ли он будет способствовать развитию нынешнего рынка акций УралСива.

Сбербанк

Илл. 101. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Активы, млн. \$	34 204	41 045	45 972	53 025
Чистая прибыль, млн. \$	960	1 152	1 136	1 127
P/E	5,0	4,1	4,2	4,2
Капитализация, млн. \$	4 966			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 102. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- 75%-ная монополия на рынке депозитов
- Гос.участие гарантирует доверие вкладчиков

Слабые стороны

- Рост кредитов ухудшает качество кредитного портфеля
- Филиальная сеть в 1329 отделений слишком дорогостоящая
- Гос.участие отбивает интерес менеджеров повышать капитализацию

Возможности

- Развитая филиальная сеть облегчает ипотечное кредитование
- Расходы (сейчас 40% доходов) могут быть сокращены на 25%

Угрозы

- Пенсионная реформа может подолвать монополию на вклады пенсионеров
- Страхование депозитов увеличит стоимость их обслуживания на 10%

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 103. Основные события

Дата	Событие
8 октября	Агентство Fitch присвоил рейтинг «BB+» ожидаемому выпуску облигаций UBS для финансирования займа Сбербанку РФ. Рейтинг соответствует кредитному рейтингу Сбербанка и находится на суверенном уровне.
15 октября	Сбербанк разместил 3-летние еврооблигации объемом \$1 млрд с доходностью LIBOR+175 б.п. – лид-менеджер займа UBS. Размещение прошло по номиналу. Купон выплачивается ежеквартально. Дата размещения – 24 октября 2003 г, дата погашения – 24 октября 2006 г.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Валентина Крылова**

(7 095) 795-3742

Екатерина Леонова

(7 095) 785-9678

Российские облигации упали на 1-4% несмотря на повышение суверенного рейтинга РФ

В ноябре российский долговой рынок частично возместит убытки, понесенные в октябре

Рынок облигаций

Российские еврооблигации подешевели по итогам октября на 1-4% несмотря на повышение агентством Moody's суверенного рейтинга России до уровня инвестиционного Вaa3. Новость о пересмотре рейтинга РФ вызвала скачок цен облигаций на 1,1-3,3%. Затем на долговом рынке установился нисходящий ценовой тренд, полностью нивелировавший повышение котировок в начале месяца. Продажи облигаций начались в рамках технической коррекции, так как ряд инвесторов использовал новость о пересмотре рейтинга РФ для фиксации прибыли. Позднее, падение цен усилилось под давлением продаж со стороны некоторых инвестфондов. Часть фондов предпочла зафиксировать прибыль перед окончанием финансового года (который для некоторых компаний заканчивается 31 октября). Обострение ситуации вокруг российской нефтяной компании Юкос добавило негатива на рынок и поддержало нисходящий ценовой тренд.

По нашему мнению, агрессивная продажа облигаций в конце октября (под влиянием новостей о Юкосе) была вызвана психологическими, а не фундаментальными причинами. Следовательно, мы ожидаем, что российские облигации частично отыграют падение в ноябре. Кроме того, для ряда инвестфондов финансовый год начинается с 1 ноября. Мы считаем, что после повышения суверенного рейтинга России до инвестиционного, консервативные инвесторы будут увеличивать долю российских активов в своих портфелях. Такая тенденция поможет российскому долговому рынку возместить убытки, понесенные в октябре. С другой стороны, спекулятивные участники рынка направят свои средства в облигации с более высокой доходностью. Постепенная замена спекулятивных средств долгосрочными снизит волатильность российских еврооблигаций.

