

Октябрь: «Пока на коне»

2 октября 2003 г.

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Brent: ориентир – «линия шеи»

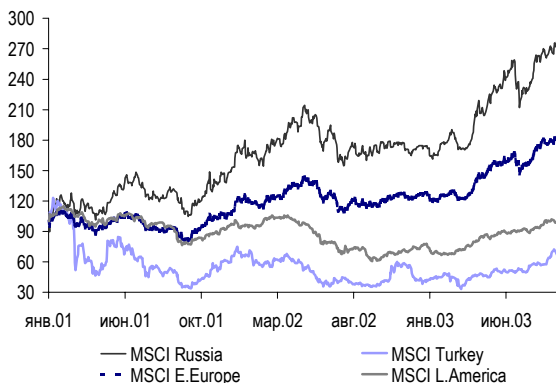
- Сочетание высокой рублевой ликвидности и продолжающегося сокращения доли акций в свободном обращении стали факторами роста котировок российских акций в сентябре. В результате индекс РТС 1 октября пробил исторический максимум. Иностранные портфельные инвесторы в основном проявляют пассивность, но не снижают долю российских активов в своих портфелях: их нервозность можно объяснить опасениями, «как бы чего не случилось перед выборами». Слухи о сделках с участием крупнейших компаний и сохранение высоких макроэкономических показателей должны поддержать российские акции в октябре, хотя волатильность их цен усилится.
- Внимание инвесторов сосредоточивается на приближающихся выборах в Думу — как одним из основных аргументов в пользу целесообразности инвестиций в российские активы в ближайшем будущем. Такая целесообразность связана с возможным ускорением реформ после выборов и выравниванием интересов Кремля и Думы.
- В краткосрочной перспективе цена фьючерса Brent ближайшего месяца поставки в Лондоне на IPE должна вернуться в узкий диапазон \$27,4-28,0 за баррель. ОПЕК неожиданно решила сократить добычу на 900 тыс. баррелей в сутки до 24,5 млн баррелей, несмотря на приближающуюся зиму. С учетом этого, по нашим оценкам, цена сорта Brent быстро вернется в диапазон \$27,4-28,0 за баррель, и закрепится на этом уровне. На наш взгляд, это не должно сильно повлиять на котировки акций российских нефтяных компаний, поскольку среднемесячная цена Brent продолжает падать.
- Недельные ценовые графики фьючерса Brent по-прежнему формируют модель «голова-плечи» на вершине. Мы полагаем, что в более отдаленной перспективе цена сорта Brent снова начнет снижаться, и может достичь ключевого уровня поддержки \$23,5. В рамках реалистичного сценария цены сорта Brent может упасть ниже этого уровня не ранее весны 2004 г.

Портфельные рекомендации*

Газпром, локал. Сбербанк	Выиграет от продолжения реформ В результате успешных выборов может выиграть от получения инвестиционного рейтинга
ЛУКОЙЛ Фикс. телекомы	Наиболее дешёвый среди крупных нефтяных компаний Выиграют от реструктуризации и роста потребительских расходов. Наибольший потенциал у МГТС и Сибирьтелекома
Второй эшелон НГ сектора	Консолидация в ближайшие 12 месяцев. МегионНГ наиболее ликвидный, потенциал 46%

Прим.: * временной горизонт – 3-6 месяцев

Развивающиеся рынки



Источник: Bloomberg, РТС

Последние публикации

ОПЕК: решимость или отчаяние? Крис Уицфер	Октябрь 1, 2003
Стратегия Кремля: планирование роста Крис Уицфер	Сентябрь 26, 2003
Стратегия Кремля Крис Уицфер	Сентябрь 23, 2003
Спред МТС – Вымпелком Владимир Кравчук	Сентябрь 22, 2003
ЮКОС: Предпродажная подготовка? Мэтью Томас, Константин Резников, Анна Бутенко	Сентябрь 15, 2003
Норильский Никель: 20% выручки за счет золота Максим Матвеев, CFA	Сентябрь 18, 2003
Перспектива вступления в ВТО в 2006 г. будет способствовать ускорению банковской реформы Наталья Орлова	Сентябрь 18, 2003
Акции трубных и металлургических заводов: ПОКУПАТЬ Максим Матвеев, CFA, Наталья Шевелева	Сентябрь 17, 2003
Финансовый сектор: государство демонстрирует силу Наталья Орлова	Сентябрь 12, 2003
Калифорнийский недуг Крис Уицфер	Сентябрь 11, 2003

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

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку.....	3
Причины роста акций: увеличение ликвидности рынка и прибыли предприятий	3
Политика и экономика	5
Brent: ориентир – «линия шеи»	16
Динамика и оценка акций.....	24
Графики	27
Календарь событий.....	29
Экономика и политика.....	30
Новости компаний и отраслей	32
Нефть и газ	32
Телекомы	40
Металлургия.....	43
Машиностроение	46
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	47
Банковский сектор	50
Рынок облигаций	51
Технический анализ	54
Индекс РТС: вблизи исторического максимума	54



Кристофер Уифер
(7095) 970-5081

Комментарии по рынку

Причины роста акций: увеличение ликвидности рынка и прибыли предприятий

Рост российских акций в течение прошедшего месяца можно объяснить тем, что российские инвесторы стали уделять больше внимания акциям «второго эшелона», в частности, промышленным предприятиям (в т.ч. производителям ТНП) и сфере обслуживания. Это именно та группа компаний, акции которых получают наибольший выигрыш в случае ускорения реформ в экономике по завершении выборной кампании.

С начала года индекс РТС вырос почти на 55%, т.е. в 2003 г. Россия – уже пятый год подряд – один из самых быстрорастущих рынков акций.

Илл. 1. Основные фондовые индексы

	За последний месяц	С начала года
	%	%
РТС	4.4	54.4
MSCI Russia	3.2	55.9
Global Emerging markets \$	0.3	28.9
Global Equities \$ based	0.8	15.1
Dow Jones Industrials	-1.1	11.7
NASDAQ Composite	-1.0	34.2

Источник: DataStream

Двигателем ценового ралли в прошлом месяце была не спекуляция на слухах о Юкосе и других нефтяных компаниях, а улучшение финансовых показателей отдельных российских предприятий. В сентябре больше других выросли акции следующих 5 компаний:

Челябинский трубо-прокатный

Челябинский трубопрокатный завод. Запуск новых экспортных трубопроводов может быть отложен, но и в этом случае предпочтение, по видимому, будет отдано более мощному трубопроводу (например, тихоокеанскому трубопроводу пропускной способностью 2 млн. баррелей в сутки, а не китайскому на 760 тыс. баррелей в сутки). И у ЧТПЗ, и у Выксунского метзавода в ближайшие как минимум 5 лет прибыль будет динамично расти в результате строительства новых крупных нефте- и газопроводов.

Норильский Никель

Норильский Никель. Его акции становится настоящей «голубой фишкой» мировой горной промышленности и поэтому приобретаются фондами, инвестирующими средства в бумаги зарубежных компаний сырьевого сектора. Прогнозы его финансовых показателей могут быть повышены, поскольку рост цен на металлы продолжается (см. таблицу). Норильский Никель активизирует золотодобычу, и в этом инвесторы также видят возможность хеджирования риска, связанного с ослаблением доллара.

Аэрофлот

Аэрофлот. Появляется надежда, что НРБ, которому принадлежит крупный пакет акций Аэрофлота, удастся заручиться поддержкой государства для проведения реорганизации в компании.

Газпром

Газпром. Здесь тоже появляется уверенность в возможности реорганизации как Газпрома, так и отрасли в целом. Из разных ведомств слышались заявления о готовности устранить двойной рынок акций компании либо до конца этого года, либо после выборов. За счет реформ в экономике эта акция должны вырасти больше других «голубых фишек».

Мегионнефтегаз

Мегионнефтегаз. Котировки выросли после включения компании в сделку с BP в ожидании, что от миноритарных акционеров избавятся, предложив справедливую цену выкупа.



Илл. 2. Динамика наиболее ликвидных акций

	За прошлый месяц	С начала года
	%	%
ГАЗ	79.4	97.3
ЧТПЗ	34.8	200.9
Норильский Никель	26.6	137.5
Аэрофлот	22.5	42.0
Газпром – АДА	21.8	98.3
Мегионнефтегаз	20.5	60.2
Ленэнерго	14.0	100.7
Вымпелком	13.4	90.9
АвтоВАЗ	12.5	36.7
Северсталь	12.2	122.2
Вимм-Билль-Данн	12.2	4.5
Уралсвязьинформ	8.7	100.6
Сибнефть	8.3	31.4
МГТС	6.9	75.8
Газпром – внутренние	4.6	69.2
Юкос	4.4	55.6
ЮТК	2.8	26.2
Сургутнефтегаз	2.8	35.9
МТС	2.2	93.9
Сбербанк	1.6	33.5
РАО ЕЭС	0.6	147.7
ЛУКОЙЛ	-0.7	26.2
Ростелеком	-2.1	38.0
Балтика	-2.3	-3.8
Татнефть	-2.7	38.8
Мосэнерго	-2.9	111.4
Голден Телеком	-10.7	129.3

Источник: DataStream

Что касается компаний, котировки акций которых снижались, то здесь следует отметить Голден Телеком, который пострадал от фиксации прибыли на нервном американском рынке. Своим движением эта бумага почти полностью обязана американским трейдерам, играющим в течение одной торговой сессии, и при падении NASDAQ на 1% в течение месяца акции Голден Телекома провалились вниз настолько же сильно, насколько они опережали NASDAQ во время ралли.

Акции Мосэнерго также пострадали от фиксации прибыли после уверенного роста с начала года, причем без видимых причин, а Балтика продолжает быть «изгоем» и болтается вверх-вниз из-за отсутствия ясности со стратегией компании.

Акции крупных нефтяных компаний отставали от рынка (несмотря на оптимизм в отношении продажи 25% акций Юкоса стратегическому инвестору): цена нефти падает из-за возможного нарушения равновесия между спросом и предложением.

Илл. 3. Сырьевые товары / Курс российской валюты

	В прошлом месяце	С начала года
	%	%
Нефть, Urals \$ за баррель	-11.2	-14.6
Никель	3.3	43.5
Платина	3.9	20.1
Золото	5.6	11.5
Рубль/Доллар	-0.5	4.2
Рубль/Евро	-6.3	-5.9

Источник: DataStream



Илл. 4. Наиболее ликвидные акции по потенциалу роста до «справедливой» стоимости

	Последняя цена \$ за акцию	Рын. кап-ция млн \$	Справедливая стоимость \$ за акцию	Потенциал роста %	Рекомендация роста
Сибирьтелеком	0.03	362	0.04	44.8	ПОКУПАТЬ
ЮТК	0.09	271	0.13	42.1	ПОКУПАТЬ
Газпром – внутренние	1.23	29,564	1.68	36.9	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	256.60	4,874	338.00	31.7	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0.03	849	0.03	25.5	ПОКУПАТЬ
Вимм-Билль-Данн	18.38	825	22.50	22.4	ДЕРЖАТЬ
ЛУКОЙЛ	19.46	16,552	23.80	22.3	ПОКУПАТЬ
МГТС	10.90	870	13.00	19.3	ПОКУПАТЬ
ОМЗ	7.82	276	8.90	13.8	ДЕРЖАТЬ
Северсталь	110.00	2,428	120.00	9.1	ДЕРЖАТЬ
ЦентрТелеком	0.34	537	0.37	8.8	ДЕРЖАТЬ
Вымпелком	60.25	3,244	64.00	6.2	ДЕРЖАТЬ
МТС	73.50	7,097	74.00	0.7	ДЕРЖАТЬ
Норильский Никель	48.10	10,289	48.00	-0.2	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	2.09	514	2.07	-1.0	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0.44	9,016	0.43	-1.1	ДЕРЖАТЬ
Ростелеком	1.67	1,217	1.60	-4.2	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	28.75	782	27.00	-6.1	ДЕРЖАТЬ
Юкос	14.69	32,861	13.30	-9.5	ПРОДАВАТЬ
Газпром АДА	23.20		21.00	-9.5	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1.09	2,375	0.96	-11.9	ПРОДАВАТЬ
Сибнефть	2.89	13,702	2.46	-14.9	ПРОДАВАТЬ

Источник: оценка Альфа-Банка

Политика и экономика

Бюрократические препоны мешают проводить реформу

Президент заявил со всей откровенностью и недвусмысленностью, что в течение последних нескольких лет правительству приходилось сталкиваться с многочисленными препятствиями всякий раз, когда оно пыталось ускорить ход экономических реформ. По мнению Президента, это свидетельствует как о противодействии со стороны чиновников, которые зачастую проталкивают интересы влиятельных промышленных и других лоббистских групп, так и об отсутствии поддержки со стороны законодательной власти.

Задача правительства состоит в диверсификации роста и распределении национального богатства

Став президентом в начале 2000 г., Путин упорно работал над решением двух основных задач в экономике. Первая заключалась в том, чтобы ослабить зависимость экономики от резких колебаний нефтяных цен путем наращивания объемов нефтедобычи и создания финансового задела в госбюджете. Параллельно шла работа над подготовкой к переходу к основной задаче, а именно расширению базиса экономического роста, которое должно привести к диверсификации экономики и обеспечить распределение национального богатства среди широких слоев населения.

Для продвижения реформ Путину нужна поддержка законодателей

Путин четко определил ключевую экономическую задачу на восьмилетний срок своего правления: расширить рамки экономического роста и распределения материальных благ. Для решения этой задачи необходима, прежде всего, способность правительства резко ускорить темпы проведения реформ в самом начале следующего срока исполнительной власти. Это может произойти только в том случае, если правительству удастся получить безусловную поддержку большинства депутатов ГД РФ.

Прокремлевским партиям необходимо получить более 50% голосов избирателей

На основе анализа результатов предыдущих выборов, мы пришли к заключению о том, что в настоящее время правительство может рассчитывать на безоговорочную поддержку только 33%. «Левая оппозиция» всегда будет выступать против предлагаемых правительством мер, а «правая оппозиция» и «центристы» чаще всего будут вносить поправки в



предлагаемые законопроекты, чтобы затормозить процесс реформирования.

Илл. 5. Структура нынешнего парламента

Партия	Кол-во мест	% голосов
Про-кремлевские («Единство», «Отечество», ЛДПР)	148	32,9
Левая оппозиция (коммунисты, «Народный депутат», аграрии)	179	39,8
Правая оппозиция (СПС, «Яблоко»)	48	10,7
Центристы («Регионы России»)	47	10,4
Независимые депутаты и свободные места	28	6,2

Источник: Альфа-Банк

Таким образом, ключевая задача 2003 г. состоит в том, чтобы сторонников Кремля было не 33%, как сейчас, а более 50%.

Мы полагаем, что для безусловного достижения этой цели Кремль может прибегнуть к стратегии, включающей восемь пунктов:

1) Использовать популярность Президента

Перенести популярность Путина на «Единство»

Теперь всем избирателям известно, что Путин является сторонником партии «Единство». После его присутствия на состоявшемся в прошедшие выходные съезде (и других публичных встреч с ее лидерами) можно надеяться на то, что часть высокого рейтинга самого Путина перейдет на «Единство».

2) Отвлечь внимание оппозиции

Способствовать расколу в оппозиции

Многие московские политические аналитики увлечены теорией заговоров, и согласно последним веяниям, Кремль поддерживает процесс создания новых партий, как, например, отколовшаяся недавно от коммунистического блока партия «Родина», чтобы добиться раскола в рядах основных оппозиционных политических организаций.

3) Троянский конь

Чубайс занял место в тройке лидеров СПС

Многие считают, что решение главы РАО «ЕЭС России» Чубайса принять участие в выборах в качестве кандидата от СПС поддерживается, хотя и негласно, кремлевскими кругами. Можно предположить, что в случае успеха, он довольно быстро добьется контроля над партией, не важно формального или нет, и тогда ее фракция по характеру своей позиции при голосовании перейдет из категории «правая оппозиция» в категорию твердых «сторонников Кремля». Считается, что Чубайс не лишен политических амбиций и надеется получить в отдаленной перспективе более высокий статус, чем депутат Думы, однако, по всей видимости, для этого ему потребуется поддержка кремлевских серых кардиналов.

4) Нулевая терпимость

Активное наступление на Юкос

В прошедшие выходные Путин снова предупредил ЮКОС не искать политической подоплеки в судебном иске против Платона Лебедева. В противном случае рамки разбирательства могут быть расширены. Предпринятое в начале июля федеральное расследование в отношении нефтяной компании было вызвано, главным образом, ростом ее политической активности. В частности, возникла угроза для главной политической цели Путина, который стремится создать прокремлевское большинство в ГД РФ следующего созыва, которое должно занять более 50% мест. Никто не сомневается в том, насколько эта цель важна для Путина и Кремля или в том, что они сделают все возможное для того, чтобы преодолеть любые препятствия на этом пути.

**5) Контроль над СМИ**

За последние несколько лет произошел существенный сдвиг в том, что касается контроля над российскими средствами массовой информации. Сегодня большинство из них либо контролируются Кремлем, либо придерживаются его линии.

6) Отвлечь внимание от ахиллесовых пят

У правительства есть «болевые точки»

У правительства есть несколько ахиллесовых пят, которые могут быть использованы во время предвыборной борьбы.

Чечня

Прошло четыре года с тех пор, как Путин получил мандат, позволявший ему предпринять самые жесткие военные меры, чтобы решить чеченскую проблему, однако полностью переломить ситуацию не удалось. Любая террористическая акция, особенно за пределами Кавказа, напоминает избирателям о том, как трудно найти выход из сложившегося положения.

Внешняя политика

Внешняя политика. Критика в адрес правительства за его поддержку США звучит гораздо реже по сравнению с тем, что было во время балканских войн. Тем не менее, по-прежнему превалирует мнение о том, что Россия сделала слишком много уступок США в ходе борьбы с терроризмом и мало получила взамен (Россия до сих пор подпадает под действие поправки «Джексона-Вэника», несмотря на личные заверения Президента США Буша, что она будет отменена).

Приоритет обслуживанию внешнего долга вместо увеличения социальных расходов

Преимущественное обслуживание внешнего долга по сравнению с расходами на социальные нужды также служит поводом для критики правительства, особенно в регионах. Текущий бюджетный профицит (около \$13 млрд, которые будут направлены на пополнение стабилизационного фонда) уже привлек внимание партии «Яблоко». Избиратели считают, что эти средства лучше направить на социальные нужды.

«Мягкость» к олигархам

В своей предвыборной кампании вновь созданная партия «Родина» намерена направить основные усилия на обличение олигархов и возвращение собственности, которая, по мнению новой политической организации, была приобретена у государства в 80-е годы за бесценок. Этот вопрос стал очень актуальным в России, и политика партии «Родина» привлечет, вне всякого сомнения, симпатии избирателей. Июльское наступление на ЮКОС задумано для того, чтобы отвести от правительства обвинения в излишней мягкости к крупному бизнесу, который в годы правления Президента В.В. Путина не только выжил, но и процветает. Тем не менее, совершенно очевидно, что этот вопрос останется на повестке дня предвыборной кампании.

Вряд ли можно назвать случайным совпадением тот факт, что конкретные события, повлекшие за собой арест Лебедева и ряд направленных против ЮКОСа мер, произошли несколько дней спустя после взрывов, организованных террористами-самоубийцами на одной из окраин Москвы. Мы уже неоднократно замечали, что как только Кремлю необходимо убрать неудобные события с первых страниц газет, ему сразу удается подобрать альтернативный сюжет.

7) Популярные лозунги

Борьба с преступностью и коррупцией

Правительство выдвигает на первый план законность, наведение порядка и борьбу с коррупцией среди милиционеров и мелких чиновников. Все эти проблемы фигурируют среди главных пожеланий большинства граждан. В этой связи нельзя исключать, что правительство предпримет новые серьезные шаги в этом направлении в предвыборный период, чтобы продемонстрировать серьезность своих намерений. Арест Лебедева, одного из самых могущественных и богатых бизнесменов, который несколько месяцев спустя все еще содержится в тюрьме, должен донести до простых россиян идею о том, что прежние времена «элитной» защиты уже прошли.

**8) Изменить правила*****Изменение правил проведения выборов***

И, наконец, правительство пошло на принятие поправок к существующему закону о выборах. Многие считают, что изменения, связанные с минимальным количеством голосов, необходимых для прохождения партии в Думу и с перераспределением голосов, пойдут на пользу таким партиям, как «Единство».

Для привлечения инвестиций необходимо ускорить ход реформ

Подходит к концу время, когда инвестиции в Россию основывались на идее о том, что «дешевые активы начинают дорожать по мере снижения уровня рисков». Настал момент для новых аргументов в пользу инвестиций в растущую экономику, которая способна обеспечить рост доходности в самых разных отраслях. Но для этого правительство должно резко ускорить ход реформ. Это может произойти только в том случае, если оно добьется безоговорочной поддержки не менее чем 50% депутатов Думы следующего созыва.

Настроение инвесторов будет зависеть от результатов социологических опросов

Закончился сезон летних отпусков, и партии начинают обнародовать свои предвыборные платформы. В социологических опросах появляются данные о намерениях избирателей. Поскольку исход голосования на выборах 7 декабря будет иметь решающее значение для целесообразности инвестиций, возрастет волатильности рынка, которая будет зависеть от динамики ответов в социологических опросах гораздо больше, чем во время любых других предыдущих выборов. Мы будем следить за результатами социологических опросов с учетом четырех основных категорий фракций по итогам голосования в Думе, как указано на Илл. 5, уделяя особое внимание шансам сторонников Путина получить более 50% мест в новой Думе.

Преимущественное развитие нефтяного сектора – это «легкие деньги», но лоббисты продвигают программы стимулирования других традиционных отраслей

Сейчас в России много спорят об основных экономических приоритетах правительства Путина во время возможной второй четырехлетки. Нефтяные круги недвусмысленно заявили о своих предпочтениях в начале этого года, когда пять ведущих нефтяных компаний разработали план строительства новых экспортных мощностей в кратчайшие сроки, чтобы обеспечить непрерывный рост объемов добычи и экспорта. Это вариант «легких денег», особенно, если учесть, что рынок США готов импортировать российский газ и нефть, чтобы уменьшить зависимость от неустойчивого Ближнего Востока. Есть спрос на углеводороды и среди ближайших соседей России в Европе и Азии. Другого плана придерживается могущественное промышленное лобби, которое намерено убедить правительство в необходимости диверсифицировать процесс подъема экономики и преодолеть нынешний перекоп в сторону нефти и газа за счет создания благоприятных условий и стимулирования инвестиций в других традиционных отраслях экономики России, включая, среди прочих, аэрокосмическую, авиационную, оборонную и сталелитейную промышленность. Именно в этих областях Россия способна занять лидирующие позиции в мире, что будет способствовать развитию российских финансовых институтов.

Путин неоднократно подчеркивал, что выступает за развитие всех отраслей экономики и более справедливое распределение материальных благ

Оба сценария будущего экономического развития России не сходят со страниц многочисленных изданий, хотя только одна программа не вызывает жарких споров. Речь идет о главных направлениях экономического развития, которые Президент Путин провозгласил в начале 2000 г. в качестве своей первоочередной задачи: использовать улучшение состояния бюджета и экономики за счет существенного притока поступлений от экспорта нефти и газа для подъема всей экономики. Президент намерен добиваться создания, в конечном итоге, более сбалансированной экономики по европейскому образцу, предусматривающему распределение материальных благ среди самых широких слоев населения.



Речь идет не о личной программе Путина, а о плане, который был разработан новыми властителями Кремля и пользуется их поддержкой

Иногда кажется, что ни нефтяные, ни промышленные круги не слышали о твердом намерении Путина добиваться достижения поставленной цели или не хотят этому верить. Тем не менее, факты говорят о том, что речь идет не о личной программе Президента, а, скорее, о плане новых властителей Кремля. Некоторые акционеры ЮКОСа уже почувствовали всю неразумность попыток препятствовать осуществлению главной политической задачи Кремля, намеченной на этот год. Не исключено, что при помощи декабрьских выборов в Думу они надеялись получить политическую точку опоры, чтобы влиять на экономическую политику правительства.

Путин и Кремль намерены устранить преграды и стимулировать инвестиции, чтобы развивать средний и малый бизнес

Кремль не ограничится пополнением списка отраслей крупной промышленности, от которых будет зависеть подъем экономики. Он намерен существенно ускорить развитие среднего и малого бизнеса, включая производство, ТНП, сферу услуг и финансовые институты. Составной частью этой программы является проведение преобразований, необходимых для устранения преград на пути достижения запланированных темпов роста (административная, банковская и др. реформы), а также создание благоприятного инвестиционного климата, чтобы привлечь капитал в средний и малый бизнес. Все это вполне вписывается в рамки развития традиционных для России отраслей, однако, не дает новых аргументов в пользу инвестиций с разной степенью рисков.

План экономического развития

Основные экономические приоритеты мало изменились с начала 2000 г.

Начиная с 2000 г., Путин и его правительство постоянно подчеркивали, что ставят перед собой следующие ключевые долгосрочные экономические цели:

- распределение материальных благ среди всех слоев населения;
- ускорение темпов экономического роста;
- создание сбалансированной экономической модели;
- создание благоприятного инвестиционного климата для обеспечения притока капиталов.

Ельцинская модель роста потерпела крах

«Неизвестный» Путин появляется в Кремле с хорошо продуманной программой и четко обозначенными ключевыми задачами, что позволяет нам предположить, что он не был единоличным ее автором: к ней приложили руку и новые кремлевские властители. Во время правления Ельцина предпочтение отдавалось приватизации в надежде, что частные компании будут способствовать развитию предпринимательства и созданию свободного рынка. «Рыночные силы» должны были, в конечном итоге, обеспечить подъем всех отраслей экономики. Новая кремлевская команда осознала, что осуществление этого плана привело не к ускорению темпов экономического развития, а к появлению «олигархов», поэтому новые власти решили, что для реализации своих экономических задач они должны перейти к политике более активного вмешательства.

Сначала нужно было оздоровить экономику и финансы, а затем перейти к реализации ключевых задач

Программа экономического роста, провозглашенная Путиным и Министром экономического развития и торговли в начале 2000 г., состояла из нескольких частей:

- кратко- и среднесрочные планы вывода экономики из кризисного состояния;
- оздоровление финансов для последующего выполнения основного плана экономического развития;
- подготовка почвы для достижения основных целей во время первого президентского срока;
- претворение в жизнь основного долгосрочного плана.

Подход остается неизменным

За последние три с половиной года не появилось никаких свидетельств какого бы то ни было существенного пересмотра этого подхода.

**Выверенность действий и подготовка к росту**

Путин считает, что кризис 1998 г. был вызван сокращением экспорта нефти и плохим экономическим планированием

Путин пришел к выводу, что кризис 1998 г. произошел из-за того, что российская экономика слишком зависима от нефти и газа, экспорт которых упал (по причине неэффективного управления и дефицита капитала) до очень низкого уровня. Более того, Россия не участвовала в системе контроля за ценами в момент их падения в 1997-1998 гг., и поэтому кризис финансовой системы стал неизбежен, особенно в условиях отсутствия долгосрочного планирования в предыдущие годы.

Первоначально задача заключалась в частичном восстановлении добычи и экспорта нефти

Первоначальный план Путина заключался в активном наращивании добычи и экспорта нефти, чтобы хотя бы частично довести их до прежнего уровня. В тот период правительство активно «пробивало» соглашения по СРП с тем, чтобы стимулировать приток иностранного капитала и тем самым добиться максимально возможного ускорения роста. Впрочем, позднее, когда стало ясно, что отечественные компании в состоянии профинансировать капитальные затраты в требуемом объеме, этот вопрос был снят с повестки дня.

В 2003 г. для нормального роста нужна цена \$20 по сравнению с \$28 в 1998

Дополнительные доходы нефтегазового сектора позволили выполнить основные задачи первой части экономического плана.

- Зависимость экономики от колебания нефтяных цен сократилась (если в 1998 г. требуемая цена сорта Brent составляла в среднем \$26/баррель, то в 2003 г. для сбалансированного роста экономики достаточно было уже \$20/баррель).

Бюджетные показатели стали значительно лучше

- Удалось существенно улучшить бюджетные показатели и создать «платформу» для разработки более масштабного долгосрочного плана.

- Было выиграно время, необходимое Путину (и Кремлю) для подготовки к основному этапу развития экономики и достижения основных экономических целей.

Нефтедоллары позволили экономике выиграть время

Используя доходы от нефти и газа в качестве «подушки безопасности», Путин – а, значит, и Кремль – смогли, с одной стороны, устранить некоторые из унаследованных ими проблем, препятствующих росту экономики в будущем (в ряде случаев это касалось отдельных личностей, например, председателя правления Газпрома или председателя ЦБ), а, с другой, осуществить изменения, в т.ч. политические, которые позволяют совершить рывок к реализации основных задач.

Т.о., Путин в значительной степени действовал исходя из 8-летнего плана, предполагающего, что в ходе своего первого президентского срока он устранит старые проблемы и добьется изменения в подходах, а в ходе второго срока – осуществит широкую реорганизацию в том смысле, в котором она планировалась изначально.

Сроки решения основных задач**2000 – 2003 гг.**

Покончить со старыми проблемами, обеспечить новаторский подход

- Восстановить объемы нефтедобычи
- Уменьшить зависимость бюджета от нефтяных цен
- Устранить унаследованные проблемы и изменить подход к экономическому развитию
- Создать запас прочности в бюджете, позволяющий обеспечить решение основных задач
- Подготовиться к рывку в экономике и создать благоприятный инвестиционный климат
- Обеспечить поддержку экономического рывка со стороны законодателей
- Нейтрализовать противников основной экономической программы



2004 – 2007 гг.

Затем наступит черед реализации задач и достижения ощутимых результатов

- Резкая активизация административной реформы
- Резкая активизация широких структурных реформ в экономике
- Создание стимулов для роста малого и среднего бизнеса
- Обеспечение возврата российских капиталов из оффшорных зон
- Привлечение прямых иностранных инвестиций
- Активизация масштабных экономических реформ
- Создание условий для достижения устойчивых темпов роста ВВП на более чем 5% в год
- Создание материальных благ и их распределение среди широких слоев населения
- Закрепление за Кремлем функций центра экономической политики, и, соответственно, ослабление влияния крупных промышленных группировок

Заполнение экспортных нефтепроводов «под завязку» всегда знаменовало собой начало смещения акцентов в экономической политике

Резкое ускорение роста в нефтегазовом секторе было существенной частью этой программы, но понятно, что на каком-то этапе понадобится «передышка» с тем, чтобы приоритетными задачами стали достижение сбалансированного роста, расширения экономического базиса и распределение материальных благ. Естественным моментом для такой «передышки» всегда было насыщение экспортной «трубы» до ее максимальной пропускной способности. Тот факт, что правительство сейчас явно не торопится утверждать проекты новых нефтяных трубопроводов лишнее тому подтверждение.

Сейчас как раз наступает такой момент: строительство новых трубопроводов намеренно тормозят

Сейчас как раз наступает момент такого роста в нефтяной промышленности (хотя он, возможно, продлится всего лишь пару лет). Не исключено, что он будет удачно – с точки зрения правительства – сочетаться с возможностью усиления политической поддержки резкому переходу к следующему, причем важнейшему, этапу реформ со стороны новой Думы.

Основная цель в экономике

Цель – создание экономики европейского типа

Опыт последних трех с половиной лет подтверждает предположение, что основная цель заключается в создании сбалансированной экономики по европейскому образцу, которая позволяет распределять материальные блага среди широких слоев населения.

Имея сильные госфинансы, перейти к следующему этапу

Нет сомнения, что краткосрочный план удалось реализовать: государственные финансы России сейчас выглядят более убедительно, чем когда-либо в прошлом, и у правительства появилась прочная финансовая база, отталкиваясь от которой можно приступить к реализации и более масштабной программы. Немаловажно и то, что благодаря уверенному росту в течение последних нескольких лет удалось выиграть время и обеспечить стабильность, которые необходимы Путину и Кремлю для осуществления изменений и достижения основных целей.

Две разные страны

Илл. 6. Макроэкономические показатели 2003 г. в сравнении с 1998 г.

	1998	2003
ВВП, млрд \$	275	384*
Торговый баланс, млрд \$	17.1	55.0
Счет текущих операций, млрд \$	1.0	39.0
Необходимая средняя цена нефти, \$/баррель	28	20 **
Инфляция, %	84.5	14.0
Изменение обменного курса рубля к доллару в течение года, %	(245)	2.5
Резервы ЦБ, млрд \$	12	71*
Внешний долг, млрд \$	148	112*
в % от ВВП	55/77***	29*
Накопленный бюджетный профицит, млрд \$	0	15*

Источники: Госкомстат, оценка Альфа-Банка

*Примечание: * прогноз по итогам года или на конец года; ** цена сорта Brent, необходимая для обеспечения «сбалансированного» бюджета;*

**** 55% на конец 1998 г.; 77% на конец 1999 г.*



Иметь большое положительное сальдо в банке и использовать его для роста в будущем – не одно и то же

Рост доходов нефтегазовых компаний радикально изменил ситуацию

Деньги в банке есть, долгов стало меньше

Теперь государство получило возможность стимулировать малый и средний бизнес

Коррупция обходится экономике примерно в \$40 млрд ежегодно

Вариант дальнейшего наращивания экспорта нефти обещает «легкие деньги»,...

...но уводит в сторону от решения главных экономических задач

Стремясь догнать Португалию, Россия рискует догнать Венесуэлу

Однако есть большая разница между увеличением сальдо по счету текущих операций (т.е. наличием денег в банке) и возможностями для роста в будущем. Для достижения целей основного экономического плана правительству необходимо использовать нынешнюю устойчивую бюджетную ситуацию для достижения целенаправленного роста экономики, основанного на более широком базисе.

Обеспечить рост, отталкиваясь от достигнутого

В течение последних трех с половиной лет Кремль помогал нефтяным компаниям наращивать экспорт нефти. В основном благодаря удачному стечению обстоятельств и, несмотря на политику наращивания объемов, экономика получила значительный выигрыш от роста доходов в нефтегазовом секторе. В результате удалось упрочить финансовый базис:

- золотовалютные резервы должны превысить \$70 млрд к концу года;
- бюджетный профицит должен составить \$15 млрд к концу года;
- внешний долг составляет менее 30% ВВП, а стоимость его обслуживания – 15% доходов бюджета.

Можно ожидать, что в рамках мероприятий по развитию малого и среднего бизнеса правительство создаст стимулы для инвестиций в виде освобождения от налогов или предоставления субсидий. Естественно, наиболее важные изменения будут заключаться в сокращении вмешательства чиновников и связанной с этим коррупцией. И то, и другое сильно мешает росту малого и среднего бизнеса, способствуя его функционированию в значительной степени в рамках «серой» экономики.

По оценкам, в настоящее время коррупция обходится в \$40 млрд ежегодно, что составляет около 10% ВВП. При этом примерно 80% этой суммы приходится на муниципальные и региональные администрации.

Министр экономики г. Греф ранее говорил о возможности повышения налогов в нефтяном секторе с тем, чтобы за счет них финансировать налоговые льготы или субсидии для малого и среднего бизнеса. Если бы случилось так, что цена нефти снизилась бы до уровня \$20 /баррель (Brent), то такой вариант мог бы стать предметом более внимательного рассмотрения.

Не хватает политической воли...

Учитывая текущий мировой спрос на альтернативные источники нефти (т.е. необходимость диверсифицировать нефтяные поставки с целью уменьшить зависимость от стран ОПЕК), логичным для России было бы продолжить наращивание экспорта как можно более быстрыми темпами. А с учетом непосредственных денежных потоков от дополнительных объемов экспорта у нефтяного сектора появляется довод о том, что это увеличит финансирование несырьевых отраслей.

Согласно многим заявлениям министра экономики за последний год, проблема – в том, что до тех пор, пока продолжается экономический рост (что бы ни было его источником), в стране нет достаточной политической воли или общественной поддержки для осуществления других реформ, многие из которых будут иметь кратко- или среднесрочные негативные последствия для отдельных сфер жизни (например, для банковского сектора, для вооруженных сил) или для населения (например, рост тарифов на электроэнергию). Ясно, что более энергичное осуществление реформ – важная предпосылка достижения ключевых задач расширения экономической базы и распределения общественного богатства.

Иными словами, правительство по-прежнему желает иметь экономику европейского типа, в частности, не хочет допустить ее исключительной зависимости от нефти (по типу «взлет и падение») (т.е., как выразился президент Путин, следует догонять Португалию, а не Венесуэлу).

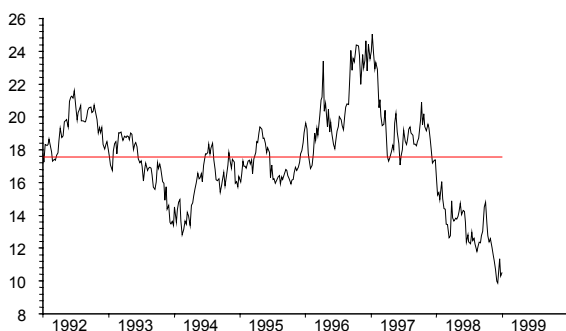
Проблема в том...

Большая часть роста с 2000 г. обеспечена за счет нефтегазового сектора

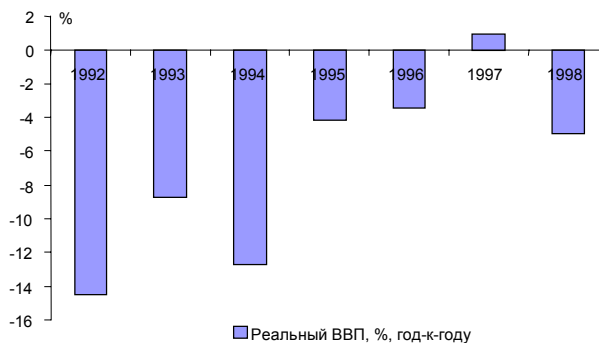
Хотя в итоге девальвации рубля в 1998 г. и подъема производительности в 1999 г. экономика действительно получила сильный стимул, большая часть отмеченного с 1999 г. прироста реального ВВП обеспечена либо непосредственно доходами нефтегазового сектора (и сырьевых отраслей в целом), либо за счет роста ликвидности и укрепления уверенности инвесторов и потребителей (благодаря этим же доходам).

До 1999 г. за экономику России никто не отвечал

Илл. 8 показывает изменение величины ВВП в период до кризиса 1998 г., и если основной причиной его негативной динамики был тот простой факт, что за российскую экономику никто не отвечал (все были слишком заняты приобретением или распределением государственных активов), то отрицательную роль сыграла и средняя цена на нефть в размере \$17,50 за баррель.

Илл. 7. Цена сорта Brent (\$/баррель) в 1990-е гг.


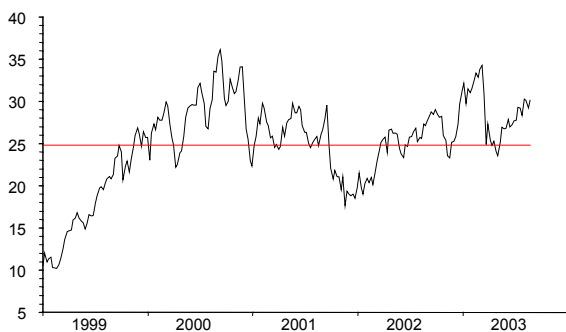
Источник: DataStream

Илл. 8. Рост реального ВВП, %, год-к-году


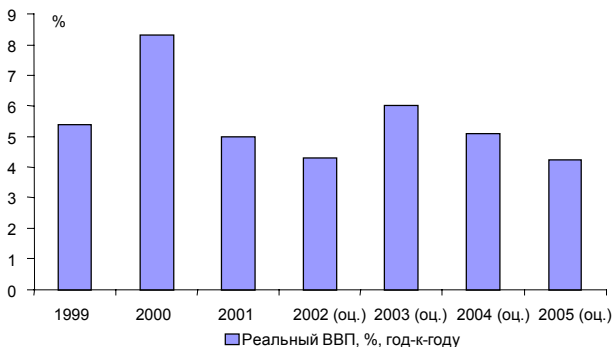
Источник: Государственный комитет по статистике

Более эффективное управление плюс «нефтедоллары»

С 1999 г. средняя цена на нефть приблизилась к \$26/баррель, что в сочетании с ростом объемов и улучшением управления экономикой дало рост реального ВВП, отраженный на Илл. 10.

Илл. 9. Цена сорта Brent (\$/баррель) в период с 1999 г.


Источник: DataStream

Илл. 10. Рост реального ВВП, %, год-к-году


Источник: Государственный комитет по статистике

Высокий темп роста – прямой результат высокого уровня средней цены на нефть

Вероятно, в текущем году рост ВВП составит 6,0% или больше. Впрочем, из этой цифры добрые 3,0-3,5% напрямую вытекают из того факта, что в этом году средняя цена нефти равна \$27/баррель. Каждое увеличение средней цены барреля нефти на \$1 свыше цены в \$18,5/баррель, заложенной при планировании расходной части бюджета, добавляет около 0,33% к росту ВВП и порядка \$1 млрд к бюджетным доходам.

**Задачи**

Чтобы обеспечить поддержку малому и среднему бизнесу, необходимо изменить макроэкономические условия

Чтобы повысить темпы роста экономики (в широком спектре отраслей) до намеченных 6-8% в год, правительству придется решить ряд задач, т.е. создать (либо приспособить к потребностям роста) соответствующие макроэкономические условия (в дополнение к любым своим возможным стимулам, а также ожидаемым мерам по сокращению бюрократического вмешательства в экономику).

Рост ВВП обеспечен за счет экспорта нефти и в силу уверенности потребителей, готовых тратить деньги

Уверенность инвесторов и потребителей

Высокий темп прироста ВВП в период с 2000 г. можно напрямую связать с доходами нефтегазового сектора и с тем фактом, что сложившаяся благодаря этим доходам благоприятная макроэкономическая картина (напр., валютная стабильность, снижение процентных ставок, высокие темпы роста, увеличение валютных резервов) постепенно обусловила рост уверенности отечественных инвесторов и потребителей. Компании и частные лица направляют хранившиеся ранее «под подушкой» денежные средства в оборот.

Правительству следует менять приоритеты так, чтобы не разрушить этой хрупкой уверенности

Переход от проводившейся в последние годы политики обеспечения «надежности» к политике поощрения роста на широкой экономической основе чреват риском падения темпов роста ВВП и перемены тренда в динамике валютных резервов. Это особенно актуально в случае, если цена нефти откатится до (или ниже) долгосрочного среднего значения.