Илл. 104. Основные события

Дата	Событие
1 октября	В октябре Россия направит \$584,6 млн в счет уплаты внешнего долга
8 октября	Рейтинговое агентство Moody's неожиданно повысило суверенный рейтинг России сразу на два пункта до инвестиционного уровня Вaa3. Покупка облигаций началась за несколько дней до пересмотра рейтинга. Однако уже после повышения, российский долговой рынок испытал длительную коррекцию, так как некоторые инвесторы использовали эту новость для реализации прибыли.
9 октября	Мобильные Телесистемы разместили 7-летние еврооблигации на \$400 млн под 8,375% доходности к погашению. Спрос на торгах достиг \$1,5 млрд.
9 октября	ММК выпустила 5-летние еврооблигации на \$300 млн под 8,25% доходности к погашению.
15 октября	Центральный Банк Турции снизил ряд ключевых процентных ставок. Эта новость поддержала цены на облигации развивающихся стран
15 октября	Сбербанк разместил еврооблигации с плавающей ставкой на \$1 млрд. Многие российские компании и банки выгодно использовали повышение суверенного рейтинга для заимствования по более низким ставкам.
17 октября	Газинвест разместил 5-летние еврооблигации на \$750 млн под 7,25% доходности к погашению. Спрос на торгах достиг \$1,6 млрд.
22 октября	Центральный Банк Бразилии снизил ставку Selic на 100 б.п. до 19%. Эта мера ожидалась и не повлияла на рынок госдолга.
27 октября	Арест главы ЮКОСа Михаила Ходорковского вызвал резкое падение российских облигаций. Агрессивная продажа началась из-за психологических, а не фундаментальных причин. В итоге, некоторые инвесторы решили покупать по более низким ценам и российские облигации частично отыграли падение.
22 октября	Банк Петрокоммерц решил отложить выпуск еврооблигаций из-за нестабильности на российском долговом рынке.

Источник: оценки Альфа-Банка



Илл. 105. Динамика валютных облигаций на 30 октября 2003 г.

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 5	14.05.08	89,00	-3,26	5,6	3,37	4,33
Минфин 6	14.05.06	97,38	-0,13	4,0	3,08	2,69
Минфин 7	14.05.11	84,25	0,30	5,5	3,56	6,66
Минфин 8	14.11.07	94,75	-1,81	4,0	3,17	4,04
Еврооблигации						
Евро-05	24.07.05	111,63	-0,22	2,9	7,84	1,86
Евро-07	26.06.07	121,88	-0,31	4,0	8,21	3,39
Евро-10	31.03.10	115,00	-1,08	4,4	7,17	0,07
Евро-18	24.07.18	142,13	-1,22	6,6	7,74	8,29
Евро-28	24.06.28	167,13	-1,33	7,0	7,63	10,62
Евро-30	31.03.30	97,00	-0,77	6,7	5,15	0,04
Муниципальные облигации						
Москва-04, €	25.10.04	107,50	0,02	4,3	9,53	1,19
Москва-06, €	28.04.06	113,50	-0,68	5,6	9,65	2,43
Ниж. Новгород	10.03.02	95,00	-3,19	11,1	9,21	0,05
Корпоративные облигации						
ММК, €	18.02.05	104,64	-0,89	6,9	9,56	1,45
Газпромбанк-03	22.12.03	102,07	-0,68	5,1	9,55	0,46
Газпромбанк-05	04.10.05	106,12	-2,43	5,4	7,89	1,95
Альфа-Банк	19.11.05	106,37	-0,94	7,8	10,11	2,08
МДМ-Банк	16.12.05	104,63	-0,43	8,6	10,27	2,14
Роснефть	20.11.06	116,67	0,15	7,1	10,93	2,78
Сибнефть-07	13.02.07	116,75	0,99	6,3	9,85	2,92
Сибнефть-09	15.01.09	118,32	2,35	6,7	9,09	4,12
ТНК	06.11.07	116,71	1,18	6,5	9,43	3,48
МТС-04	21.12.04	106,13	-2,20	6,5	10,32	1,36
МТС-08	30.01.08	109,50	0,04	7,3	8,90	3,59
Газпром-07	25.04.07	109,88	-0,56	6,2	8,30	3,20
Газпром-09	21.10.09	117,91	-0,46	6,9	8,91	4,67
ВымпелКом	26.04.05	105,42	-2,73	7,2	9,91	1,63
АФК Система	14.04.08	106,36	-0,33	8,6	9,64	3,71
Алроса	06.05.08	98,84	-0,93	8,4	8,22	3,90
Вимм-Билль-Данн	21.05.08	105,68	2,36	7,1	8,04	3,96
МосНарБанк	28.06.04	101,50	1,00	1,8	3,23	0,98
Росбанк	01.07.12	90,98	1,09	8,4	7,69	6,20

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка



Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743

Технический анализ

Индекс РТС: в поисках локального дна

Илл. 106. Индекс РТС – основные технические характеристики

Индекс	Рекомендация	Цель	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон (Октябрь 1-31)											
			Краткосрочный	Долгосрочный	С1	С2	П1	П2	OP	HI	LO	CL								
РТС	ПРОДАВАТЬ	565-584 ЦЕЛЬ ниже 500	Нейтральный К понижению	Нейтральный К понижению	С4 592.46	С3 584.80	С2 571.66	С1 545.31	П1 510.49	П2 477.82	П3 437.17	П4 430.33	6-месячная MA	38.2% FiboR	61.8% FiboR	ДС линия тренда	OP 566.88	HI 650.09	LO 496.66	CL 506.12