Уверенность – весьма хрупкий фактор, особенно с учетом сравнительно короткого периода, прошедшего после валютного и банковского кризиса 1998 г. Любое внезапное изменение фактора «ощущения благополучия» может легко загнать ликвидность «в кубышку».

Тренд оттока капитала частично поменялся, но это пока не стало прочной тенденцией

Отток капитала

В текущем году в течение нескольких месяцев наблюдалось изменение тренда чистого оттока капитала. Причиной отчасти стала необходимость оплаты стратегических приобретений в электроэнергетическом секторе и в таких компаниях, как Сургутнефтегаз. Другая причина – спекулятивная, так как владельцы возвращают деньги на российские депозитные счета, чтобы воспользоваться более высокими в России процентными ставками (и в предположении стабильного/сильного курса рубля). В то же время здесь отражается улучшение инвестиционных возможностей в России и оценка ее инвестиционного риска как низкого. Смена экономических приоритетов должна произойти так, чтобы не вызвать пересмотра инвестиционного риска в сторону повышения, что, в свою очередь, приведет к перемене нынешней тенденции оттока капитала.

Сегодня Россия – восьмая в мире страна по инвестиционной привлекательности

Прямые иностранные инвестиции и репатриированные инвестиции

Недавно главы мировых компаний и прямые инвесторы поставили Россию на восьмое место по инвестиционной привлекательности. Приток прямых иностранных инвестиций в Россию все еще находится на очень низком уровне, и хотя после присвоения ее суверенному долгу инвестиционного статуса следовало бы ожидать резкого роста притока капиталов, в действительности речь идет о том, чтобы вернуть в экономику собственно российские капиталы.

Россиянам принадлежат около \$200 млрд, пока не работающих в экономике

Подсчитано, что в результате многолетнего оттока капитала, который в некоторые годы достигал \$25-30 млрд, на депозитах в оффшорных банках (или в иных инвестиционных инструментах) хранятся около \$160 млрд, принадлежащих российским гражданам или компаниям. В какой-то момент придется решать задачу по привлечению этих денег обратно в страну, может быть, путем объявления амнистии. Тем не менее, было бы несвоевременно (и почти бесполезно) пытаться решить задачу



до того, как будут обеспечены основные условия, позволяющие эффективно вложить эти деньги в экономику.

Обменный курс рубля и валютная политика

До сих пор ЦБ РФ не смог до конца провести свою политику по отношению к рублю

До сих пор ЦБ РФ вел политику, направленную на реальное повышение курса рубля темпом, составляющим половину темпа инфляции (т.е. номинальное обесценение рубля на 5-7% в год). Из-за продолжающегося притока значительных денежных средств из сырьевых отраслей достичь этого не удалось, и мы по-прежнему наблюдаем либо номинальный рост (реальный рост более чем на 20% в 2002 г.), либо лишь незначительное номинальное снижение курса рубля.

Сильный рубль ослабил конкурентоспособность производственного сектора и сделал возможным рост импорта товаров потребительского и производственного назначения. Чтобы создать благоприятные условия для развития малого и среднего бизнеса ЦБ РФ будет вынужден изыскать способ реализации ранее провозглашенной (и более предпочтительной) стратегии номинального снижения курса рубля на 5-7% в год.

Инфляция и «реальный» рост расходов

Расходы на оплату труда увеличиваются на 30% в год

Хотя официальный темп инфляции приближается к 14% (по сравнению с 15% в прошлом году), есть множество фактов, свидетельствующих о действительном росте расходов темпом, близким к 30% (особенно это касается роста оплаты труда). В текущем году воздействие на расходы в России оказало и повышение курса евро, поскольку свыше 50% импорта номинировано в евро.

Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743

Brent: ориентир – «линия шеи»

- Как мы и ожидали, котировки ноябрьских фьючерсных контрактов на нефть сорта Brent в Лондоне на IPE достигли нашей технической расчетной цены \$25,53/баррель
- В краткосрочной перспективе цена фьючерсов на нефть сорта Brent должна отскочить в узкий торговый диапазон \$27,43-27,99/баррель
- Недельные ценовые графики индикативного сорта Dated Brent все еще формируют модель разворота на вершине «голова и плечи»
- Мы ожидаем, что после кратко- или среднесрочной консолидации в вышеуказанном торговом коридоре цена сорта Brent возобновит снижение к потенциальной «линии шеи» на уровне \$23,48/баррель

Илл. 11. Фьючерсные (ноябрь 2003 г.) контракты на поставку нефти сорта IPE Brent – Технические характеристики по состоянию на 1 октября 2003 г.



Источники: CQG, оценка Альфа-Банка

Технические и фундаментальные показатели, определяющие динамику нефтяного рынка

На прошлой неделе ноябрьский фьючерс Brent в Лондоне на IPE достиг нашей технической расчетной цены \$25,53/баррель

В нашей аналитической записке от 25 июля, озаглавленной «Brent: формирование моделей перелома», мы прогнозировали, что цена фьючерсов Brent ближайшего месяца поставки в Лондоне на International Petroleum Exchange (IPE) должна будет за несколько недель снизиться до \$25,53/баррель. Как мы ожидали, ноябрьский фьючерс на нефть сорта Brent действительно достиг этой технической расчетной цены в соответствии с нашим прогнозом. Это произошло 19 сентября 2003 г., т.е. через восемь недель после публикации нашей аналитической записки. На данный момент главным остается вопрос: что будет дальше? Каковы технические тренды в отношении цен сырой нефти, и каковы основные уровни поддержки и сопротивления? Какова следующая техническая расчетная



Цены Brent выросли до \$27/баррель после решения ОПЕК сократить добычу на фоне массового закрытия коротких позиций

Наш среднесрочный взгляд в отношении тренда нефтяной цены варьируется – от нейтрального до умеренно-медвежьего

На нефтяном рынке существует ряд фундаментальных «медвежьих» предпосылок, указывающих на возможное снижение цен на нефть

цена? Основной целью настоящей публикации являются ответы на вышеприведенные вопросы на основе методов технического анализа.

С позиции технического анализа цена фьючерса на нефть сорта Brent долгое время оставалась ниже нисходящей линии тренда, как показано на Илл. 11. Однако 24 сентября цены на нефть выросли более чем на \$1/баррель, «пробив» эту линию после того, как картель ОПЕК неожиданно сократил мировые поставки на 900.000 баррелей в сутки (до 24,5 млн. баррелей в сутки) накануне зимнего сезона. Мы полагаем, что странам ОПЕК пришлось бы, в конце концов, пойти на сокращение квот, чтобы предотвратить серьезную угрозу нижнему уровню их ценового диапазона в \$22-28/баррель. Но они приняли такое решение чуть раньше, чем ожидалось.

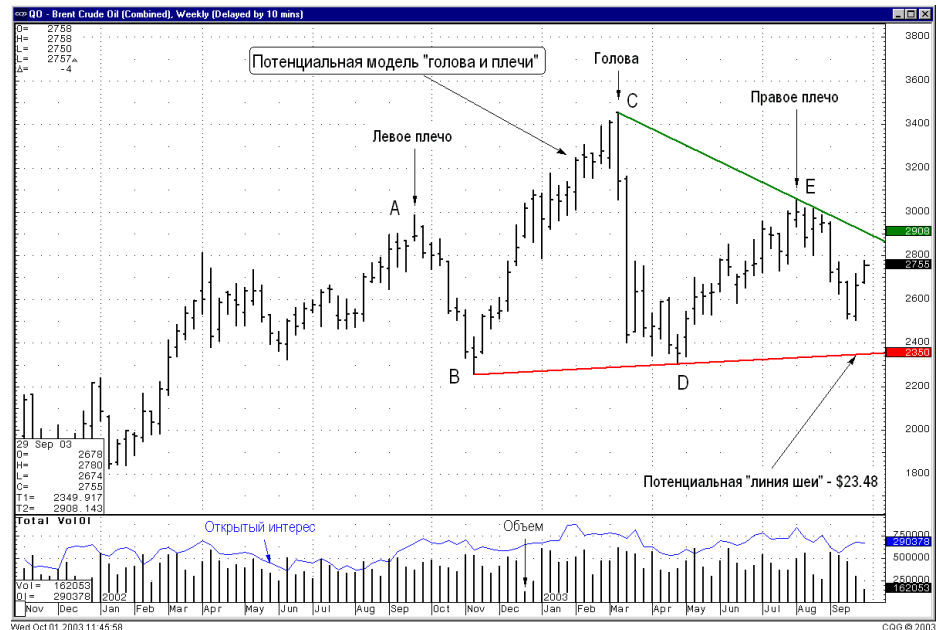
Мы считаем этот шаг картеля ОПЕК «бычьим» в отношении цен на нефть, но только в краткосрочной перспективе. Увеличение открытых позиций на фоне «медвежьего» тренда, начиная с 16 сентября (см. Илл. 11), указывает на то, что хедж-фонды имеют по нефтяным фьючерсам короткие позиции, которые теперь им придется закрывать. В результате цена ноябрьских фьючерсов на Международной нефтяной бирже (IPE) прорвалась выше 10-дневной скользящей средней и линии нисходящего тренда (см. Илл. 11) и достигла уровня сопротивления (38,2%-ная коррекция Фибоначчи). На наш взгляд, после этого прорыва цены сорта Brent смогут продолжить повышение вплоть до текущего значения 40-дневной МА – по причине резкого увеличения волатильности нефтяного рынка.

Наш среднесрочный взгляд в отношении тренда нефтяной цены варьируется от нейтрального до умеренно медвежьего. Мы полагаем, что степень любых осложнений в поставках нефти в страны Северного полушария в течение зимы будет сильно зависеть как от погодных условий, так и от восстановления экспорта из Ирака. По информации из источников, связанных с поставками, экспорт из Ирака осуществляется на уровне менее 1 млн. баррелей нефти в сутки, или менее половины предвоенных объемов. С другой стороны, данные об американских коммерческих запасах нефти и нефтепродуктов, опубликованные 22 сентября, несколько успокоили тех, кто опасался возможных перебоев в поставках. Согласно информации американского правительственного агентства Energy Information Administration (EIA), запасы нефти в США, крупнейшем в мире потребителе энергоресурсов, выросли в конце недели (19 сентября) на фоне рекордных объемов импорта. По данным EIA, коммерческие запасы нефти выросли на 1,5 млн. баррелей (до 280,8 млн. баррелей), т.е. почти соответствуют уровню, который был год назад, но на 18,5 млн. баррелей ниже среднего уровня за пять лет. Как явствует из отчета EIA за неделю, запасы бензина выросли на 1,5 млн. баррелей, а запасы топливного мазута увеличились на 1,3 млн. баррелей за ту же неделю, тогда как общие запасы дистиллятов незначительно (на 100.000 баррелей) сократились.

Скачок в изменении объемов запасов нефти наступил в момент, когда ее импорт достиг свыше 10 млн. баррелей в сутки, что лишь немногим меньше исторического максимума. В то же время американские НПЗ сократили объем нефтепереработки на 390.000 баррелей в сутки (до 15,4 млн. баррелей в сутки). На прошлой неделе импорт нефти в США достиг, в среднем, 10,3 млн. баррелей в сутки (что стало снижением на 460.000 баррелей в сутки – по сравнению с рекордом предыдущей недели). Сокращение объемов нефтепереработки произошло во всех регионах США, что объясняется началом осеннего периода профилактического ремонта. Увеличение запасов бензина произошло на фоне сезонного сокращения спроса со стороны автомобилистов, что объясняется окончанием летнего сезона отпусков после «Дня труда». Несмотря на увеличение запасов моторного топлива, складские запасы бензина остаются примерно на 9 млн. баррелей ниже среднего уровня за пять лет, поскольку

ку происходит их восстановление после летнего сезона, когда цены на бензоколонках побили прежние рекорды. Накануне наступления холодов основное внимание рынка переключается на топочный мазут, что повлияло на увеличение его запасов на прошлой неделе. Это почти компенсировало уменьшение запасов других дистиллятов, таких как авиационное реактивное топливо и дизельное топливо. Лучше других видов топлива в топливном наборе представлены общие запасы дистиллятов (уровень которых лишь на 1,1 млн. баррелей ниже среднего за пять лет), что позволит удовлетворить спрос на них в зимний период.

Илл. 12. Фьючерсные контракты на поставку IPE Brent (стандартное продолжение) – Недельные технические индикаторы на 1 октября 2003 г.



Источники: CQG, оценка Альфа-Банка

Недельные графики все еще формируют модель перелома тренда на вершине «голова и плечи»

С позиции технического анализа, недельные столбиковые диаграммы (см. Илл. 12) продолжают формировать модель разворота на вершине «голова и плечи», считающуюся наиболее надежной из всех основных моделей перелома тенденции. Как мы уже писали в аналитической записке от 25 июля, эта основная модель перелома является прямым логическим продолжением и развитием положений, связанных с концепцией тренда. Посмотрим, как сценарий перелома тренда выглядит на вершине, представленной моделью «голова и плечи» для фьючерсных цен сорта Brent (см. Илл. 12). В точке А тенденция к повышению продолжает свое развитие без какого-либо намека на вершину. Цены образуют новый максимум, объем при этом возрастает. Все как и должно быть. Затем наступает промежуточный спад (точка В), объем при этом становится меньше, что тоже вполне естественно. В точке С, однако, внимательный читатель заметит, что торговая активность при прорыве цен выше уровня А была чуть ниже, чем в период предшествующего роста.

Затем цены начинают падать до уровня точки D, и тут же происходит нечто еще более серьезное. Цены при падении опускаются ниже уровня предыдущего пика в точке А. Давайте вспомним, что при восходящей тенденции каждый предыдущий пик должен выступать по отношению к промежуточным спадам как уровень поддержки. А в нашем случае этого не происходит. Цены опускаются ниже точки А, почти до уровня предыдущего спада (точка В). Это еще один сигнал тревоги: похоже, восходящая тенденция начинает сдавать.



На рынке вновь происходит ралли до точки E, на этот раз при еще меньшем объеме, но ценам так и не удается преодолеть уровень пика (точка C). (Часто этот последний всплеск к точке E составляет половину или на две трети предыдущего спада, то есть расстояния между точками C и D). Чтобы продолжить восходящий тренд, каждая пиковая точка должна превысить пиковую точку предыдущего ралли. Для того чтобы можно было говорить о продолжении тенденции к повышению, необходимо, чтобы каждый последующий пик был выше предыдущего. И если в точке E цены не смогли достичь уровня предшествующего пика C, то налицо ровно половина условий, удовлетворяющих новой тенденции к понижению, ибо перед нами два последовательно убывающих пика. Таким образом, на 24 сентября левое плечо, голова и правое плечо рассматриваемой нами модели уже сформировались, как видно из Илл. 12. Теперь цены на нефть стремятся к линии более пологого тренда, которую можно провести через два последних ценовых минимума. Эта прямая линия, проведенная между точками B и D, называется «линией шеи». Факт снижения цены в направлении к «линии шеи» следует считать дополнительным и очень сильным «медвежьим» сигналом.

Лишь прорыв ниже «линии шеи» на уровне \$23,48/баррель может вызвать глубокое падение цены на нефть – и наоборот: прорыв выше уровня \$29,27/баррель способен вызвать дальнейший рост цен

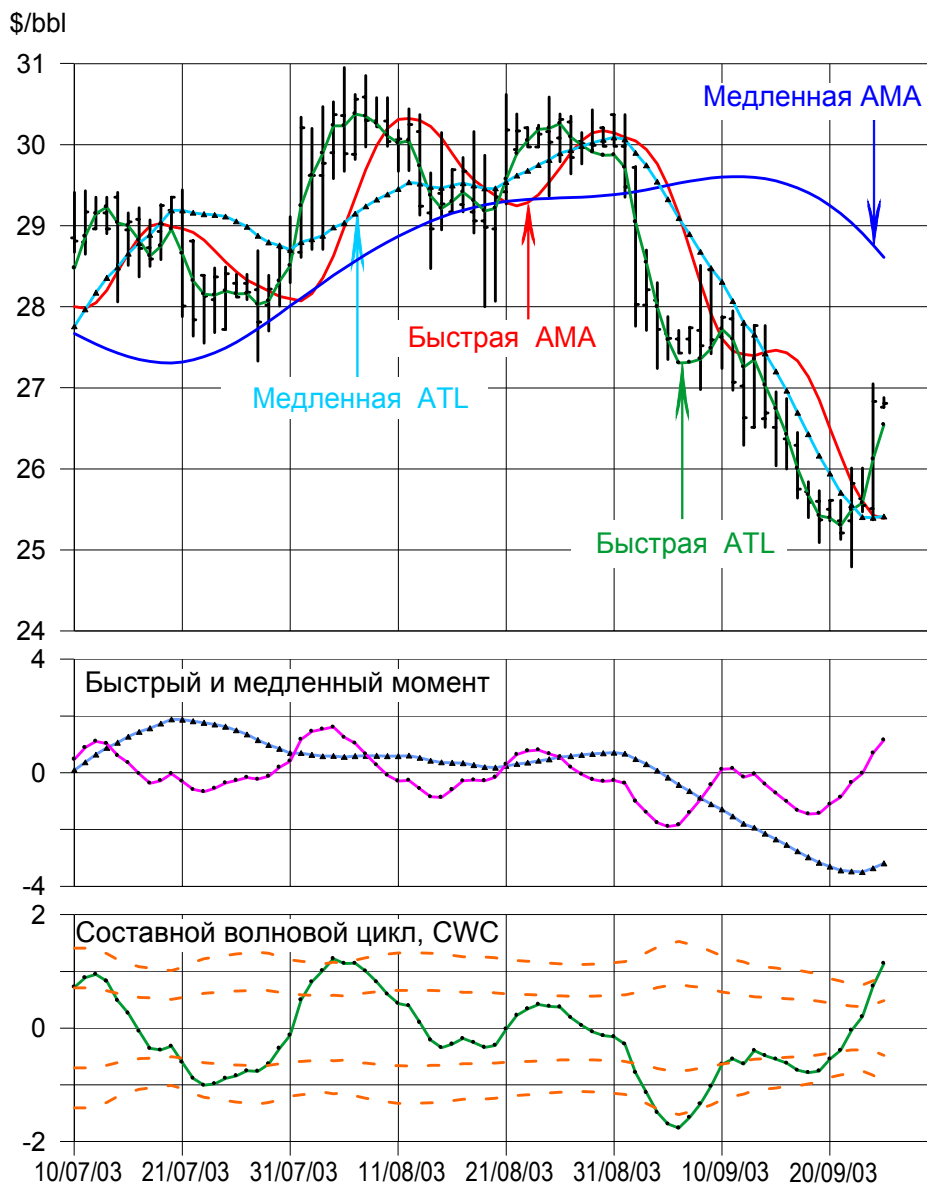
Однако, несмотря на все эти предостережения, в соответствии с классическим техническим анализом только в одном мы на данный момент можем быть уверены абсолютно: в том, что долгосрочная тенденция к повышению уступила место горизонтальной тенденции. Определяющим фактором в завершении модели разворота на вершине «голова и плечи» является решительный прорыв «линии шеи» ценой закрытия. Лишь в этом случае новая тенденция будет удовлетворять всем требованиям тенденции на понижение, так как будет представлять собой ряд последовательно убывающих пиков и спадов. После возможного «прорыва» линии шеи объем торгов должен резко увеличиться. Таким образом, лишь прорыв ниже потенциальной «линии шеи» (см. Илл. 12), чье значение на данный момент составляет \$23,48/баррель, может вызвать глубокое падение цены до уровня \$12/баррель, который был оценен на основе методики измерения фигуры «голова и плечи». И наоборот – прорыв выше проведенной между точками C и D линии нисходящего тренда (на уровне \$29,27), который может быть вызван неблагоприятной конъюнктурой нефтяного рынка или очередными шагами ОПЕК, способен спровоцировать дальнейшее повышение цен на нефть. В данном случае нам необходимо будет признать нашу модель разворота на вершине «голова и плечи» не состоявшейся.

Краткосрочный тренд и циклы

Краткосрочный тренд индикативного сорта Dated Brent пока медвежий, но начал разворачиваться в сторону повышения

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 13 указывает на то, что краткосрочный тренд цены сорта Brent в течение долгого времени оставался «медвежьим», поскольку вплоть до 24 сентября медленная линия ATL представляла собой прямую линию с отрицательным уклоном наклона. Тем не менее, быстрый отскок, произошедший сразу после решения ОПЕК, привел к возникновению локального минимума медленной ATL. Поэтому мы полагаем, что краткосрочный тренд начал разворачиваться в сторону повышения. В то же самое время, медленная адаптивная скользящая средняя (AMA), текущее значение которой следует считать сильным уровнем сопротивления, продолжает снижаться. Разрыв между медленной ATL и медленной AMA начал сокращаться, что указывает на начало фазы консолидации на рынке нефти.

Илл. 13. Индикативный сорт Dated Brent – Характеристика краткосрочного тренда и циклов на 24 сентября 2003 г.



Источники: Reuters, оценка Альфа-Банка

Медленный момент подтверждает начало консолидации

Медленный момент сформировал локальный минимум и начал расти, что подтверждает начало фазы консолидации. Линия быстрого момента миновала локальный минимум и затем совершила прорыв выше нулевого уровня. В настоящее время линия быстрого момента повышается в области положительных значений в тандеме с медленным моментом, что может считаться дополнительным «бычьим» сигналом, указывающим на существенный потенциал роста цены сорта Brent в ближайшие дни.