Источник: оценка Альфа-Банка

- Как мы ожидали, в октябре Индекс РТС после прорыва выше 572 пунктов почти достиг нашего технического уровня 665 (см. наш месячный отчет: *Октябрь: пока «на коне»*).
- Сейчас Индекс РТС нацелен на 440, где мы видим хорошие возможности для долгосрочного инвестирования, с техническим расчетным уровнем 665.
- В ближайшее время мы ожидаем, что Индекс РТС консолидируется в диапазоне 510-584, прежде чем возобновить снижение ниже уровня 500.
- Мы рекомендуем ОТКРЫВАТЬ СПЕКУЛЯТИВНЫЕ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ на РТС в диапазоне 565-584, с техническим расчетным уровнем ниже 500.

Илл. 107. Индекс РТС – Технические месячные характеристики, по состоянию на 31 октября 2003 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

Классический технический анализ

В октябре Индекс РТС почти достиг 665 (т.е. нашего расчетного технического уровня)

Как мы ожидали, в октябре Индекс РТС после прорыва выше отметки 572 почти достиг нашего расчетного технического уровня 665 пунктов (см. наш месячный отчет: *Октябрь: пока «на коне»*). Расхождение между нашим расчетным техническим уровнем (665) и новым максимальным показателем за все время (650,09) составляет 14,91 пунктов (или 2,3%).



После того, как на РТС был зафиксирован новый исторический максимум, началась коррекция вниз, в ходе которой Индекс РТС опустился ниже максимума за 1997 г. и достиг 6-месячной скользящей средней (510 пунктов), но не смог пробиться ниже. В результате этой коррекции месячная столбиковая диаграмма октября сформировала так острый «шип» («spike») на вершине, что в классическом техническом анализе графиков считается типично медвежьей фигурой, предшествующий пеллому тренда в сторону понижения.

Успешное завершение фигуры «бычья западня» может привести к падению Индекса РТС ниже уровня 500

С точки зрения классического технического анализа, месячные графики формируют потенциальную модель «бычья западня», так как Индекс РТС пытается повторно преодолеть линию долгосрочного сопротивления (см. Илл. 107), которую уже нужно считать ключевым уровнем долгосрочной поддержки. Текущее значение этой линии равно 538,73, а в ноябре ее значение слегка вырастет и составит 545,31. Нормальное завершение фигуры «бычья ловушка» может привести Индекс РТС к глубокому падению ниже уровня 500. Согласно Илл. 107, важные уровни поддержки расположены в узком диапазоне 430-440.

Краткосрочный тренд и циклы

Измерительный пробел от 27 октября, показывает, что Индекс РТС нацелен на 440

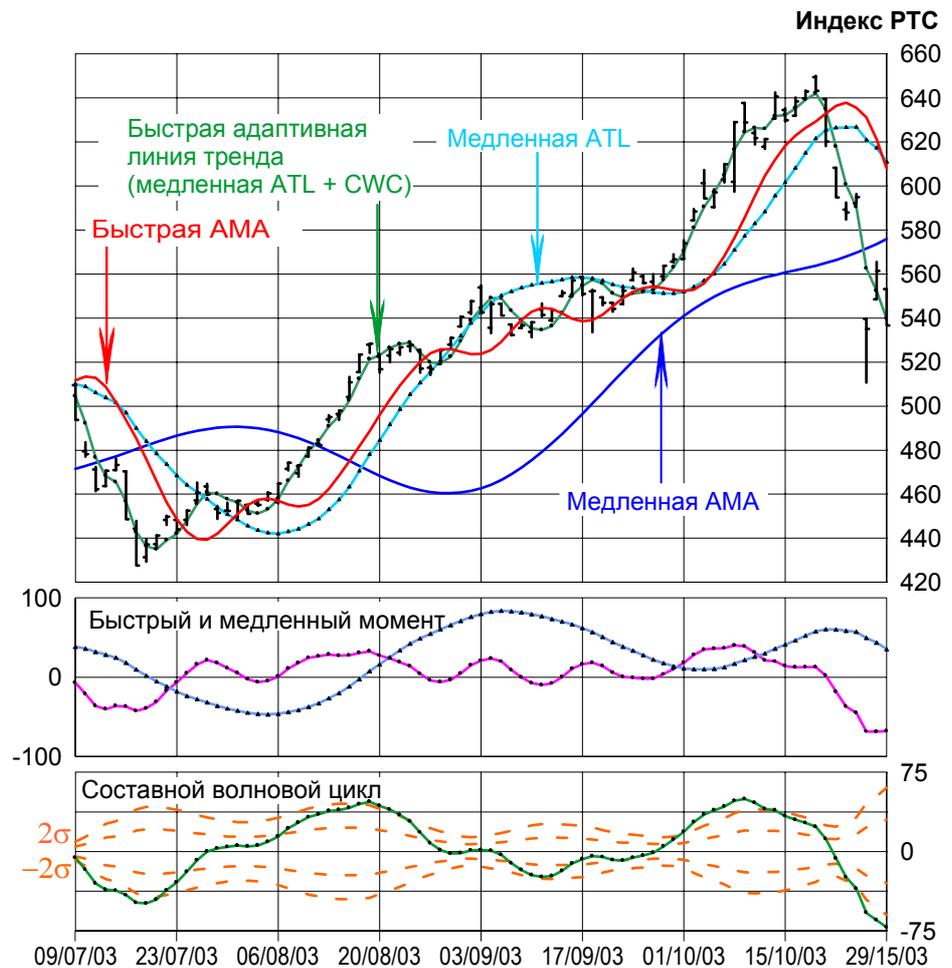
Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 108 миновала локальный пик вблизи отметки 630 и движется вниз, находясь выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Это указывает на то, что краткосрочный тренд нейтрален, но меняется на нисходящий. Быстрая адаптивная линия тренда (ATL) сформировала острую вершину вблизи 640 и начала снижаться с ускорением. 27 октября быстрая ATL прорвалась (сверху вниз) сквозь зону сильной поддержки, которая определяется медленной адаптивной скользящей средней (АМА). Этот прорыв сопровождался так называемым пробелом «на отрыв» (*runaway gap*), характерным для рынка, который движется без усилий на умеренных или больших объемах. При нисходящем тренде этот разрыв – признак слабости рынка, указывающий на растущее давление продавцов. Данный вид разрыва называется также «измерительным пробелом» (*measuring gap*), так как он обычно возникает на половине пути тренда. Зная расстояние, уже пройденное трендом с момента исходного сигнала или прорыва, можно рассчитать вероятную величину остающегося движения, удвоив уже пройденное расстояние. Простой расчет показывает, что Индекс РТС нацелен на отметку 440, расположенную вблизи уровня поддержки 437 на 61,8%-ном откате Фибоначчи (см. Илл. 107).

Медленный момент показывает медвежье расхождение по отношению к медленной адаптивной линии тренда

Медленный момент в средней части Илл. 108 несколько дней назад миновал второй локальный максимум в зоне положительных значений и в настоящее время приближается к нулевому уровню, что подтверждает тот факт, что формирование медвежьего тренда на РТС близко к завершению. Возобновление нисходящей фазы медленного момента сопровождается «медвежьим» расхождением между парой последовательных локальных пиков на медленной адаптивной линии тренда (ATL), с одной стороны, и медленным моментом, с другой стороны, что делает медвежий сигнал более надежным. В то же время быстрый момент достиг большого отрицательного значения вблизи уровня «минус 80» и начал двигаться вбок. Это значит, что в настоящее время быстрая адаптивная линия тренда ATL в верхней части Илл. 108 снижается с постоянной скоростью.



Илл. 108. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 29 октября 2003 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Краткосрочный составной волновой цикл все еще снижается в сильно перепроданной области

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 108 достиг сильно перепроданной области ниже уровня «минус два сигма» и продолжает снижаться. Нисходящая фаза краткосрочного дневного CWC все еще сопровождается резким ростом его волатильности, что указывает на дестабилизацию рынка и делает возможным краткосрочный «отскок» на РТС. Тем не менее, потенциал роста за счет избыточной волатильности краткосрочного CWC будет, на наш взгляд, в большей мере компенсирован нарастающим нисходящим трендом. Это может привести лишь к более или менее продолжительной фазе консолидации рынка, после чего наступит новая нисходящая волна.

Долгосрочный тренд и циклы

Недельные графики говорят о начале фазы долгосрочной консолидации на РТС

Долгосрочный тренд на РТС в настоящее время нейтрален и меняется на нисходящий, так как медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 109 продолжает формировать крупный локальный максимум. Неделей раньше быстрая адаптивная линия тренда (ATL) миновала острую вершину и возобновила падение, что говорит о начале новой долгосрочной фазы консолидации на РТС.