Краткосрочный составной волновой цикл находится в фазе роста на фоне появления бычьей дивергенции по отношению к быстрой ATL

В настоящее время краткосрочный составной волновой цикл (CWC) растет в сильно перекупленной области выше уровня плюс два сигма. Более того, на Илл. 14 хорошо видна бычья дивергенция между локальными минимумами краткосрочной CWC и быстрой адаптивной линией тренда (ATL), указывающая на то, что предпосылки к технической коррекции в сторону повышения появились уже давно и «отскок» вверх должен был произойти в любом случае, а решение ОПЕК лишь ускорило его начало. Волатильность краткосрочной составной волны (уровень сигма) начала расти, но пока остается на среднем нормальном уровне.

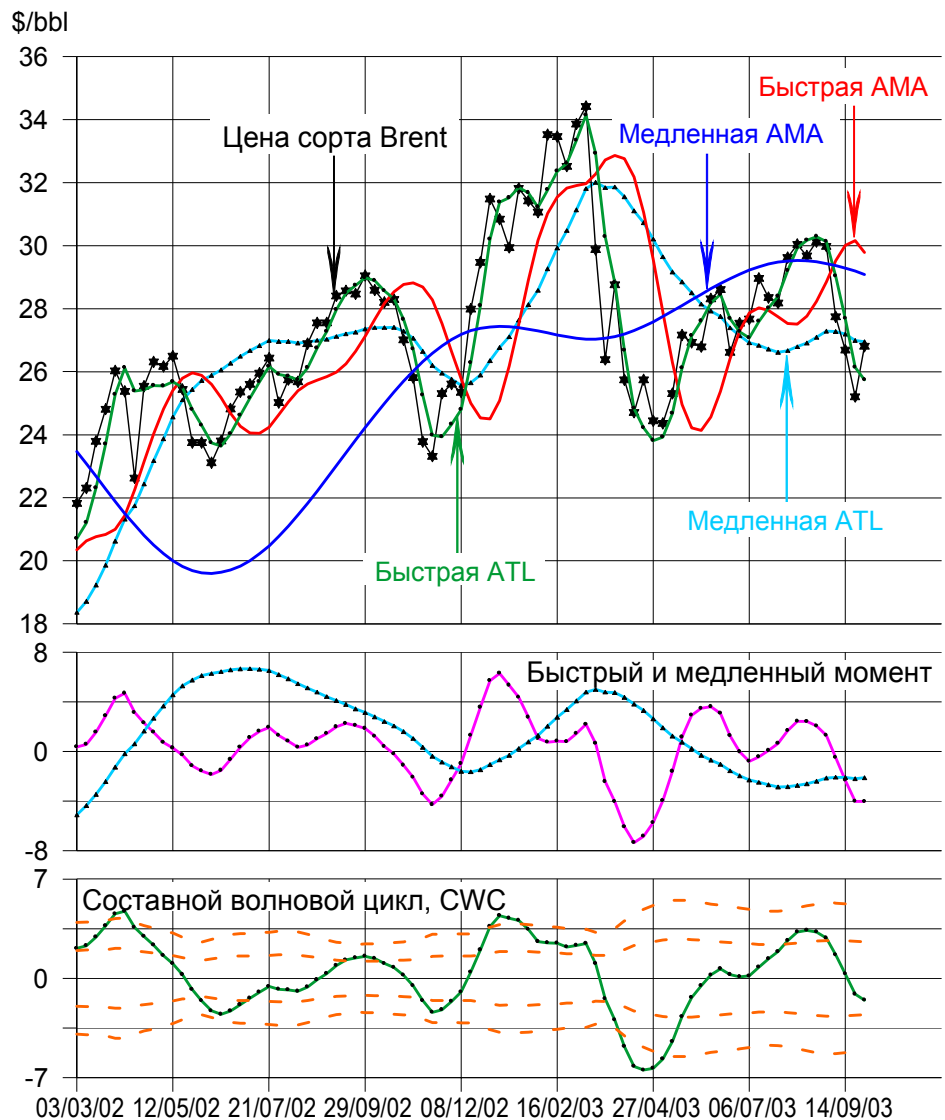


Долгосрочный тренд
остается медвежьим

Долгосрочный тренд и циклы

В соответствии с нашим определением, долгосрочный ценовой тренд индикативного сорта Dated Brent остается «медвежьим» с начала мая. Об этом говорит медленная адаптивная линия тренда (ATL), которая миновала свой пик в марте 2003 г., пересекла медленную адаптивную скользящую среднюю (АМА) сверху вниз в мае 2003 г. (см. Илл. 14) и в настоящее время возобновила снижение. Мы считаем пересечение этих двух линий точкой поворота тренда. Этим летом медленная ATL сформировала свой локальный максимум и начала расти, что стало указанием на сдвиг долгосрочного тренда в сторону повышения. Однако уже в сентябре медленная ATL сформировала новый локальный максимум и вновь стала снижаться. Быстрая адаптивная линия тренда в настоящее время продолжает падение, но демонстрирует некоторое замедление, что можно считать предпосылкой новой волны роста цен на рынке нефти.

Илл. 14. Индикативный сорт Dated Brent – Характеристика долгосрочного тренда и циклов на 24 сентября 2003 г.



Источники: Reuters, оценка Альфа-Банка

Медленный момент в средней части Илл. 14 уже несколько недель демонстрирует боковое движение в области отрицательных значений, что указывает на устойчивый долгосрочный «медвежий» тренд. Это значит, что медленная ATL направлена параллельно медленной АМА. Линия бы-



Долгосрочный составной волновой цикл CWC пока находится в фазе снижения, но уже приближается к своему основанию

Основной уровень сопротивления для фьючерсов на Brent в Лондоне на IPE составляет \$27,99/баррель

В краткосрочной перспективе цены сорта Brent должны быстро достичь уровня \$27,43-27,99 за баррель и затем консолидироваться

строга момента формирует локальный минимум в области отрицательных значений. Из этого следует, что долгосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 14 через одну-две недели может возобновить восходящее движение.

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) все еще находится в фазе падения на фоне нисходящего тренда, что подтверждает факт завершения сезонного восходящего цикла на рынке нефти, связанного летним пиком потребления бензина. Этот летний сезонный фактор, который привел к консолидации цен на нефть и рекордному росту цен на бензин, теперь перестал действовать. Однако наблюдаемое замедление в падении долгосрочного CWC в нижней части Илл. 14 уже указывает на приближение нового сезонного фактора, связанного с зимним отопительным периодом. Другими словами, амплитуда долгосрочного цикла уменьшается, то есть наблюдается его затухание. Мы прогнозируем в ближайшие недели возобновление фазы роста долгосрочного CWC, так как он уже приближается к нижней точке своего развития, или основанию. Однако уменьшение амплитуды CWC будет препятствовать сильному росту цен на нефть зимой.

Уровни поддержки и сопротивления

Основным уровнем сопротивления для фьючерсов Brent ближайшего месяца поставки в Лондоне на IPE является уровень 61,8%-ной коррекции Фибоначчи (\$27,99/баррель) на Илл. 11. Еще один ключевой уровень сопротивления (\$29,27/баррель) определяется текущим значением долгосрочной нисходящей линии тренда на Илл. 12. Основной уровень поддержки фьючерсных контрактов на Brent равен \$23,48/баррель, что равно текущему значению потенциальной «линии шеи» в модели разворота на вершине «голова и плечи». Другой ключевой уровень поддержки \$23,12/баррель – это ценовой минимумом, зафиксированный 7 апреля 2003 г.

Потенциал роста и падения

С учетом сложившейся конъюнктуры на рынке нефти и приведенных выше технических факторов мы делаем следующие выводы относительно краткосрочной, среднесрочной и долгосрочной динамики цен на нефть:

1. Как мы и ожидали, цена фьючерсов Brent ближайшего месяца поставки в Лондоне на International Petroleum Exchange (IPE) достигла нашей технической расчетной цены \$25,53/баррель в полном соответствии с прогнозом. Это произошло через 8 недель после публикации нашей аналитической записки от 25 июля 2003 г., озаглавленной «Brent: формирование моделей перелома». Поэтому мы закрыли нашу виртуальную короткую позицию по фьючерсу Brent на уровне \$25,30/баррель и зарегистрировали прибыль \$2,90/баррель.
2. В краткосрочном плане мы ожидаем, что цена фьючерса Brent быстро «отскочит» к диапазону \$27,43-27,99/баррель. На наш взгляд, это не должно очень сильно повлиять на котировки российских нефтяных компаний, ибо среднемесячные значения цен сорта Brent по-прежнему уменьшаются.
3. На горизонте нескольких недель мы прогнозируем консолидацию цены фьючерса на нефть сорта Brent в указанном выше узком ценовом коридоре, ибо нисходящий сезонный цикл уже приближается к нижней точке развития цикла, или основанию. Через 1-2 недели он должен будет возобновить фазу роста на фоне долгосрочного медвежьего тренда. Во время приближающейся фазы консолидации на нефтяном рынке цена фьючерса Brent может протестировать долгосрочную нисходящую линию тренда на уровне \$29,27/баррель. Мы полагаем, что эта попытка, скорее всего, окажется неудачной, но возможный прорыв



выше линии нисходящего тренда на уровне \$29,27 (вызванный неблагоприятной конъюнктурой нефтяного рынка или очередными шагами ОПЕК) сделает возможным дальнейший рост цен на Brent выше \$30,00/баррель. В то же время, уменьшающаяся амплитуда колебаний долгосрочных циклов в нефтяных ценах и сохраняющийся долгосрочный нисходящий тренд делают развитие ситуации по последнему сценарию маловероятным.

4. Мы видим хорошие возможности для продаж в ценовом диапазоне \$28-29/баррель, но прежде нам нужно в краткосрочных технических индикаторах увидеть подтверждающий сигнал.
5. В более долгосрочной перспективе мы ожидаем, что цены фьючерса Brent возобновят падение и достигнут потенциальной «линии шеи» (см. Илл. 11) на уровне \$23,48/баррель. Прорыв ниже этого основного уровня поддержки может вызвать еще более глубокое падение цены на нефть до уровня \$12/баррель, который исчислен на основе методики измерения модели «голова и плечи». Более реалистичный сценарий предполагает достижение и прорыв ниже ценового уровня \$23,48/баррель фьючерсами Brent не ранее весны 2004 г.

Лишь прорыв ниже \$23,48/баррель может вызвать глубокое падение цены фьючерсов на североморскую смесь Brent до \$12/баррель



Динамика и оценка акций

Илл. 15. Динамика АДР, с начала месяца, на 25 сентября 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	23,2	21,8	96,6	24,4	10,0	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	78,5	0,6	30,3	83,5	54,5	
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	28,6	7,5	34,0	29,3	16,5	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	21,9	1,2	37,7	28,0	14,3	
Татнефть	2	20 в 1	25,0	21,7	-5,6	43,6	24,1	14,2	
Юкос	1	4 в 1	20,0	60,8	6,1	63,9	80,0	33,3	
Энергетика									
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	4,8	-1,0	90,0	5,4	1,8	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	41,4	2,9	71,4	42,5	21,3	
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	6,5	-7,1	113,1	7,8	2,7	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	32,0	1,9	163,0	34,3	8,2	
Телекоммуникации									
ВымпелКом	3	3 в 4	Н/Д	60,3	11,9	88,4	62,6	23,5	
Голден Телеком	3	1 в 1	Н/Д	29,5	-9,0	133,5	33,5	10,2	
МТС	3	20 в 1	17,0	71,2	1,0	91,7	75,7	28,7	
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	10,3	2,3	63,6	10,0	5,0	
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	8,5	3,6	1,6	28,6	25,0	1,3	
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	10,0	-4,4	40,5	11,2	5,8	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	5,2	2,7	91,5	5,0	1,7	
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	4,3	-9,8	23,3	4,8	2,4	
Прочие сектора									
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	48,8	22,7	141,7	50,0	15,9	
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	8,0	2,5	30,6	7,5	3,8	
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,9	4,3	8,7	5,1	2,1	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	18,8	-12,2	4,5	22,7	16,0	
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	5,5	20,0	14,3	6,0	2,9	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка

Илл. 16. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 25 сентября 2003 г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.			2002П	2003П	2002П	2003П			
	\$	%	%	\$	\$млн.	\$	\$			\$	%			
Нефть и Газ														
Газпром	1,271	7	65	1,328	0,663	20,5	33 681	29,9	4,1	6,2	3,7	1,680	32	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	19,45	0	25	20,53	13,77	3,0	16 543	9,0	6,3	5,4	5,0	23,8	22	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	2,9	9	30	2,9	1,78	0,5	13 750	11,8	6,8	8,5	6,3	2,46	-15	ПРОДАВАТЬ
Сургутнефтегаз	0,438	2	37	0,525	0,29	1,6	10 202	6,6	6,3	2,0	1,9	0,43	-2	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1,09	-4	42	1,200	0,721	0,2	2 460	5,0	4,4	4,3	3,1	0,96	-12	ПРОДАВАТЬ
Юкос	14,7	2	59	15,15	8,45	3,8	31 240	10,2	8,4	6,9	5,2	13,3	-10	ПРОДАВАТЬ
Petrobras	21,7	-3	21	24,1	9,7	8,1	23 244	8,5	4,2	6,3	3,2			
PetroChina	0,3	-6	66	0,4	0,2	54,1	58 372	10,7	7,4	4,9	4,0			
Sinorec	0,3	-9	64	0,3	0,1	23,0	33 288	12,6	9,5	7,6	6,3			
Среднее								10,6	7,0	6,3	4,5			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,103	-1	28	0,112	0,064	0,0	489	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,558	7	100	0,558	0,247	0,0	427	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,067	-3	107	0,078	0,028	0,3	1 900	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,321	2	144	0,340	0,083	8,0	13 174	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			
Eletrobras	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	10,9	-1	70	11,4	6,0	0,0	980	17,9	11,0	5,3	4,2	13,0	19	ПОКУПАТЬ
TeleSP	10,7	4	-6	12,8	9,6	3,5	4 916	11,9	7,8	3,7	4,2			
Tele Norte Leste	9,0	14	37	9,2	4,9	3,6	4 386	38,5	25,5	4,1	4,1			
Среднее								25,2	16,7	3,9	4,2			
Ростелеком	1,690	-5	37	1,930	0,990	0,5	1 518	44,1	16,1	3,9	3,5	1,60	-5	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,96	-2	-12	1,13	0,74	1,3	997	8,7	7,8	4,0	3,3			
Embratel	2,15	-5	56	2,70	0,77	0,9	710	Н/Д	Н/Д	4,6	4,4			
Среднее								8,7	7,8	4,3	3,8			
Вымпелком	60,3	12	88	62,6	23,5	15,5	3 244	25,0	13,4	11,8	7,0	64,0	6,1	ДЕРЖАТЬ
МТС	71,2	1	92	75,7	28,7	12,2	7 097	25,6	13,2	11,7	6,3	74,0	4	ДЕРЖАТЬ
Turkcell	10,500	5	43	11,400	4,550	0,3	869	22,3	16,7	6,1	5,3			
Mobinil	13,1	4	70	14,9	6,9	0,0	1 336	11,3	10,2	5,2	5,9			
Среднее								11,3	13,4	5,6	5,9			
Голден Телеком	29,5	-9	134	33,5	10,2	5,6	1 019	34,2	18,5	16,2	8,1	30,0	2	ДЕРЖАТЬ
Netia	1,5	25	42	1,5	0,5	4,1	501	Н/Д	Н/Д	Н/Д	7,1			
Металлургия														
Норильский Никель	48,3	23	139	49,1	16,5	1,1	10 332	32,8	10,4	8,8	5,6	48,0	-1	ДЕРЖАТЬ
Ampplats	35,8	-5	-19	54,7	26,8	0,4	7 706	9,6	9,0	5,5	4,8			
Inco	27,3	3	11	29,0	18,1	1,1	5 024	Н/З	22,3	12,5	9,9			
Implats	80,7	2	6	90,4	48,1	0,3	5 372	8,4	10,9	6,6	6,1			
Среднее								9,0	14,1	9,0	7,3			
Северсталь	109,0	12	119	110,0	47,0	0,0	2 406	13,5	6,7	5,1	3,5	120,0	10	ДЕРЖАТЬ
China Steel	0,8	-4	38	0,8	0,4	61,7	7 356	16,1	13,2	8,0	5,9			
POSCO	113,0	-6	10	134,7	79,1	0,3	10 258	9,8	8,4	4,3	4,4			
Среднее								13,0	10,8	6,2	5,1			
Продукты														
Балтика	12,9	1	-2	15,0	11,9	0,0	1 506	11,0	11,0	6,7	6,2	14,4	12	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	5,5	20	14	6,0	2,9	0,0	601	Н/З	16,1	10,7	8,0	5,7	3	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	18,8	-12,2	4,5	22,7	16,0	0,1	825,0	23,1	20,2	10,6	9,4	21,7	15,7	ПОКУПАТЬ
Okocim	6,1	-3	87	6,7	2,9	0,0	177	248,4	Н/Д	12,5	15,4			
Grupo Modelo-C	2,4	0	4	2,6	2,0	1,1	7 899	20,3	17,5	7,8	7,2			
Среднее								134,3	17,5	10,2	11,3			
Торговля														
ГУМ	1,95	0	30	2,10	1,20	0,0	117	12,9	10,6	6,6	5,6	1,70	-13	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	4,6	14	45	5,2	3,1	0,1	397	23,2	23,5	18,9	17,6			
Matahari Putra Prima	57,5	2	-3	71,1	42,7	5,7	156	12,5	11,0	5,1	4,0			
Среднее								17,8	17,2	12,0	10,8			
Машиностроение														
ОМЗ	7,9	6	37	7,9	4,1	0,0	277	16,4	13,7	4,8	4,6	8,9	13	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	23,6	-11	42	27,6	13,6	0,3	1 790	5,9	5,1	5,7	5,2			
Atlas Copco	28,1	-2	13	30,8	22,3	1,6	7 263	16,0	16,3	8,3	7,6			
Среднее								16,0	10,7	7,0	6,4			

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



Илл. 17. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 25 сентября 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.			2002П	2003П	2002П	2003П			
		%	%	\$	\$									
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	14,2	3	63	14,7	5,5	7,6	1 644	89,1	6,9	21,7	4,5	20,8	46	ПОКУПАТЬ
Башнефть	3,68	-1	43	3,85	2,45	9,2	681	3,7	3,1	1,7	1,8	3,4	-8	ПРОДАВАТЬ
РИТЕК	1,895	1	73	1,9	1,01	0,9	189	8,1	5,5	5,8	4,9	1,75	-8	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,300	23	123	0,300	0,112	27,6	313	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	4,00	0	63	4	2,1	10,9	71	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,445	24	128	0,445	0,125	60,1	270	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	9,8	3	158	9,8	2,1	0,0	133	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	3,45	0	60	4,25	1,5	17,8	125	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,026	0	27	0,028	0,011	16,9	81	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,067	14	106	0,067	0,033	19,7	235	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,25	0	16	0,27	0,146	24,1	131	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,030	3	173	0,031	0,009	0,7	139	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Башинформсвязь	0,098	16	112	0,098	0,042	7,9	95	4,8	32,9	5,4	3,6	0,08	-21	ПРОДАВАТЬ
Волга Телеком	2,11	-4	67	2,2	0,9	67,3	636	23,4	11,6	4,4	3,7	2,07	-2	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,45	23	18	0,45	0,345	25,2	386	27,1	8,3	4,3	3,0	0,39	-13	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,03	3	17	0,03	0,02	130,78	448	20,3	5,1	3,6	1,8	0,04	38	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,027	8	100	0,027	0,010	58,3	859	28,5	10,9	6,4	3,2	0,030	13	ДЕРЖАТЬ
Центр Телеком	0,336	5	26	0,336	0,191	84,3	662	20,7	11,1	4,1	2,7	0,37	10	ДЕРЖАТЬ
Юж Телеком	0,091	-3	26	0,0955	0,05	70,3	340	10,6	8,0	2,5	1,7	0,13	43	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	28,75	11	32	30,45	19,15	163,9	852	18,4	6,7	3,3	3,5	27,0	-6	ДЕРЖАТЬ
ГАЗ	28,5	61	83	28,5	14	37,3	153	18,8	3,2	4,3	3,2	17	-40	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	5,25	0	31	5,25	4	1,1	47	4,4	3,7	2,3	2,1	9,00	71	ПРОДАВАТЬ
Сбербанк	256,5	1	35	283	159	233,5	5 074	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	338	32	ПОКУПАТЬ
Челябинский труб- ный 3-д	0,31	24	244	0,31	0,09	6,2	146	18,5	11,4	5,9	4,1	0,33	6	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 18. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 25 сентября 2003 г.