Медленный момент формирует крупную модель «двойная вершина» на фоне «медвежьей» дивергенции

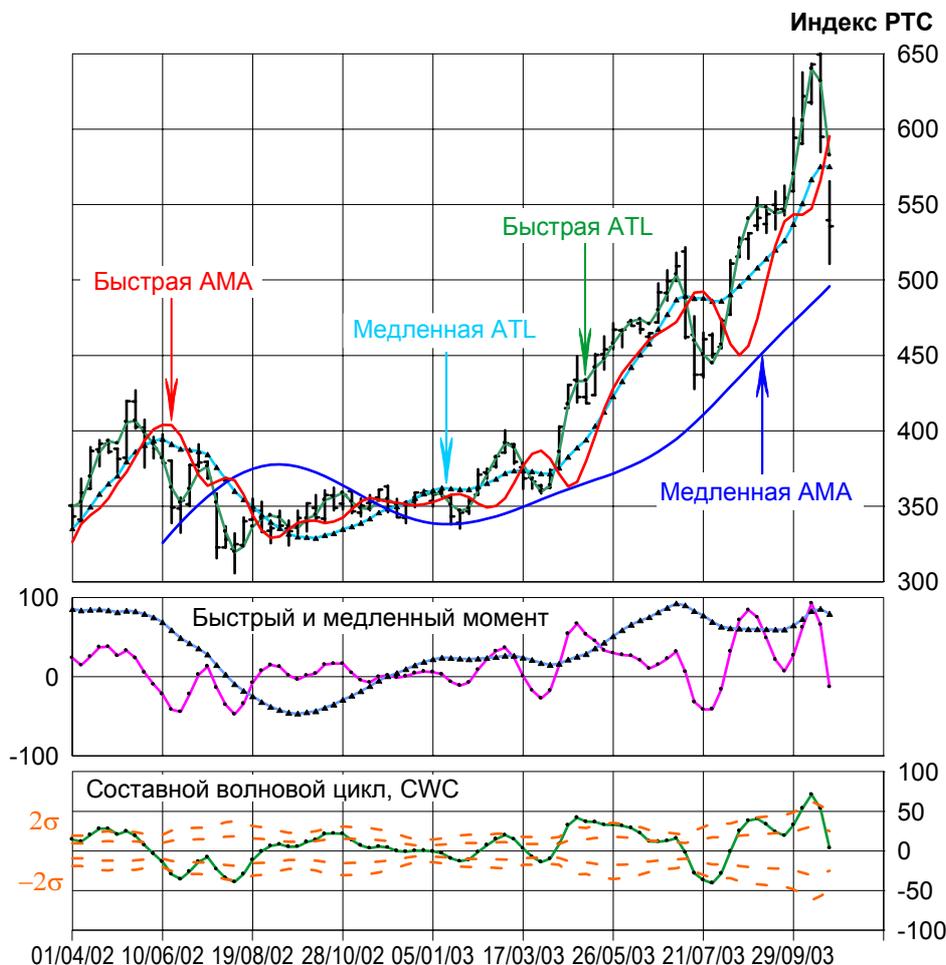
Медленный момент в средней части Илл. 109 формирует крупную модель «двойная вершина», сопровождаемую медвежьим расхождением в отношении медленной адаптивной линии тренда, что усиливает наши мрачные предчувствия относительно дальнейшей динамики Индекса РТС. Две недели назад быстрый момент миновал острый локальный

Долгосрочный составной волновой цикл миновал острый гребень в сильно перекупленной зоне и возобновил падение

максимум в зоне положительных значений и сейчас снижается вблизи нулевого уровня. Более того, быстрый момент демонстрирует ускорение падения.

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) миновал острый гребень в сильно перекупленной области выше уровня «плюс два сигма» и вновь вступил в фазу падения вместе с медленным моментом. Подобно быстрому моменту, долгосрочный CWC демонстрирует ускорение падения. Маловероятно, чтобы долгосрочный CWC – с учетом его избыточного ускорения – совершит отскок от нулевого уровня. Гораздо вероятнее, что он продолжит падение до уровня «минус два сигма», после чего начнется новая фаза роста. Мы оцениваем потенциал падения за счет долгосрочного CWC в 50 пунктов, или около половины общего потенциала снижения РТС. Это предполагает скорее не возврат к долгосрочному медвежьему тренду на РТС, а предпосылку для долгосрочной фазы консолидации. Мы полагаем, что появление нового долгосрочного ралли станет возможным лишь после снижения волатильности, как минимум, до нормального среднего уровня или даже немного ниже, что не произойдет быстро.