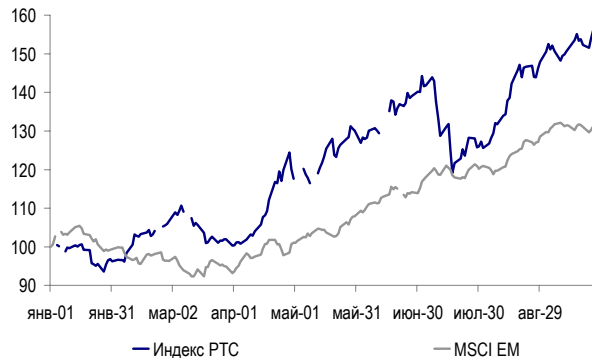
Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV прив. к об.	Дисконт %	Дивиденды 2002П	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD	YTD	Макс.	Мин.							
		%	%	\$	\$							
Нефть и Газ												
Транснефть прив.	465	15	34	465	325	7,6	Н/Д	27,57	6	470	1	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,274	-5	9	0,293	0,205	174,1	37	0,0031	1	0,26	-6	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,578	2	28	0,578	0,435	41,8	47	0,0319	6	0,58	0	ДЕРЖАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,285	-2	173	0,313	0,073	187,4	11	0,0050	2	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,180	-3	48	1,220	0,590	20,2	30	0,0267	2	1,10	-7	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



Графики

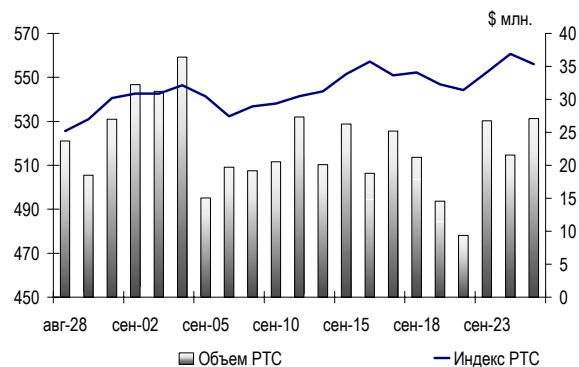
Илл. 19. РТС и индекс MSCI EM, с начала года



Источники: РТС, Рейтер

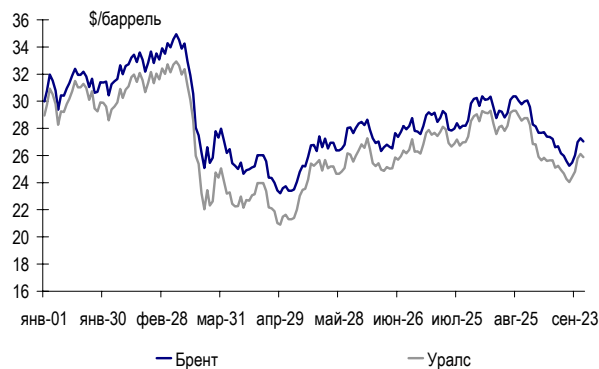
- Индекс РТС вырос в сентябре на 5,8% со среднедневным объемом \$23 млн.

Илл. 20. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

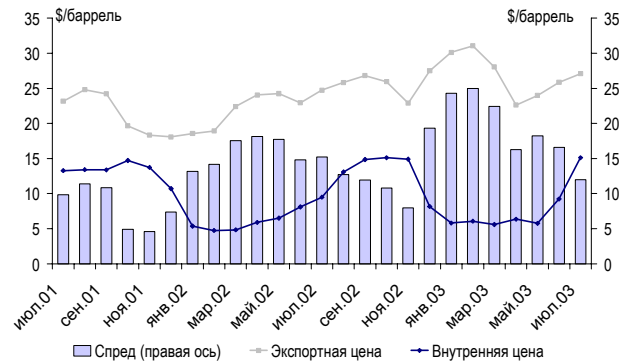
Илл. 21. Динамика цен на нефть, с начала года



Источник: Блумберг

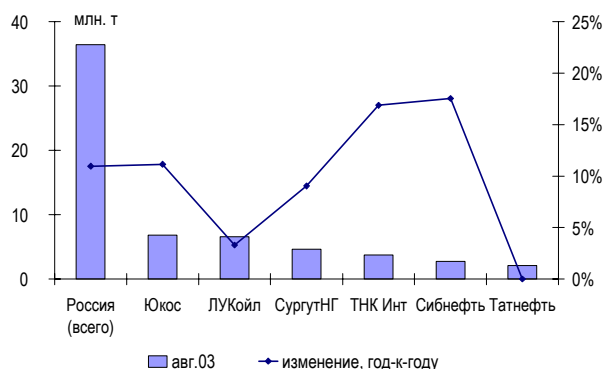
- Цена нефти повысилась в конце месяца после неожиданного сокращения квот ОПЕК до 0,9 млн. б/с
- Внутренние цены на нефть продолжили рост, подталкиваемые растущими объемами экспорта

Илл. 22. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2003



Источник: Министерство энергетики

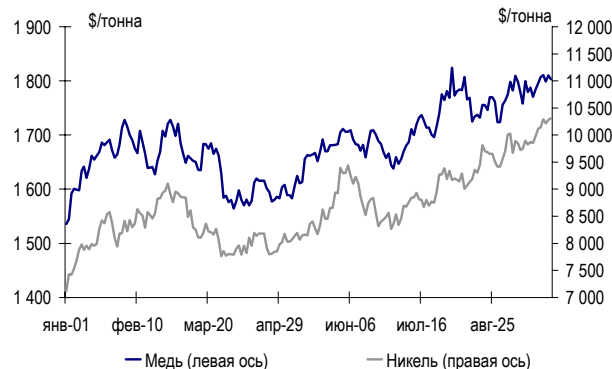
Илл. 23. Добыча нефти компаниями, авг. 2003 г



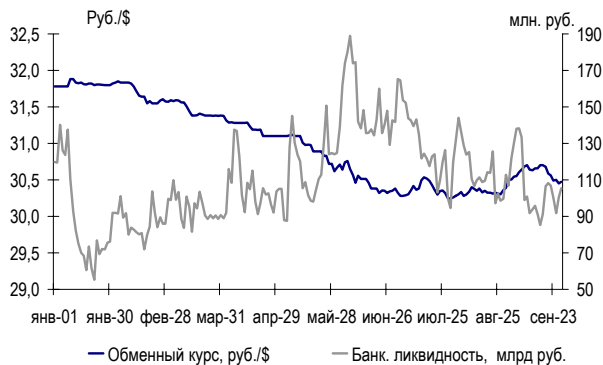
Источник: Министерство энергетики

- Добыча нефти в России в августе выросла на 11%, в соответствии с темпами предыдущих месяцев
- Ограничения поставок на рынке никеля привели к росту цен на 5%

Илл. 24. Цены на медь и никель, с начала года

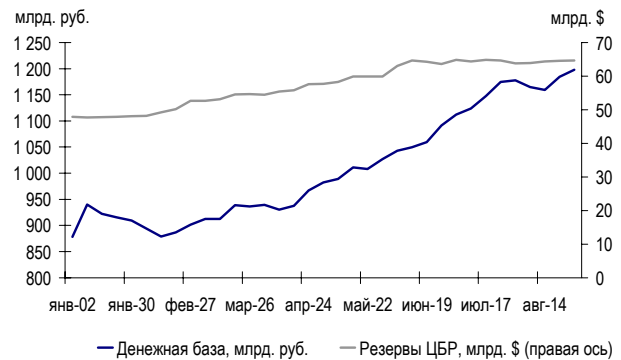


Источник: Блумберг

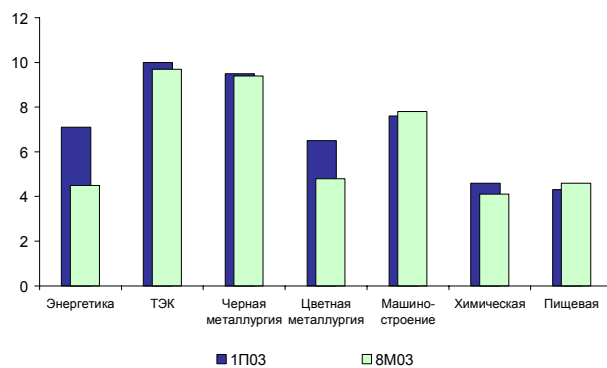
Илл. 25. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- После падения курса рубля до 30,7 руб./\$ рынок замер
- Платежи по внешнему долгу и интервенции удерживают запасы ЦБР на уровне \$62 млрд.

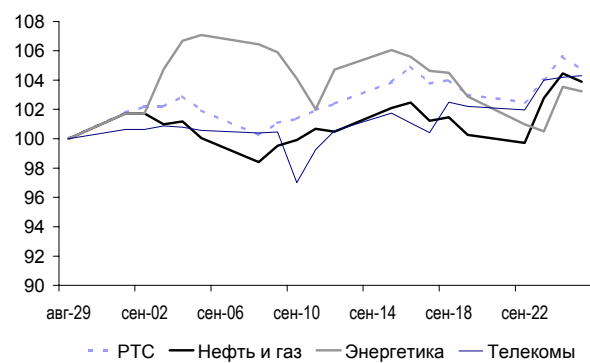
Илл. 26. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года


Источник: ЦБР

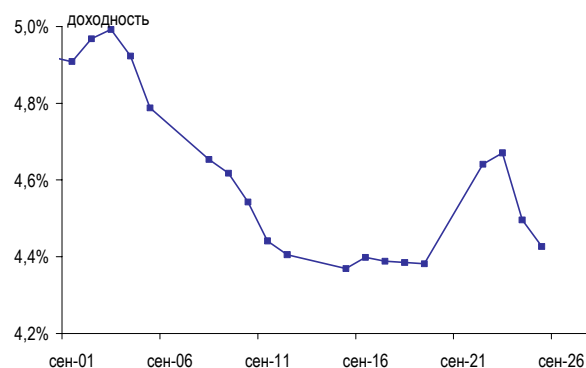
Илл. 27. Промышленное производство, 1П02-8М03


Источник: Госкомстат

- Нефтяной сектор показывает быстрые темпы роста; сильный евро подстегнул машиностроение
- Несмотря на нестабильность в энергетике, все сектора выросли за месяц на 3-5%

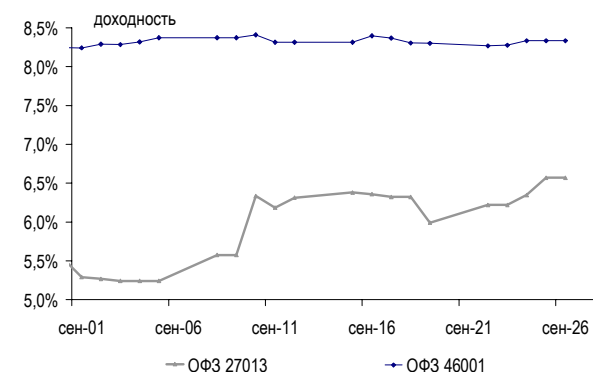
Илл. 28. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 29. Динамика Евро-07, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Намерение ФРС США удерживать ставки неизменными до следующего года и успешное размещение казначейских обязательств США поддержали российские еврооблигации
- Краткосрочные ОФЗ упали под давлением ожиданий девальвации и дефицита ликвидности, тогда как долгосрочные были поддержаны спросом со стороны крупных инвесторов

Илл. 30. Динамика ОФЗ 27013-46001, с начала месяца


Источник: Рейтер

**Календарь событий****Илл. 31. Календарь корпоративных событий**

Дата	Компания / Сектор	Событие
Начало месяца	ЛУКОЙЛ	Отчётность за 2Кв03 и 1П03
В течение месяца	Юкос	Отчётность за 2Кв03 и 1П03
В течение месяца	Сибнефть	Отчётность за 1П03 по US GAAP
Первая половина месяца	Ростелеком	Отчётность за 1П03 по МСФО
23 октября	ЛМЗ	Собрание акционеров по поводу обмена акций
29 октября	Электросила	Собрание акционеров по поводу обмена акций
22 октября	ЗТЛ	Собрание акционеров по поводу обмена акций
24 октября	Силовые Машины	Собрание акционеров по поводу выпуска акций

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова

(7 095) 795-3677

Бюджет на 2004 г. утвержден с легкостью, поскольку Правительство учло пожелания думских депутатов

В ходе думских выборов 7 декабря будет решаться вопрос о формировании большинства

ЦБР приветствует создание стабилизационного фонда, но мы не видим здесь прямой связи с ценами на нефть

В сентябре определен новый предельный срок для вступления России в ВТО: 2006 г.

Экономика и политика

19 сентября Государственная Дума приняла в первом чтении бюджет на 2004 г., не настаивая на его существенном изменении. Во втором чтении депутаты намерены перераспределить в нем около \$2 млрд, что составляет лишь 2% совокупных бюджетных расходов. Это подтверждает наше мнение о том, что при составлении бюджета на следующий год Правительство учло пожелания оборонного сектора и социальной сферы.

Интересно отметить: голосование по бюджету в первом чтении показало, что на данный момент баланс сил в Думе приблизительно оценивается как 50/50, что недостаточно для быстрого продолжения реформ после президентских выборов следующего года. Это предполагает, что в ходе думских выборов 7 декабря будет решаться вопрос о том, смогут ли прокремлевские партии сформировать парламентское большинство. Голосование будет иметь большое значение и для определения темпа экономических преобразований в последующие четыре года.

В проекте бюджета на 2004 г. стабилизационный фонд претерпел важные изменения, не только с фискальной точки зрения, но и плане широкой экономической политики. Официальные представители ЦБР недавно приветствовали идею создания стабилизационного фонда. По их словам, фонд поможет уменьшить зависимость России от изменчивости нефтяных цен и станет инструментом, позволяющим стерилизовать избыточные доходы от экспорта. Мы же смотрим на это более скептически, ибо в следующем году денежные средства стабилизационного фонда будут формироваться за счет бюджетного профицита, который не связан напрямую с доходами от нефти. На наш взгляд, ЦБР будет и впредь играть важную роль в определении номинального валютного курса и поддержании конкурентоспособности российской экономики.

В сентябре стало ясно, что Россия сумела ускорить переговоры о вступлении в ВТО, которые в первом полугодии 2003 г. были, казалось, надолго отложены. Новым предельным сроком для вступления в ВТО теперь назван 2006 г., — год, когда Россия станет председательствовать в группе G-8, что по статусу требует ее членства в ВТО. Недавнее принятие законодательства о страховании депозитов и готовность правительства открыть российский рынок страхования для участия нерезидентов связаны, на наш взгляд, с необходимостью ускорения процесса либерализации. По этой причине в наступающем году мы ожидаем существенного ускорения реформы финансового сектора.

Илл. 32. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003П
На октябрь							
Инфляция, %	0,2	4,5	1,4	2,1	1,1	1,2	1,1
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,9	16,1	26,1	27,8	29,7	31,74	30,6
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	22,9	13,6	11,8	25,9	38	46,8	63

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

**Илл. 33. Основные события**

Дата	Событие
4 сентября	По итогам первого полугодия РФ достигла максимального уровня доходов (20,6% ВВП) с 2000 г. В то же время рост расходов бюджета также выглядит впечатляющим – 19,2% ВВП при минимальном уровне процентных расходов с момента кризиса 1998 г. Таким образом, профицит федерального бюджета в январе-июне текущего года сложился на уровне 1,3% ВВП. Исполнение бюджета в первой половине года характерно для предвыборного периода. Серьезное увеличение доходов было использовано на покрытие социальных нужд
4 сентября	Золотовалютные резервы РФ с 15 по 22 августа сократились на \$1,7 млрд до \$63 млрд – ЦБ РФ. Снижение золотовалютных резервов за отчетный период обусловлено выплатами кредиторам Парижского клуба. 21 августа РФ перечислила \$1,8 млрд в счет погашения долга. На текущей неделе мы также ожидаем снижения золотовалютных резервов в связи с операциями ЦБ по предотвращению резкого обесценения курса рубля. Усилившиеся медвежьи настроения на валютном рынке привели к падению валютного курса с начала недели на 20 коп – до 30,50 руб./\$. При этом ЦБ поддерживает рубль на межбанковском рынке на уровне 30,55 руб./\$.
8 сентября	За первые 7 месяцев 2003 г профицит бюджета составлял 1,6% ВВП, первичный профицит – 3,4%. Резкое сокращение профицита бюджета вызвано значительными долговыми выплатами в августе. В прошедшем месяце объем внешне-долговых выплат превысил \$2 млрд, в том числе – кредиторам Парижского клуба – более \$1 млрд. Значительный объем выплат также сказался на размере золотовалютных резервов, которые снизились в августе на \$1,8 млрд.
15 сентября	Рост промышленного производства в РФ в январе-августе 2003 г составил 6,6% против 3,8% за аналогичный период прошлого года – Госкомстат. Данные Госкомстата свидетельствуют, что локомотивом роста промышленного производства остается топливная промышленность. В то же время резкое наращивание производства продукции с начала года происходит в машиностроении и пищевой промышленности – двух ведущих отраслях, ориентированных на внутренний спрос. Это является обнадеживающим сигналом.

Источник: 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

Неожиданное решение ОПЕК сократит квоту на 0,9 млн баррелей в сутки обеспечило кратковременную поддержку нефтяным ценам

Перенос обсуждения вопроса о реформировании Газпрома на более поздний срок не должен вызывать беспокойства

Нефть и газ

Сентябрь для компаний нефтегазового сектора начался относительно спокойно, но в середине месяца началась активная спекулятивная игра на слухах о покупке акций Юкоса-Сибнефти стратегическим инвестором. В конце сентября ОПЕК неожиданно решил сократить квоты, было официально объявлено об отсрочке строительства экспортного нефтепровода в Китай и вопрос о реформе Газпрома был снят с повестки заседания правительства. Мы по-прежнему настороженно относимся к большинству нефтяных «голубых фишек», из которых рекомендуем покупать только внутренние акции Газпрома и ЛУКОЙЛ. Прибыльными могут также оказаться некоторые бумаги «второго эшелона», в частности Мегионнефтегаза.

ОПЕК действует на опережение...

24 сентября ОПЕК неожиданно решил сократить квоты на добычу нефти на 900 тыс баррелей в сутки с 1 ноября 2003 г. В краткосрочном плане это решение должно обеспечить поддержку нефтяным ценам, однако наши прогнозы на 2004 г. и последующие годы остаются без изменения. Постепенное восстановление добычи в Ираке уже давно привело аналитиков к мысли о том, что в 2004 г. ОПЕК будет вынужден резко сокращать добычу. Однако ОПЕК неожиданно начал двигаться в этом направлении намного раньше – возможно, будучи уверенным в том, что рост иракской добычи идет опережающими темпами. Насколько мы понимаем, в сентябре добыча в Ираке достигла почти 1,5 млн. баррелей в сутки (примерно вдвое больше среднего показателя за июль). В краткосрочной перспективе сокращение квот может привести к ценовым всплескам в результате неожиданных сбоев в поставках или неблагоприятных погодных условий в северном полушарии нынешней зимой. Тем не менее, ожидающаяся нормализация баланса спроса и предложения на мировом рынке благодаря росту добычи в Ираке и на территории бывшего СССР и относительно более медленному росту мирового спроса остаются основными факторами, определяющими наш прогноз по средней цене сорта Brent на 2004 г. в \$24/баррель.

...а Россия идет на «пятую» в вопросе о реформировании Газпрома...

Неожиданное решение снять вопрос о реформе Газпрома с повестки дня заседания правительства 26 сентября не должно вызывать беспокойства. С нашей точки зрения, накануне выборов вряд ли можно ожидать резких сдвигов как в вопросе реформирования рынка газа, так и ликвидации «двойного» рынка» акций Газпрома – т.е., двум ключевым для инвесторов проблемам. Вместе с тем нам кажется, что для рынка вынесение ключевых вопросов по Газпрому на обсуждение правительством является знаком первоочередного характера этой проблемы, а также того, что заинтересованные стороны близки к достижению договоренности.

При этом с учетом приближающихся выборов перенос этого вопроса на более поздний срок имеет принципиально иной смысл, чем такая же отсрочка в декабре прошлого года, когда направленное в последний момент письмо Алексея Миллера Путину привело к неожиданному снятию вопроса с обсуждения и надолго завело его в тупик. С нашей точки зрения, в тот момент беспокойство вызывало в основном то, что Миллер был «ангажирован» «машиной» Газпрома, и что он стал скорее препятствием, чем инструментом решения проблемы. Но вот прошло почти 9 месяцев, и позиция Миллера прояснилась. Т.о., отсрочка в решении данного



вопроса не дает рынку никакой новой информации, которая могла бы изменить его понимание ситуации. Реформирование компании будет длительным и болезненным (слишком велики различия в позициях сторон) и политически очень рискованным (остро ставить вопрос перед выборами вряд ли возможно).

Мы по-прежнему рассчитываем на рост внутренних акций Газпрома (ПОКУПАТЬ), но менее оптимистичны в отношении его АДР (ДЕРЖАТЬ).

Решение о строительстве трубопровода в Китай отложено

Решение о строительстве трубопровода в Китай отложено, но в долгосрочном плане это мало скажется на котировках акций Юкоса

Принятие окончательного решения по нефтепроводу в Китай отложено. Это означает, что данный маршрут вряд ли будет введен в действие до 2006 г., т.е. как минимум на год позже, чем планировалось ранее. Согласно заявлениям представителей госорганов причины связаны в основном с защитой окружающей среды – все предлагаемые маршруты транспортировки нефти пролегают через районы, имеющие большое значение с точки зрения обеспечения нормальной экологической обстановки. Особенно активно эту точку зрения отстаивает Минприроды. Мы по-прежнему считаем, что проект поддерживается практически всеми. Его сторонником является Михаил Касьянов, вице-президент Транснефти Семен Вайншток также не «против» при условии, что он будет строиться как ответвление от трубы до Находки, являющегося с точки зрения компании предпочтительным. Однако мы полагаем, что если Транснефть согласна, что первым должен быть проложен китайский маршрут, то название трубопровода Ангарск-Дацин «отростком» является нелогичным.

...и строительстве трубопровода в Китай

Что касается влияния отсрочки строительства на наши оценки стоимости акций компаний, то оно относительно небольшое. Мы и ранее предполагали, что 2005 и особенно 2006 год будут годами, когда объемы прокачки нефти по трубопроводу будут значительно ниже проектных объемов. Более того, если график строительства не будет выполняться, нефть, по видимому, все же поставлять будут, хотя и исключительно по железной дороге. Судя по всему, Юкос уже разрабатывает чрезвычайные планы увеличения экспорта по железной дороге, давая тем самым понять CNPC, что выдерживает договоренности в рамках майского контракта и что Китаю не следует вновь рассматривать Казахстан в качестве долгосрочного поставщика.

Тем не менее, отсрочка все же нежелательна, поскольку 1) она вызывает беспокойство относительно взаимоотношений Юкоса с правительством и 2) появляются опасения, что в среднесрочном плане будет упущен удобный момент для строительства трубопроводов, т.к. государство может переключиться на содействие развитию несырьевых отраслей экономики. Т.о., с учетом того, что котировки Юкоса и так уже завышены, инвесторы могут реагировать даже на относительно малозначимые негативные новости (хотя в долгосрочном плане влияние на котировки минимально). Мы сохраняем рекомендацию ПРОДАВАТЬ по Юкосу (в настоящее время справедливая стоимость составляет \$13,30 по сравнению ценой закрытия за 25 сентября \$14,70 (уровень нашей расчетной на конец 12 месяцев)).

От чего еще будут зависеть котировки Юкоса? – Слухи о стратегическом инвесторе

Наша точка зрения относительно перспектив приобретения акций Юкоса стратегическим инвестором уже была изложена в аналитической записке от 15 сентября «Юкос: предпродажная подготовка?». Слухи о том, что состоится покупка не 25%, а 50% пакета акций компании – слухи. Если же ПРЕДПОЛОЖИТЬ, что эти слухи имеют под собой основания, можно заключить, что они касаются скорее Exxon Mobil, чем ChevronTexaco, поскольку половину активов компании Юкос-Сибнефть вряд ли продадут менее чем за \$25 млрд, что равно трети рыночной капитализации



ChevronТехасо. В случае же приобретения 50% акций обязательно понадобятся тщательное изучение финансово-экономического положения компании и благоволение будущего правительства. Эти два обстоятельства позволяют предположить, что сделка вряд ли состоится ранее весны следующего года. Кроме того, нет оснований предполагать, что за 50%-ный пакт запросят более высокую премию, чем за 25%-ный, а поэтому потенциал роста акций компании не должен меняться.

Наша основная нефтяная «голубая фишка» – по-прежнему ЛУКойл

Наша основная нефтяная «голубая фишка» по-прежнему ЛУКойл: потенциал роста относительно нашей расчетной справедливой цены 22%

Основной нашей нефтяной «голубой фишкой» остается ЛУКойл (с учетом как уровня биржевых котировок, так и по тактическим соображениям). Мы ожидаем выхода отчета за 2-й кв. 2003 г. (предположительно в начале октября), в котором должна быть показана прибыль в размере более \$1 млрд от участия в проекте АСГ. Мы также рассчитываем увидеть в нем проявление новых результатов программы реструктуризации компании.

Более того, следует отметить, что несмотря на сильную критику в адрес менеджмента ЛУКойла, показатель EBITDA на баррель за 2002 г. и 1-й кв. 2003 г. был в среднем лишь на \$1,47 ниже, чем у Юкоса. Разрыв увеличивается до \$2,70 за баррель при сравнении чистой прибыли — из-за чистых стоимости финансирования и более высоких выплат по налогу на прибыль. В перспективе разрыв в стоимости финансирования должен сокращаться, поскольку Юкос продолжает привлекать новые заимствования, с тем, чтобы увеличить финансовый рычаг перед объединением с Сибнефтью. Т.о., разрыв в размере денежных потоков между двумя компаниями на самом деле меньше, чем он должен был бы быть при оценке на основе уровня котировок.

Упреки в адрес менеджмента остаются излюбленной темой. Здесь есть повод для беспокойства. Недавнее заявление о планах инвестировать \$1 млрд. в строительство нового НПЗ в московской области несколько насторожило инвесторов. Тем не менее, на данный момент у акций ЛУКойла самый большой потенциал роста среди нефтяных «голубых фишек».

Другие нефтяные акции

Наша основная бумага «второго эшелона» – Мегионнефтегаз – потенциал роста к расчетной цене (\$20,8 за акцию) оценивается в 50%

Что касается остальных нефтяных компаний, мы по-прежнему рассматриваем акции Сибнефти как производную бумагу, соответствующую динамике рынка. Сургутнефтегаз по-прежнему пребывает в неопределенности: либо Владимир Богданов сделает что-то серьезное, чтобы убедить рынок в серьезности намерений соблюдать нормы корпоративного управления...либо не сделает. Наша основная бумага «второго эшелона» – Мегионнефтегаз – выросла примерно на 10% со времени публикации нашей аналитической записки от 9 августа, но, тем не менее, остается еще 50% потенциал роста к нашей расчетной цене (\$20,8 за акцию).

Газпром

Илл. 34. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	19 160	24 533	25 634	24 521
EBITDA, млн. \$	7 175	12 044	11 633	10 209
Чистая прибыль, млн. \$	861	6 347	5 988	4 984
P/E	29,9	4,1	5,0	6,0
EV/EBITDA	6,2	3,7	3,9	4,4
Капитализация, млн. \$	33 681			
EV, млн. \$	44 823			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	104			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 35. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%)
- Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке (экспорт 131 млрд куб.м)

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Правительство является держателем 38% акций компании
- Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 36. Основные события

Дата	Событие
3 сентября	Газпром планирует провести роуд-шоу в сентябре, чтобы презентовать свой новый выпуск еврооблигаций. Ранее в этом году компания выбрала UBS и Deutsche Bank в качестве лид-менеджеров для размещения своих долговых инструментов. В течение прошедшего года Газпром заявил о своём намерении выпустить среднесрочные еврооблигации несколькими траншами, чтобы диверсифицировать свой долговой портфель и сократить затраты на обслуживание долга. Общая сумма долга Газпрома на конец 2002 г. по МСФО составила \$15,5 млрд., а на этот год намечено привлечение \$4 млрд новых заимствований. Компания пытается реструктурировать задолженность, чтобы сократить долю дорогих, краткосрочных кредитов в общей долговой нагрузке.
4 сентября	Газпром может более чем утроить дивиденды в следующем году до 33,2 млрд. руб. (\$1,06 млрд.) против 9,5 млрд. руб. (\$302 млн.) в этом году. Как сообщают Ведомости, ссылаясь на заложенные в бюджет Газпрома цифры на следующий год. Данные дивиденды подразумевают выплату \$0,045 на акцию, с дивидендной доходностью 3,78% (основываясь на текущей цене локальных акций). Исходя из нашего прогноза чистой прибыли по IAS на 2003 год коэффициент дивидендных выплат составит 16,9%, что соответствует коэффициентам компаний с хорошо сформированной дивидендной политикой – таких как ЛУКОЙЛ и ЮКОС.
5 сентября	Газпром официально увеличил плановый объем производства на этот год до 540 млрд. куб. м. с изначально запланированной цифры в 530 млрд. куб. м. Компания сможет нарастить объемы производства, так как более высокие мировые цены на газ позволят инвестировать больше средств в производство. За 8М03 Газпром смог увеличить производство газа на 12,5 млрд. куб. м. (+3,7%) год-к-году до 353,7 млрд.куб.м. К 2020 компания планирует нарастить выпуск до 580-590 млрд.куб.м. с тем, чтобы удовлетворить растущий спрос в Европе и России. По нашей DCF модели, пересмотр планируемого производства с. г. подразумевает рост расчетной цены на \$0,01.
10 сентября	Газпром планирует поднять планку заимствований этого года с \$4,13 млрд. (130 млрд.руб.) на \$710 млн. (21,7 млрд.), объясняя данный шаг возросшей потребностью в инвестициях. Этот вопрос, вероятно, будет решен на следующей встрече совета директоров, которая пройдет 17 сентября. На данный момент компания уже заняла более \$3 млрд., и до конца года планирует выпустить среднесрочные (5-7 лет) еврооблигации на сумму до 1 млрд. евро, а также привлечь банковские кредиты в размере \$435 млн. Кроме того Газпром все еще рассматривает запланированный ранее выпуск рублевых облигаций в размере \$326 млн. (10 млрд. руб.), либо выпуск евробондов если ситуация на внутреннем рынке корпоративных облигаций не улучшится до конца года. Если компания будет придерживаться объявленного ранее плана погасить старые заимствования в размере \$6 млрд., общий портфель долгов к концу года должен снизиться примерно на 7,5% по сравнению с концом 2002 до \$14,3 млрд.
16 сентября	Газпром завершил размещение выпуска евроноут на €1 млрд. Спрос превысил предложение в несколько раз, что позволило компании привлечь фондирование по верхней планке планируемого выпуска. Этот выпуск является первым траншем программы Евроноут Газпрома, нового инструмента, который будет использоваться Газпром для привлечения до \$5 млрд. до 2008. Точные условия заимствования пока еще не известны. Однако, доходность к погашению нового выпуска может составить 7,8%. Принимая во внимание срок обращения выпуска в 5-7 лет, эти условия являются очень привлекательными, и доходность по бумагам находится на нижней планке наших прогнозов. На конец 2002 заимствования Газпрома составляли \$15,5 млрд., и компания намерена снизить их к концу года на \$1,7 млрд. посредством рефинансирования через более длительные и дешевые заимствования.
17 сентября	Газпром купил 10-12% акций Мосэнерго у Ренессанс Капитала. Ни одна из сторон не подтвердила существование такой сделки, так что мы можем лишь спекулировать намерением продавца выручить до 50% премии к рыночным ценам, как было озвучено ранее в этом году. При текущих рыночных ценах пакет должен стоить \$180-226 млн., а с премией 50%, он будет стоить \$270-340 млн. Мосэнерго – один из крупнейших потребителей продукции Газпрома, закупаящий ежегодно 22 млрд. куб. м природного газа (14,7% продаж Газпрома энергокомпаниям). До того, как будут известны результаты реформы энергетического сектора, существует риск, что покупка акций в энергокомпаниях может быть непривлекательной, особенно принимая во внимание растущие внутренние цены на газ.
22 сентября	Газпром хочет получить долю Shell в проекте «Сахалин-2» в обмен на собственные активы в Ямало-Ненецком АО. Компания давно хотела принять участие в проекте «Сахалин-2», но не могла договориться с Shell по поводу цены (последняя владеет 55% проекта). Газпром надеется, что компания заинтересуется получением доли участия в разработке месторождения «Заполярье», с оцененными запасами в 735 млрд. куб. м., в обмен на долю (вплоть до блокирующей) «Сахалина-2». Для Газпрома доля проекта «Сахалин-2», который содержит 600 млн. т нефти и 700 млрд. куб. м запасов газа предоставит доступ к рынку сжиженного газа. Сжиженный газ будет производиться на новом заводе мощностью 9,6 млн. т и экспортироваться в страны азиатско-тихоокеанского региона, а также в США.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 37. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	15 449	17 001	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	9,0	6,3	9,6	8,1
EV/EBITDA	5,4	5,0	5,6	5,0
Капитализация, млн. \$	16 543			
EV, млн. \$	18 674			
Добыча, млн. бнэ	595			
Запасы, млн. бнэ	19 604			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 38. 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. 39. Основные события

Дата	Событие
1 сентября	ЛУКОЙЛ организовал для инвесторов, аналитиков и прессе экскурсию на Карачаганакское месторождение – один из трех проектов, в которых компания участвует в Казахстане (не включая каспийские проекты). Карачаганакское месторождение разрабатывается консорциумом четырех компаний (КРО), в которой ЛУКОЙЛУ принадлежит 15% (вместе с итальянской ENI, британской BG и ChevronTexaco), по условиям 40-летнего СПП с правительством Казахстана. Этот год является поворотным для проекта, так как завершается основная подготовительная фаза и осуществляется переход к операционной фазе. Общие инвестиции в текущую фазу проекта составят \$4,4 млрд. Денежные потоки от проекта будут позитивными уже в этом году, и срок возврата инвестиций составит 7 лет (используя очень консервативный прогноз цен на нефть на уровне \$18/бар.). В этом году доля ЛУКОЙЛА в проекте должна добавить около \$30-40 млн. к чистой прибыли компании, в то время как в следующем году эта цифра по прогнозу вырастет на 50-70%.
12 сентября	По словам президента ЛУКОЙЛА Вагита Алекперова, компания рассматривает приобретение новых активов за рубежом. Со стороны «downstream» (перерабатывающие и розничные активы) это румынской Petrom, приобретение которой впишется в стратегию компании по расширению присутствия на Балканах. Со стороны «upstream» (добыча и переработка) Алекперов отметил интерес компании к выкупу доли Eni в СП LUKAgip, которым они владеют пополам и которому принадлежит 10% азербайджанского проекта Шах-Дениз, оценочные извлекаемые запасы которого оцениваются в 600 млрд. куб. м газа и 200 млн. т нефти и газового конденсата. Вдобавок, ранее на неделе, компания выразила заинтересованность активами финской Fortum. Наиболее вероятно, что ЛУКОЙЛ заинтересован в покупке принадлежащих ей 50% СП SeverTEK (также СП с ЛУКОЙЛОМ), которая ведёт деятельность в Тимано-Печоре. Это тоже хорошо укладывается в стратегию ЛУКОЙЛА по консолидации активов, в которых у него уже есть контрольные пакеты.
16 сентября	Президент ЛУКОЙЛА Вагит Алекперов и губернатор Московской области подписали дополнительное соглашение о сотрудничестве между компанией и регионом. В рамках последнего соглашения (предыдущее было подписано в 2000 г.), компания намерена расширить своё присутствие на московском рынке топлива с помощью строительства новых розничных точек (АЗС) и, возможно, нового НПЗ. В 2004 г. компания планирует вложить \$60 млн. в строительство 50 новых АЗС в области, а в течение нескольких лет намерена увеличить количество розничных точек на 300 путём строительства и приобретений, и таким образом может занять 15-20% рынка. В следующем году ЛУКОЙЛ также планирует провести ТЭО строительства нового НПЗ в Московской области. НПЗ, мощность которого, по расчётам, должна составить 9 млн. т (180 тыс. б/с), будет стоить более \$1 млрд. или не менее \$15,2 на баррель мощности.
12 сентября	ЛУКОЙЛ возьмёт \$225 млн. в кредит у американского инвестиционного фонда НВК для финансирования строительства нефтепродуктового терминала в Высотске. Условия заимствования пока не оглашаются. Изначально ЛУКОЙЛ объявил о своём намерении построить этот терминал весной 2002 г. Первая очередь проекта будет завершена в ноябре этого года, к этому моменту пропускная способность терминала составит 2,5 млн. т. Ожидается, что последняя очередь проекта будет завершена в 2004 г., после чего пропускная способность повысится до 10,7 млн. т. Общая стоимость проекта оценивается в \$300 млн. ЛУКОЙЛ будет способен экспортировать через этот терминал нефтепродукты и нефть в Европу и США. Увеличение собственных экспортных мощностей может позволить компании повысить прибыльность продаж и сузить разрыв с наиболее эффективными производителями, такими как Юкос и Сибнефть. Компания поставила цель к 2005 г. увеличить долю экспорта нефти и нефтепродуктов в добыче до 70%, против 66% в 2002 г.
23 сентября	ЛУКОЙЛ рассматривает возможность выхода из Хьяррингского проекта в котором он участвует совместно с TotalFina (оператор проекта) и двумя другими компаниями (Norsk Hydro и Ненецкой нефтяной компанией) в Тимано-Печоре. Данный проект один из немногих в России, разрабатываемых на условиях СПП. Общие запасы в контрактной зоне оцениваются в 708 млн. бар., добыча на текущий момент составляет 30 тыс. б/с. ЛУКОЙЛ вошел в данный проект в прошлом году и согласился заплатить \$53 млн. за 20% долю, однако до текущего момента компания еще не стала участником так и не заплатив надлежущую сумму.
23 сентября	Компания не планирует прохождения листинга на Нью-Йоркской бирже (NYSE) в течение ближайшего года. Глава компании В. Алекперов отметил, что ЛУКОЙЛ заинтересован в получении листинга NYSE и, скорее всего, обсудит этот вопрос, когда Алекперов присоединится к Владимиру Путину для визита на NYSE в течение его поездки по США в конце этой недели. В прошлом году компания прошла вторичный листинг на Лондонской бирже (LSE), но не подала заявки о листинге на NYSE, так как у последней более строгие требования, а также по политическим причинам. Теперь у российского правительства появится возможность использовать обе биржи для размещения оставшегося пакета из 7,6% акций компании, что поможет увеличить вырученную от продажи сумму.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	4 777	6 436	6 586	6 466
ЕБИТДА, млн. \$	1 798	2 429	2 287	2 136
Чистая прибыль, млн. \$	1 161	2 030	1 465	1 221
P/E	11,8	6,8	9,4	11,3
EV/ЕБИТДА	8,5	6,3	6,7	7,2
Капитализация, млн. \$	13 750			
EV, млн. \$	15 366			
Добыча, млн. бнэ	192			
Запасы, млн. бнэ	4 718			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 41. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none">• Высокий профессиональный уровень руководства компании• Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none">• Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 8%• Омский НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)
Возможности	<ul style="list-style-type: none">• Модернизация Московского НПЗ и развитие розничной сети в Москве и Моск. Обл.
Угрозы	<ul style="list-style-type: none">• Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (92%)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 42. Основные события

Дата	Событие
1 сентября	Юкос официально стал владельцем пакета из 20% (без одной акции) Сибнефти, что последовало за вторым траншем, выплаченным 28 августа (общая сумма платежей составит \$3 млрд.). Пакет, однако, останется в руках предыдущих владельцев в качестве залога до совершения третьего платежа на сумму \$1,25 млрд., который ожидается 29 сентября. Вдобавок, до конца сентября, по словам источников, процитированных «Ведомостями», Юкос также может завершить обмен оставшихся в руках основных акционеров 72% Сибнефти на 26,01% акций Юкоса. Напомним, что 8 сентября – последний день, когда акционеры Юкоса могут воспользоваться своим правом преимущественного выкупа части из выпущенного 1 млрд. новых акций, после чего, вслед за процедурой подведения итогов, оставшиеся акции могут быть использованы для обмена.
1 сентября	Акционеры Славнефти ТНК и Сибнефть достигнут взаимопонимания по поводу разделения активов компании до конца сентября этого года. По словам исполнительного директора ТНК-ВР Германа Хана, акционеры практически согласовали основные принципы разделения добывающих активов Славнефти и близки к достижению взаимопонимания по перерабатывающим и розничным активам. Также он отметил, что акционеры планируют разделить активы на две группы: делимые и неделимые (нефтепереработка, которая будет управляться совместно). В то же время, акционеры не рассматривают никаких предложений по продаже активов Славнефти, включая перерабатывающие.
16 сентября	Мы снижаем рекомендацию по акции Юкоса до ПРОДАВАТЬ, так как компания превысила справедливую оценку, и теперь торгуется на 13,4% выше, чем наша расчётная цена \$13,3. На волне продолжающихся слухов о приобретении иностранным инвестором пакета акций слившейся ЮкосСибнефти, мы видим возможность выбросов в ценах акции до \$16 на акцию, однако, мы считаем, что фундаментальные показатели не поддерживают таких уровней. Так как Сибнефть связана с Юкосом из-за обмена акций, мы также снижаем рекомендацию по акциям Сибнефти до ПРОДАВАТЬ, сохраняя расчётную цену \$2,46 (потенциальное падение на 12%).
17 сентября	Акционеры Сибнефти на внеочередном собрании утвердили решение совета директоров компании по выплате дивидендов за первое полугодие в размере \$1 млрд. (30,53 млрд. рублей). Дивиденд в \$0,21 на акцию будет получен акционерами, зарегистрированными в реестре на 31 июля, 2003 г. Дивидендный доход на акцию, при текущих ценах составит 7,35%, что существенно выше среднего дивидендного дохода по российским компаниям. Суммарная выплата составит около половины ожидаемой годовой чистой прибыли компании за этот год. Сибнефть выводит свободную наличность из компании перед слиянием с Юкосом, которое должно завершиться до конца года.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	7 068	8 405	8 690	8 432
ЕБИТДА, млн. \$	2 517	2 733	2 892	2 677
Чистая прибыль, млн. \$	1 546	1 619	1 572	1 254
P/E	5,4	5,2	5,3	6,7
EV/ЕБИТДА	2,0	1,9	1,8	1,9
Капитализация, млн. \$	10 202*			
EV, млн. \$	5 093*			
Добыча, млн. бнэ	359			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	25 824*			

Прим.: * – Исключая 15 млрд. обыкновенных акций на балансе компании

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 44. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none">• Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05)• Почти 80% выручки в валюте
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none">• Низкая доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды (3-4%)• НПЗ компании – один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%)
Возможности	<ul style="list-style-type: none">• Освоение новых запасов нефти в Восточной Сибири• Модернизация НПЗ Кинеша к 2008 г. (\$800 млн.)
Угрозы	<ul style="list-style-type: none">• Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 45. Основные события