Илл. 109. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 29 октября 2003 г.



Источник: оценка Альфа-Банка



Уровень основной поддержки вновь расположен на отметке 403

Недельные графики указывают на начало долгосрочной фазы консолидации

Сейчас Индекс РТС нацелен на отметку 440

Мы рекомендуем ОТКРЫВАТЬ СПЕКУЛЯТИВНЫЕ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ на РТС в диапазоне 565-584, с техническим расчетным уровнем ниже 500

Уровни поддержки и сопротивления

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС даны на Илл. 106 и Илл. 107. Уровень основной поддержки вновь равен 403. Другие ключевые уровни поддержки – это 61,8%-ная коррекция Фибоначчи (437) и линия долгосрочного восходящего тренда (430). Уровень основного сопротивления (584,80) совпадает с минимумом, отмеченным 23 октября.

Потенциал роста и падения

Учитывая состояние фондового рынка, мы делаем следующие выводы:

1. Как мы ожидали, в октябре Индекс РТС после прорыва выше отметки 572 почти достиг нашего расчетного технического уровня 665 (см. наш месячный отчет *Октябрь: пока «на коне»*). Расхождение между нашим расчетным техническим уровнем (665) и новым максимумом за все время (650,09) составляет 14,91 пунктов (или 2,3%).
2. Сейчас Индекс РТС нацелен на отметку 440. Однако недельные графики указывают не столько возврат к долгосрочному медвежьему тренду на РТС, сколько начало долгосрочной фазы консолидации за счет нисходящей фазы долгосрочного составного волнового цикла.
3. Мы ожидаем, что в ближайшее время Индекс РТС консолидируется в диапазоне 510-584, прежде чем возобновить новую волну снижения до уровня ниже 500, так как краткосрочный составной волновой цикл уже приближается к локальному дну.
4. Мы рекомендуем ОТКРЫВАТЬ СПЕКУЛЯТИВНЫЕ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ на РТС в диапазоне 565-584, с техническим расчетным уровнем ниже 500.
5. В настоящее время мы видим хорошие возможности долгосрочного инвестирования в узком коридоре 540-550, с предварительным техническим расчетным уровнем 665.

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

Доминик Гуалтиери
(7 095) 795-3649/(7 095) 745-7897

Аналитический отдел

Телефон/Факс
Со-начальник аналитического отдела,
Телекоммуникации
Со-начальник аналитического отдела,
Главный стратег
Нефтяная и газовая
промышленность
Макроэкономика, банковский сектор
Телекоммуникации/Интернет
Металлургия, потребительские товары

(7 095) 795-3676/(7 095) 745-7897
Андрей Богданов

Кристофер Уифер

Метью Томас, Сергей Глазер CFA,
Константин Резников, Анна Бутенко
Наталия Орлова
Андрей Богданов, Елена Роговина
Максим Матвеев CFA, Павел Соколов,
Наталья Шевелёва, Александр Свинов

Государственные ценные бумаги

Валентина Крылова, Екатерина Леонова,
Никита Гусаков
Владимир Кравчук
Ангелика Генкель, к.э.н.

Технический анализ
Аналитическая поддержка российских
клиентов
Группа переводчиков

Ринат Гайнуллин

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам

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

Кирилл Суриков
Александр Захаров

Продажи российским клиентам

Олег Мартыненко
Александр Насонов
Константин Шашаров
Армен Петергов, Алексей Гурьянов,
Тамара Заречнева
Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

Рынки капиталов/Структурированные
продукты
Адрес

Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс
Начальник управления рынков и акций

(44 20) 7588-8500/(44 20) 7382-4170
Гювен Гирей

Продажи
Адрес

Максим Шашенков, Стив Доунер
City Tower, 40 Basinghall Street
London, EC2V 5DE

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

(212) 421-8564/1-866-999-ALFA/(212) 421-8633
Николас Бич
Майкл Каплан
540 Madison Avenue, 30th Floor
New York, NY 10022

© Альфа-Банк, 2002 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.

Данный материал предназначен для распространения в Российской Федерации ОАО «Альфа-Банк» (далее Альфа-Банк). Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и (или) суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и его дочерние компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, берут на себя валютный риск. Вложения в России сопряжены со значительным риском, и поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной третьей стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее "Alfa Capital"), являющейся дочерним предприятием Альфа-групп, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица, на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.