Дата	Событие
22 сентября	Компания намерена увеличить добычу нефти в 2004 г. до 60 млн. т. , т.е. на 13,6% с запланированного на этот год объёма. В 2003 г. компания должна достичь роста добычи на 7,3%. Новая цель на 2004 г. на 6,2% выше оценки в 56,5 млн. т., которую мы предполагаем в нашей модели. Корректировка на эту новую цель, повышает наш прогноз чистой прибыли компании в 2004 г. на \$91 млн. В 2005 г., принимая во внимание нашу оценку роста добычи на 7%, прогнозная чистая прибыль вырастет на 6,1% до \$1,25 млрд. (на основе US GAAP). Это заставило нас повысить оценку справедливой стоимости акций компании на 3% до \$0,43, но, учитывая, что потенциал роста составляет всего 0,1%, мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	4 553	4 988	4 884	4 600
EBITDA, млн. \$	770	1 049	903	796
Чистая прибыль, млн. \$	497	556	443	246
P/E	4,8	4,3	5,4	9,7
EV/EBITDA	4,3	3,1	3,6	4,1
Капитализация, млн. \$	2 460			
EV, млн. \$	3 280			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 972			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 47. 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%)
- Неразвитые 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. 48. Основные события

Дата	Событие
3 сентября	Генеральный директор Нижнекамского НПЗ Татнефти Хамза Багманов объявил, что вторая очередь строительства будет запущена в 2005 г. , на два года позже, чем изначально планировалось. Более того, планируемые затраты на строительство комплекса глубокой переработки (завод гидрокрекинга, каталитического крекинга и гидросульфуризации) были повышены на 50% до \$1,1 млрд., поэтому общая стоимость строительства Нижнекамского НПЗ, как ожидается, составит \$1,3 млрд. Татнефть, которая контролирует 63% НПЗ, станет основным инвестором в строительство, тогда как менеджмент не исключает возможность привлечения иностранных инвестиций. В результате запланированного выпуска новых акций НПЗ, Татнефть ожидает изменения в структуре акционерного капитала завода.
5 сентября	По словам премьер-министра Татарстана и председателя Совета Директоров Татнефти Рустама Минниханова, Татнефть рассматривает возможность включения в следующем году независимых директоров в состав Совета Директоров компании. Компания теперь обязана сделать это, как одно из требований к бумагам, торгуемым на биржах США, так как АДР компании в данный момент торгуются на NYSE. Вдобавок, компания рассматривает возможности улучшения общих практик корпоративного управления, что включает в себя создание нескольких независимых комитетов в рамках Совета директоров – по раскрытию информации, аудиту, по кадрам и вознаграждениям (то же самое делается сейчас в ЛУКОЙЛ и уже существует в ЮКОС и СИБНЕФТИ). Компания также рассматривает возможность изменения дивидендной политики (сейчас дивиденды по привилегированным акциям привязаны к номиналу акций). Это определенно положительная новость, что компания понимает необходимость улучшения своей корпоративной репутации и повышения прозрачности.
11 сентября	Совет директоров Татнефти пересмотрел финансовый план компании на 2004-2005. Целевая чистая прибыль на 2004 год была увеличена с 11 млрд. руб. (\$350 млн) до 18 млрд. руб. (\$575 млн.). Как планируется, данный результат будет достигнут за счет более низких операционных затрат, консервации нерентабельных скважин и урезания инвестпрограммы. Данный прогноз существенно выше заложенного в нашей модели прогноза в \$443 млн. Хотя пересмотр планов рентабельности и является позитивным моментом, к сожалению, мотивацией для пересмотра послужила необходимость правительства Татарстана в получении больших налоговых сборов, нежели стремление менеджмента компании улучшить операционную рентабельность.
12 сентября	Украина может приватизировать свой пакет в 43,054% в Укртатнафта (Кременчугский НПЗ) одним лотом на открытом аукционе. Данное предложение рассматривалось в первом чтении украинским парламентом. Если предложение будет принято, Украина сможет продать свой пакет без необходимости предоставления преимущественного права покупки текущим акционерам Укртатанафты – правительству Татарстана, Татнефти и аффилированным структурам, которые контролируют 56% НПЗ. Для Татнефти контроль над Кременчугским НПЗ мощностью 360 тыс.б.с. означал бы существенную прибавку к бизнесу, в котором отсутствует развитое подразделение по переработке. В случае открытого аукциона, при том, что интерес к активам уже показали другие компании (включая ТНК и украинские Приватбанк и Сиббанк) стоимость пакета может возрасти, делая покупку потенциально более дорогой для Татнефти. По словам главы украинского государственного фонда имущества Михаила Четехова государство оценивает 43% в Укрнафта в \$100 млн., однако в ходе открытого аукциона цена пакета может подняться на \$20-30 млн.
16 сентября	Компания завершила продажу своего пакета из 83% местного мобильного оператора Татинком-Т. Хотя ни цена, ни покупатель не были раскрыты, мы считаем, что компания могла выручить около \$25 млн. от продажи. Тот факт, что Татнефть продолжает избавляться от непрофильных активов, определенно позитивен и позволит компании сфокусироваться на оптимизации основной деятельности.

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос
Илл. 49. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	11 373	15 052	14 911	13 842
ЕБИТДА, млн. \$	3 942	5 227	3 979	4 112
Чистая прибыль, млн. \$	3 058	3 733	2 727	2 832
P/E	10,2	8,4	11,5	11,0
EV/ЕБИТДА	6,9	5,2	6,8	6,6
Капитализация, млн. \$	31 240*			
EV, млн. \$	27 210*			
Добыча, млн. бнэ	511			
Запасы, млн. бнэ	15 103			
Количество акций, млн.	2 125*			

Прим.: * – Исключая 5% акций на балансе компании
Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 50. Краткий обзор компании

Сильные стороны
<ul style="list-style-type: none"> • Существенный объем денежных средств для будущих инвестиций • Диверсифицированные активы на всей территории РФ
Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> • Высокие капвложения и операционные затраты на разработку Восточно-Сибирских месторождений
Возможности
<ul style="list-style-type: none"> • Увеличение числа акций в свободном обращении до 30-35% в течение 5-7 лет • Строительство трубопровода в Китай к 2005 г.
Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> • Компания находится под полным контролем ее руководства

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 51. Основные события

Дата	Событие
1 сентября	Юкос официально стал владельцем пакета из 20% (без одной акции) Сибнефти , что последовало за вторым траншем, выплаченным 28 августа (общая сумма платежей составит \$3 млрд.). Пакет, однако, останется в руках предыдущих владельцев в качестве залога до совершения третьего платежа на сумму \$1,25 млрд., который ожидается 29 сентября. Вдобавок, до конца сентября, по словам источников, процитированных «Ведомостями», Юкос также может завершить обмен оставшихся в руках основных акционеров 72% Сибнефти на 26,01% акций Юкоса. Напомним, что 8 сентября – последний день, когда акционеры Юкоса могут воспользоваться своим правом преимущественного выкупа части из выпущенного 1 млрд. новых акций.
2 сентября	Министерство природных ресурсов может заблокировать проект строительства нефтепровода до Китая , предложенный Юкосом. Природоохранная комиссия против \$1,8-2,0 миллиардного трубопровода через Тункинский национальный парк в Восточной Сибири, а также против строительства по маршруту вдоль озера Байкал (оцениваемая стоимость \$3,5 млрд.).
5 сентября	Юкос опубликовал операционные результаты за 1П03 . Рост производства компании составил 20,6% год-к-году (планируемый рост производства на год составляет 19,4%) за период до 39 млн. тонн. Тем не менее, по информации компании, рост производства отстал от планируемого графика, что было связано с проблемами транспортировки в начале года. В результате, Юкос ожидает, что производство за 2003 составит несколько ниже изначально запланированных 83 млн. тонн, хотя компания все еще стремится достигнуть дневного уровня производства, запланированного на конец года. Если компания сможет достичь этой цели, по нашей оценке, Юкос сможет произвести около 81,8 млн. тонн нефти в этом году (что на 1,2 млн. ниже запланированного уровня).
9 сентября	Юкос объявил результаты оферты по выкупу акций . Заявки от акционеров принимались с 6 августа по 5 сентября. Компания выкупит 223,7 млн. своих акций (10% от количества выпущенных акций), и затратит на это \$3,69 млрд. Так как не все акционеры приняли участие в выкупе акций, коэффициент выкупа составит 11,217%, что означает то, что для тех, кто принял участие в выкупе, это будет процентом от общего числа акций в их владении, которые они смогут продать компании. Выкупленные акции, так же как и акции из нового выпуска (1 млрд. акций) будут использованы Юкосом для конвертации акций Сибнефти в акции Юкоса. Конвертация акций основных акционеров Сибнефти ожидается в течение одного-двух месяцев, после чего будут объявлены условия выкупа/обмена акций для миноритарных акционеров (8%) Сибнефти.
16 сентября	Мы снижаем рекомендацию по акции Юкоса до ПРОДАВАТЬ , так как компания превысила справедливую оценку, и теперь торгуется на 13,4% выше, чем наша расчетная цена \$13,3. На волне продолжающихся слухов о приобретении иностранным инвестором пакета акций слившейся ЮкосСибнефти, мы видим возможность выбросов в ценах акции до \$16 на акцию, однако, мы считаем, что фундаментальные показатели не поддерживают таких уровней. Так как Сибнефть связана с Юкосом из-за обмена акций, мы также снижаем рекомендацию по акциям Сибнефти до ПРОДАВАТЬ, сохраняя расчетную цену \$2,46 (потенциальное падение на 12%).
16 сентября	Юкос рассматривает возможность увеличения экспорта по железной дороге в Китай до 10-15 млн. т с текущих 3,5-4 млн. т . К 2004-05 гг. компания может повысить объемы до 5,5 млн. т с возможностью увеличения до 15 млн. т. в будущем. Ранее ожидалось, что дополнительные объемы экспорта в страну, третьего по величине потребителя нефти, будут направлены через трубопровод Ангарск-Дацин, мощностью 30 млн. т, строительство которого, по прогнозам компании, должно было завершиться к 2005 г. Однако на данный момент, российское правительство ещё даже не решило, какое направление трубопровода будет строиться в первую очередь: Ангарск-Находка или предложенный Юкосом маршрут. Как ожидается, завершение ТЭО проекта займёт 10 месяцев, а строительство – ещё два года, таким образом, даже если правительство примет решение о строительстве, трубопровод не войдёт в строй ранее конца 2006 г.
17 сентября	Юкос договорился о покупке 34% в небольшой разведочной компании Геойлбент за \$75 млн. (из которых \$5,5 млн. долги Геойлбента предыдущему владельцу) у американской компании Harvest Natural Resources. Геойлбент работает в Ямало-Ненецком АО, где она владеет запасами, оцениваемыми в 462 млн. барр., и добывает 0,894 млн. т в год (17,9 тыс. б/с). Юкос фактически заплатил \$0,48/баррель запасов и \$33,8/баррель добычи, что дешевле со стороны запасов и примерно равно среднему по России показателю по добыче, в то же время добыча может существенно вырасти при осуществлении необходимых инвестиций. Оставшиеся 66% в Геойлбент принадлежат Новатек, независимому производителю газа в России. Юкос в будущем будет заинтересован в увеличении пакета до контрольного. Юкос продолжает расширять ресурсную базу с помощью приобретений, что является удачной стратегией, так как стоимость приобретения запасов ниже, чем разведки и разработки новых запасов. За последние три года затраты Юкоса на разведку и разработку в среднем были равны \$1,08/бнэ, тогда как затраты на приобретение составили лишь 60% от этой цифры (\$0,65/бнэ).
18 сентября	Генеральный директор PetroChina, дочка китайского партнёра России CNPC в этом проекте, Лю Хунбин заявил, что строительство трубопровода «определённо будет отложено» и, к тому же, не исключил, что Россия может выбрать маршрут Ангарск-Находка в качестве приоритета. Т.о. Китай практически принял то, что визит Михаила Касьянова в Пекин для обсуждения реализации трубопровода в Китае вряд ли завершится каким-нибудь конструктивным решением. Причиной задержек в принятии решения российским правительством по трубопроводу восточного направления стал вопрос об экологических последствиях строительства на направлении Ангарск-Дацин, недавно поднятый Министерством Природных Ресурсов. В связи с быстрым ростом добычи компания рассчитывала на трубопровод в Китай, чтобы экспортировать начиная с 2005 г. до 20 млн. т в год.

(Прод.)



- (Прод.)
- 23 сентября **Проект Ангарск-Дацин в конце концов может получить зелёный свет от российского правительства** после того, как Министерство природных ресурсов подписало заключение экологической экспертизы. В соответствии с этим заключением, южное направление трубопровода (изначально предложенное Юкосом) «в целом соответствует нормам экологического законодательства», однако недостатком проекта остается то, что маршрут должен будет проходить по территории Тункинского национального парка.
- 24 сентября **Компания намерена завершить год с чистым долгом всего \$2,65 млрд.** Это ниже максимально возможной чистой долговой позиции \$3,6 млрд., которую компания могла бы иметь по условиям соглашения с Сибнефтью – две компании условились, что у ЮкосСибнефти на конец года будет не более \$5 млрд. чистого долга, распределённого пропорционально участию в совместной компании. Принимая во внимание потенциал компании генерации денежных средств, мы ожидаем, что на конец года объём денежных средств составит до \$5,2 млрд. Полагая, что требуется \$6,7 млрд. для выкупа акций и покупки 20% Сибнефти, а также \$300 млн. для выплаты дивидендов за прошлый год, мы оцениваем, что компании потребуется до конца года взять в кредит \$1,2 млрд. к \$1 млрд. синдицированного кредита. Это означает, что ожидаемые промежуточные дивиденды могут составить всего \$500-550 млн. или \$0,22-0,25 на акцию, что ниже максимального ожидаемого нами уровня \$0,65. Это принесёт доходность 1,5-1,7% к текущему уровню цен.
- 25 сентября **Собрание Совета Директоров Юкоса приняло решение о дате внеочередного собрания акционеров для голосования о выплате промежуточных дивидендов за 9М03.** Акционеры встретятся 28 ноября, а их список был зафиксирован 25 сентября. Ожидается, что фактический размер дивидендов будет объявлен в течение ноября. По нашим оценкам, компания может выплатить дивиденды в размере \$0,22-0,25 на акцию, что мы основываем на ожидаемом размере чистого долга на конец года \$2,65 млрд., способности компании генерировать денежные средства и необходимых тратах этого года.

Источник: оценки Альфа-Банка

Андрей Богданов
(7 095) 795-3613

Елена Роговина
(7 095) 795-3742

Операционная рентабельность и норма EBITDA по МСФО у региональных телекомов ниже, чем по РСБУ

Телекомы

В сентябре были опубликованы данные финансовой отчетности региональных телекомов за 2002 г. по МСФО, которые более достоверно отражают рентабельность по сравнению с бухгалтером по российским стандартам. Во всех случаях операционная рентабельность и норма EBITDA оказались ниже, чем соответствующие коэффициенты по РСБУ.

Илл. 10. Сравнительный анализ рентабельности региональных телекомов по МСФО, 2002 г., %

Компания	Норма EBITDA	Операционная рентабельность	Чистая рентабельность
Северо-Западный Телеком	27	11	4
Южный Телеком	28	8	3*
Сибирь Телеком	27	17	5
Волга Телеком	32	17	7
Дальний Восток Телеком	19	7	1
Уралсвязьинформ	30	16	7
Центр Телеком	29	9	0,4
Среднее	27	12	4

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Примечание: * без учета продажи Кубань-GSM

Основные различия между отчетами о прибылях и убытках по МСФО и РСБУ заключаются в следующем:

Выручка по МСФО выше за счет консолидации дочерних компаний

- Выручка по МСФО выше, т.к. согласно РСБУ компании не должны включать в отчетность данные по дочерним компаниям, даже если 100% их акций принадлежит материнской компании. По этой причине, консолидированная отчетность по РСБУ не составлялась и составляться не будет.

Более высокие амортизационные отчисления не влияют на поток денежных средств

- Амортизационные отчисления по МСФО выше за счет более высокой стоимости основных средств. Причина заключается в различных сроках эксплуатации и балансовой стоимости основных средств. Все это влияет на рентабельность, но не на денежный поток.
- Операционные расходы по МСФО обычно выше из-за более высоких затрат на оплату труда.
- На величину прибыли до налогообложения по МСФО повлияли, главным образом, более высокие процентные выплаты вследствие капитализации лизинга.



- Все эффективные ставки налогообложения региональных телекомов по МСФО за 2002 г. были очень высокими за счет значительных объемов отсроченных налоговых выплат вследствие изменений метода расчета амортизационных отчислений.

В будущем рентабельность региональных телекомов, предоставляющих также услуги мобильной связи, будет выше

Рентабельность региональных телекомов, предоставляющих также услуги мобильной связи (Уралсвязьинформ, Волга Телеком и Сибирь Телеком), оказалась выше, и в течение нескольких ближайших лет эта разница по сравнению с компаниями фиксированной связи будет только расти.

Прогнозы выручки из наших предыдущих моделей, основанных на финансовых результатах по РСБУ, весьма близки к соответствующим показателям новых моделей по той причине, что в наших прогнозах мы учитывали данные мобильной связи. Однако расходы были ниже из-за более низких амортизационных отчислений. Тем не менее, это не оказало существенного влияния на поток денежных средств.

Мы также внесли коррективы в модели, основанные на управленческой информации, полученной во время телеконференций и интернет-встреч. В самое ближайшее время мы представим отчет с новыми допущениями по модели DCF, а также новые расчетные цены и рекомендации по бумагам региональных телекомов.

Мы понижаем рекомендацию по акциям Башинформсвязи до ПРОДАВАТЬ в связи с потенциалом падением к расчетной цене на 21%

Мы хотели бы особо отметить, что понижаем рекомендацию по акциям Башинформсвязи до ПРОДАВАТЬ. После того, как в сентябре акции выросли на 16%, потенциал падения к расчетной цене \$0,08 составляет 21%. Мы считаем ценовой рост спекулятивным по своему характеру, т.к. он был вызван слухами о слиянии Башинформсвязи с компанией Волга Телеком. По нашему мнению, это произойдет не раньше 2004 г., и текущая цена явно завышена.

Исходя из уровня текущих котировок, основной рост мы видим в акциях Сибирьтелекома и ЮТК

Т.о., исходя из уровня текущих котировок, мы видим наибольший потенциал роста в акциях Сибирьтелекома и ЮТК: 38% and 43%, соответственно. Из этих двух бумаг мы отдаем предпочтение Сибирьтелекому, поскольку данная компания сильнее с точки зрения фундаментальных показателей. В то же время в краткосрочной перспективе мы не ожидаем сильного роста акций региональных телекомов. Более того, не исключено, что в этот период ряд инвесторов будут фиксировать прибыль.

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 52. 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	34,0	18,5	12,3	11,1
EV/ЕБИТДА	16,2	8,1	6,0	5,2
Капитализация, млн. \$	1 019			
EV, млн. \$	997			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 53. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Сильные балансовые показатели • Предоставляет полный набор телекоммуникационных и Интернет услуг • Альфа Груп 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. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 362	2 567	3 062	3 237
EBITDA, млн. \$	674	1 252	1 431	1 511
Чистая прибыль, млн. \$	277	536	646	678
P/E	25,6	13,2	11,0	10,5
EV/EBITDA	11,7	6,3	5,5	5,2
Капитализация, млн. \$	7 097			
EV, млн. \$	7 871			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 55. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Чрезвычайно прочное финансовое положение
- 32% регионального рынка мобильной связи

Слабые стороны

- Незначительное количество акций в свободном обращении
- Недостатки в уровне обслуживания клиентов

Возможности

- Экспансия на новые рынки

Угрозы

- Низкий ARPU новых абонентов

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 56. Основные события

Дата	Событие
3 сентября	Доля чистых подключений в Москве изменилась по сравнению с июлем за счёт доли МТС в пользу Мегафона , подтверждающая улучшение его покрытия и сильные рыночные инициативы. Доля ВымпелКома в чистых подключениях на московском рынке незначительно выросла до 51%. В регионах МТС стала определённым лидером с 444 тыс. новых абонентов, хотя эта цифра включает приобретение Сибцеллендж и Примтелефона. За счет органического роста МТС подключила 36% новых региональных абонентов, тогда как доля ВымпелКома составила 31%.
5 сентября	МТС купила Томскую Сотовую Связь (183904 абонентов, 79% регионального рынка, \$1 млн. чистого долга) за \$47 млн., или \$260 млн. на абонента. По нашим оценкам, сделка совершена по следующим коэффициентам: EV/Sales: 2.2, EV/EBITDA: 4.0. EV/абонента – \$209. Сделка будет закрыта в ближайшее время.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	768	1 311	1 704	1 847
EBITDA, млн. \$	322	542	740	813
Чистая прибыль, млн. \$	130	242	352	377
P/E	25,0	13,4	9,2	8,6
EV/EBITDA	11,8	7,0	5,1	4,7
Капитализация, млн. \$	3 244			
EV, млн. \$	3 813			
Число абонентов, '000	5 155			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 58. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Лидерство на московском рынке
- Альфа Групп в качестве стратегического инвестора

Слабые стороны

- Низкий ARPU новых абонентов

Возможности

- Выход на рынки оставшихся регионов и Украины
- Уменьшить плату за интерконнект в связи со структурными изменениями на московском рынке связи

Угрозы

- Поздний выход на оставшиеся рынки

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 59. Основные события

Дата	Событие
11 сентября	По словам министра связи может быть создан третий мобильный оператор, если ВымпелКом и Мегафон сольются. Министр связи Леонид Рейман сделал два важных заявления. Во-первых, он не видит никаких препятствий перед слиянием ВымпелКома и Мегафона, хотя если это произойдёт, он поддержит создание третьего федерального оператора. Во-вторых, он не исключил возможность приватизации Связьинвеста в 2003 г. Мы считаем, что первое заявление Реймана означает начало прояснения ситуации с акционерами Мегафона. В то же время, мы сохраняем наше мнение по продаже Связьинвеста и полагаем, что время поведения этой сделки зависит от наличия потенциального покупателя. В частности, недавно глава Системы Телеком Владимир Лагутин заявлял, что Система намерена участвовать в приватизации Связьинвеста, возможно в альянсе с Телекоминвестом.
24 сентября	ВымпелКом выкупил оставшиеся 10% Ставтелесота (260 тыс. абонентов, 60% рынка региона) за \$4,27 млн. (по \$164 на абонента) у компании Колидия. Последняя, в свою очередь, получила эти акции от Южтелекома. Сделка нейтральна для цен акций ВымпелКома, так как это событие ожидалось, но положительно для чистой прибыли компании, так как после консолидации она уменьшит интерес меньшинства.

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	418	510	607	636
EBITDA, млн. \$	191	242	299	295
Чистая прибыль, млн. \$	58	95	130	125
P/E	17,9	11,0	6,7	7,0
EV/EBITDA	5,3	4,2	3,4	3,4
Капитализация, млн. \$	980			
EV, млн. \$	1 015			
Используется линий, '000	4 040			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-банка

Ростелеком

Илл. 62. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	845	1 004	1 244	1 298
EBITDA, млн. \$	352	396	416	416
Чистая прибыль, млн. \$	37	102	139	111
P/E	44,1	16,1	11,8	14,8
EV/EBITDA	3,9	3,5	3,3	3,3
Капитализация, млн. \$	1 518			
EV, млн. \$	1 381			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 61. 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. 63. 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. 64. Основные события

Дата	Событие
12 сентября	Ростелеком пересмотрит свою систему расчётов с региональными операторами за трафик международной связи. На данный момент, выручка от международной связи делится пополам между МРК и Ростелекомом, новый вариант предусматривает поминутную оплату, как в расчётах по междугородней связи. Причиной пересмотра стало изменение структуры выручки от входящего и исходящего международного трафика за последние годы: в результате роста выручки от исходящего трафика совместно с низким уровнем выручки от входящего, общий уровень выручки, получаемой Ростелекомом, сокращается. Компания не хочет терять выручку растущего сегмента исходящего трафика международной связи.
22 сентября	Генеральный директор Ростелекома Сергей Кузнецов по решению Связьинвеста может стать генеральным директором Северо-западного Телекома вместо Александра Сысоева. Этот вопрос включён в повестку дня собрания Совета Директоров СЗ Телекома 3 октября. По утверждению газеты, Ростелеком сейчас подыскивает нового ген. директора и у него уже есть несколько кандидатур. Мы полагаем, что эта новость может негативно отразиться на акциях Ростелекома в коротком периоде в свете создаваемой ей неопределённости. Однако, будущий эффект будет нейтральным если текущая управленческая команда останется.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA

(7 095) 795-3736

Наталья Шевелёва

(7 095) 795-3725

Резкий скачок производства труб в России на 18%

Металлургия

За семь месяцев текущего года в России был отмечен существенный рост производства трубной продукции: на 18% по сравнению с тем же периодом прошлого года до 3,42 млн. т. Резкий скачок спроса на рынке труб объясняется, главным образом, тем, что нефтегазовые компании увеличили объем капитальных затрат. Больше других выиграли производители труб большого диаметра и обсадных труб, выпуск которых вырос соответственно на 27% и 26%. Лидерами роста в отрасли стали Челябинский трубопрокатный завод (ЧТПЗ) и Выксунский завод, которым удалось за 1 полугодие этого года произвести на 42% и 25% больше трубной продукции соответственно. Обе компании повысили свои финансовые



показатели в 1 полугодии за счет расширения производства, а также скачка цен в среднем почти на 23%.

Илл. 65. Отчеты о прибылях и убытках ЧТПЗ и ВМЗ, РСБУ

	ВМЗ			ЧТПЗ		
	1 пол. 2002	1 пол. 2003	Изменение	1 пол. 2002	1 пол. 2003	Изменение
	\$ млн	\$ млн	%	\$ млн	\$ млн	%
Выручка	174,4	273,5	57	108,1	192,5	78
Операционная прибыль	17,8	44,1	148	11,1	17,1	54
Прибыль до налогообложения	9,7	35,2	165	5,2	9,8	88
Чистая прибыль	7,3	25,8	255	5,2	6,9	34
Операционная рентабельность, %	10,2	16,1	58	10,3	8,9	-13
Чистая рентабельность, %	4,2	9,4	126	4,8	3,6	-25

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Мы повышаем расчетную цену акций ЧТПЗ и ВМЗ до \$0,33 и \$155 соответственно

Мы полагаем, что по итогам текущего года объем продаж ЧТПЗ и ВМЗ увеличится на 55% и 40% за счет роста производства на 35% и 23%, соответственно. Принимая во внимание финансовые и производственные показатели этих компаний за 1 полугодие этого года, мы повышаем расчетную цену до \$0,33 и \$155 за акцию, соответственно. Кроме того, мы подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции ВМЗ и изменяем рекомендацию по акциям ЧТПЗ с ДЕРЖАТЬ до ПОКУПАТЬ.

После покупки Лензолота Норильский Никель войдет в десятку ведущих производителей золота в мире

В сентябре Норильский Никель увеличил приходящуюся на него долю золотодобывающей отрасли за счет покупки 45% акций ОАО Лензолото, одного из крупнейших производителей золота в России. В результате сделки ГК Норильский Никель увеличит активы по производству золота, и суммарный объем производства золота компанией в этом году должен достичь 1,3 млн унций (41 т). На долю Полюса придется 63%, а доля Лензолота составит 25% от этой величины. Если в этом году предприятиям, находящимся под контролем Норильского Никеля, удастся выйти на эти показатели, ГК войдет в десятку ведущих производителей золота в мире.

Мы повышаем справедливую цену акции Норильского Никеля до \$48 и подтверждаем рекомендацию ДЕРЖАТЬ

По нашим оценкам, за счет инвестиций в активы золотодобывающих компаний Норильский Никель сможет увеличить выпуск золота с 41 т в 2003 г. до почти 90 т к 2010 году. В результате, доля поступлений от продажи золота в выручке компании возрастет с 8% в текущем году до 21% в 2010 году. По нашему мнению, реализация стратегии, направленной на наращивание темпов производства золота, позволит Норильскому Никелю стабилизировать выручку и довести среднюю норму EBITDA до 40% в 2004-2010 гг. Согласно пересмотренной модели DCF, стоимость Норильского Никеля должна составлять \$10,3 млрд или \$48 за акцию. Поэтому мы повышаем справедливую цену акции компании с \$42 до \$48 и подтверждаем рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

Мы полагаем, что на динамику котировок будут влиять такие факторы, как опубликование сведений о принадлежащих ГК запасах цветных металлов (международный аудит должен завершиться в конце октября – начале ноября), а также внесение поправок в Закон «О государственной тайне», что позволит раскрыть данные о производстве и запасах металлов платиновой группы.

Норильский Никель

Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	3 094	4 348	4 252	4 020
ЕБИТДА, млн. \$	1 195	1 891	1 800	1 575
Чистая прибыль, млн. \$	315	997	948	773
P/E	32,8	10,4	10,9	13,4
EV/ЕБИТДА	8,8	5,6	5,8	6,7
Капитализация, млн. \$	10 332			
EV, млн. \$	10 499			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 67. 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. 68. Основные события

Дата	Событие
17 сентября	Норильский Никель приобрёл 45% Лензолота на аукционе за 4,7 млн. руб. (\$153 млн.). В августе Министерство Государственного Имущества объявило аукцион по продаже 44,9% акций (58,5% голосов) ОАО Лензолото, одного из крупнейших производителей золота в России (9,3 т золота в 2002 г.) Запасы компании составляют около 200 т (6,4 млн. унций) рассыпного золота и около 106 т рудного золота (3,4 млн. унций). Начальная цена была установлена на уровне 1056 млн. руб. (\$35 млн.) Норильский Никель заплатил \$153 млн. за 45%-ный пакет, что даёт оценку Лензолота по EV/Запасы \$35/унция (дисконт 30% к средней по российским производителям золота \$50/унция) и по EV/Добыча \$1160/унция (дисконт 52% к средней \$2440/унция).

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 965	2 306	2 281	2 210
ЕБИТДА, млн. \$	487	717	673	589
Чистая прибыль, млн. \$	178	361	315	245
P/E	13,5	6,7	7,6	9,8
EV/ЕБИТДА	5,1	3,5	3,7	4,2
Капитализация, млн. \$	2406			
EV, млн. \$	2481			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 70. 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. 71. Основные события

Дата	Событие
16 сентября	Северсталь может принять участие в приватизационном конкурсе на 79,5% в венгерском производителе стали компании Dunafer Rt. В 2002 венгерская компания произвела около 1,6 млн. тонн стали, продажи компании составили около \$400 млн., и чистый убыток составил \$20 млн. Тем не менее, по информации компании, Dunaferg была прибыльной в первом полугодии 2003 (чистая прибыль составила \$8.3 млн.). Приватизационное агентство (APV) намерено завершить приватизацию группы в декабре. По условиям тендера покупатель должен предложить инвестиционную программу на сумму не менее \$280 млн.
17 сентября	Северсталь отчиталась за 2002 г. по МСФО (консолидированная отчетность). Выручка выросла на 13% благодаря успешному восстановлению глобального рынка стали в 2002. Северстали удалось увеличить выручку от экспорта на 31% до \$1,1 млрд., тогда как выручка от внутренних продаж осталась на прежнем уровне \$1,1 млрд. В результате доля экспорта в выручке компании увеличилась с 42% в 2001 г. до 49% в 2002 г. Эффективный контроль над издержками позволил Северстали улучшить операционную прибыльность с всего 5% в 2001 г. до 13% в 2002 г., тогда как мы ожидали прибыльность на уровне 11%. Норма чистой прибыльности в прошлом году достигла хорошего уровня 8%, что также превысило наш прогноз 7%.

Источник: оценки Альфа-Банка



Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Павел Соколов
(7 095) 795-3735

АвтоВАЗ будет уделять больше внимания реализации запчастей...

...и введет единые цены для конечных потребителей

АвтоВАЗ будет единственным оптовым продавцом своих автомобилей

«Силловые машины» проводят обмен акций миноритариев

Машиностроение

В сентябре АвтоВАЗ объявил о двух решениях, направленных на увеличение выручки. Во-первых, компания будет уделять больше внимания рынку запчастей. Для этого будет сокращено число звеньев в транспортной цепочке и организована кампания против поставщиков контрафактной продукции (скорее всего, компания будет наносить на свою продукцию специальные знаки качества). В 2003 г. АвтоВАЗ планирует реализовать запчасти на сумму \$260-290 млн., что составит 6-7% его оцениваемой совокупной выручки. По данным компании, благодаря этим мероприятиям выручка от реализации вырастет в 2004 г. на \$16-32 млн. (0,3-0,7% прогнозной совокупной выручки при росте выручки от запчастей на 6-11%).

Во-вторых, АвтоВАЗ реорганизует сбытовую сеть и ужесточает требования к дилерам. Несколько месяцев назад завод ввел единые расценки для дилеров, а теперь собирается ввести еще и единую цену для конечных потребителей. Дилеры пока еще не обязаны работать по этим ценам, однако в последующем им придется сократить свою торговую наценку к оптовой цене до 7%.

В настоящее время дилеры завода разделены на три группы. В зависимости от группы дилеры обязаны продавать от 2400 до 600 автомобилей в год. К дилерам, входящим в первую группу, предъявляются самые строгие требования по качеству услуг: они должны предоставлять услуги по ремонту (в т.ч. покраску и кузовные работы), проводить предпродажную подготовку и иметь крытый демонстрационный зал. Дилеры, входящие во вторую и третью группы, могут покупать автомобили только у дилеров первой группы. Эти мероприятия, а также введение единой цены для дилеров помогут АвтоВАЗу «отнять» выручку от 2%-ной оптовой наценки, которую сейчас выставляют перепродавцы на т.н. «Тольяттинской площадке».

Мы внимательно проанализируем финансовые показатели компании за 2003 г. на предмет эффективности этих мер. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ и расчетную цену \$27 за акцию.

Холдинг «Силловые машины» проводит обмен акций миноритарных акционеров его дочерних предприятий на собственные акции. Компания предложила миноритарным акционерам обменять акции ЛМЗ на акции «Силловых машин» в соотношении 1:70, Электросилы – в соотношении 1:71 и ЗТЛ – 1:200. Акционеры ЛМЗ, Электросилы и ЗТЛ должны проголосовать по этому вопросу на своих внеочередных собраниях, запланированных на октябрь. Акционеры, не желающие участвовать в обмене, смогут продать свои бумаги «Силловым машинам» на условиях, указанных в Илл. 72. Если исходить из того, что в настоящее время «Силловым машинам» принадлежит 78,2% ЛМЗ, 75% Электросилы и 76,89% ЗТЛ (по данным газеты «Ведомости») и что в обмене примут участие все миноритарные акционеры, холдингу понадобится для обмена 767 млн акций. После обмена в собственности миноритариев будут находиться 12,6% акций «Силловых машин». Для облегчения конвертации «Силловые машины» предполагают использовать акции допэмиссии в объеме 812 млн, за которую акционеры должны проголосовать на внеочередном собрании 24 октября.



Илл. 72. Условия обмена акций

	Цена выкупа	Козфф. обмена	Внеочередн. собрание	Предыдущий коэфф. обмена *	Предыдущ. цена выкупа
ЛМЗ	\$3.01	1:70	23 октября	1:1320	\$1.42
Электросила	\$3.053	1:71	29 октября	1:840	\$2.21
ЗТЛ	\$8.60	1:200	22 октября		\$7.95
	Расчетная цена				
«Силловые машины»	\$0.043		24 октября		

Примечание: * после конвертации было осуществлено дробление акций в соотношении 100000:1

Источник: отчеты компаний

Поскольку предложенная цена выкупа ниже текущих котировок Электросилы (\$5,75/\$6,98) и ЛМЗ (\$5,5/\$7,0), миноритарные акционеры будут вынуждены либо обменять свои акции на акции «Силловых машин» либо продать их на вторичном рынке.

Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 73. 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	16,4	13,7	11,7	14,1
EV/ЕБИТДА	4,8	4,6	4,1	4,4
Капитализация, млн. \$	277			
EV, млн. \$	298			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 74. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • Низкая рентабельность (норма чистой прибыли в 2002 – 4%) • Недостаток квалифицированной рабочей силы
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Развитие основного бизнеса в результате реструктуризации, инвестиции в 2001-2005 гг. – 230 млн. долл. • Выход на новый сегмент рынка (плавучие буровые платформы)
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка

Александр Свинов
(7 095) 795-3745

Смешанные показатели за 1П03 отражают рост ВБД и сохраняющуюся проблему высоких расходов

Пищевая промышленность и розничная торговля

Финансовые показатели Вимм-Билль-Данна (ВБД) за 1П03 были неоднозначны. Продажи росли быстрыми темпами (на 17,3% по сравнению с тем же периодом прошлого года) благодаря общему подъему рынка (почти на 9%) и доминирующей позиции компании. Однако, коммерческие расходы и затраты на оплату труда увеличились на 34%, поглотив практически весь рост доходов. Хотя, частично, такой итог является следствием стремительного роста компании в течение последних двух лет, он также свидетельствует о том, что ей вряд ли удастся существенно сократить расходы в среднесрочной перспективе. Поэтому мы понижаем расчетную цену акции компании до \$21,7, но при этом подтверждаем рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

Положительной новостью является заявление руководства ВБД о покупке завода по производству бутилированной минеральной воды «Ессентуки». Благодаря новому заводу выручка ВБД увеличится менее чем на 5%, однако, компания сможет выгодно использовать ценную торговую марку «Ессентуки», одну из самых популярных в советское время. На ее долю до сих пор приходится 12% московского и 4% петербургского рынков минеральной воды.

Результаты Сан-Интербрю за 1П03 могут превысить сред-неотраслевые показатели

Компания Сан-Интербрю объявила о намерении приобрести или построить еще один пивоваренный завод в Восточной или Западной Сибири. Если это произойдет, производство пива этой компании в России возрастет не менее чем на 10-15%. Этот шаг положительно скажется на деятельности Сан-Интербрю, т.к. проблема отсутствия мощностей затрудняют дальнейший рост компании. Мы ожидаем положительных данных финансовой отчетности за 1 полугодие текущего года, которые должны быть опубликованы 30 сентября.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 75. 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	23,1	20,2	13,5	9,9
EV/EBITDA	10,6	9,4	6,8	5,4
Капитализация, млн. \$	825			
EV, млн. \$	897			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 76. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Ведущий российский производитель соков и молочной продукции • Обширная дистрибуторская сеть
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Низкий уровень загрузки мощностей на ряде региональных заводов • Приобретаемые предприятия требуют модернизации для обеспечения уровня качества
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Выход на новые ниши (бутилированная вода, сыр) увеличит продажи • Сотрудничество с молочными фермами обеспечит стабильные поставки молока
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Нехватка сырого молока для производства молочной продукции • Усиление конкуренции со стороны международных и российских компаний

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 77. Основные события

Дата	Событие
2 сентября	Вимм-Билль-Данн (ВБД) опубликовал слабые результаты за 1П03. Выручка в 1П03 выросла на 17,3% до \$472,6 млн. год-к-году, что практически соответствовало нашему прогнозу. Рост выручки был обусловлен ростом выпуска молочных продуктов на 8,7% и соков на 19,6%. Валовая прибыль выросла с теми же темпами, что и выручка, и валовая рентабельность возросла на 0,1 п.п. до 30,3%. Результаты, однако, пострадали от роста операционных затрат, в частности, от маркетинговых и рекламных (\$22,1 млн. в 1П03), затрат на заработную плату (\$18 млн. в 1П03, + 29% г-к-г), затрат на транспортировку (\$14,5 млн., +18,5%) и убытков от списания сомнительных долгов (\$5 млн.). Большая часть этих затрат связана с быстрым ростом компании. Вимм-Билль-Данн объясняет рост затрат по списанию сомнительных долгов переходом к более консервативной политике бухгалтерского учета, в то время как сомнительные долги за 1П02 составили примерно \$0,2 млн.
9 сентября	Вимм-Билль-Данн (ВБД) завершил приобретение ООО «Целебный источник» (компания, разливающей Эссенуки) и ООО «Гейзер» (владельца скважин с этой минеральной водой). «Эссенуки» – хорошо известная марка советского периода, которая, по оценкам, занимает 12% московского и 4% питербургского рынков бутилированной минеральной воды. Стоимость приобретения Эссенуков – \$4,1 млн. или по \$16,2 за гл мощности, что в три раза выше, чем расходы на строительство собственного завода ВБД, открытого в Новгородской области в этом году (\$5,3/гл). Тем не менее, мы полагаем, что этот шаг может заметно усилить позицию ВБД на рынке бутилированной воды, если компания сумеет защитить свои права на торговую марку. Сейчас, в районе розлива Эссенуков, работает несколько компаний, разливающих воду под этим брэндом. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ и расчётную цену \$21,7.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 78. 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	11,0	11,0	10,5	10,2
EV/EBITDA	6,7	6,2	5,8	5,6
Капитализация, млн. \$	1 506			
EV, млн. \$	1 572			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 79. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Отсутствие полностью интегрированной дистрибьюторской сети
- Низкая ликвидность и незначительный объем 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. 80. 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	Н/З	62,9	23,0	16,3
EV/EBITDA	10,7	8,0	6,5	5,5
Капитализация, млн. \$	601			
EV, млн. \$	755			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 81. 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. 82. Основные события

Дата	Событие
10 сентября	Джо Стрелла, генеральный директор SUN Interbrew, официально заявил, что компания намерена увеличить объём производства путём покупки заводов – на данный момент рассматривается покупка двух пивоварен мощностью до 1 млн. гл. Каждая. Эти приобретения (если они произойдут), без сомнения будут положительны для компании так как позволят справиться с проблемой нехватки мощностей в Сибири, где потребление пива на человека ниже среднего, что создаёт пространство для роста.

Источник: оценки Альфа-Банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 83. 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	12,90	10,57	9,21	8,35
EV/EBITDA	6,60	5,64	4,89	4,50
Капитализация, млн. \$	117			
EV, млн. \$	105			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 84. 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

Банковский сектор

Вступление России в ВТО ускорит банковскую реформу, которая важна для получения страной инвестиционного статуса в 2004 г.

17 сентября Дума одобрила в первом чтении закон о страховании депозитов. На наш взгляд, эта неожиданная новость тесно связана с переговорами о вступлении России в ВТО (см. раздел «Макроэкономика»), а также с желанием правительства произвести впечатление на международные рейтинговые агентства. Ходят слухи, что вскоре агентство Moody's может пересмотреть суверенный рейтинг России, приблизив его к инвестиционному статусу. Кроме того, ходят слухи и о возможности повышения рейтинга на два пункта еще до конца года. Тем не менее, мы считаем это гораздо менее вероятным, поскольку ключевым фактором оценки рейтинговыми агентствами перспектив реформы станет состав новой Государственной Думы.

Вскоре можно ожидать либерализации рынка акций Сбербанка

Ускорение переговоров о вступлении России в ВТО придаст столь необходимый импульс процессу либерализации банковского сектора, что является хорошей новостью для акционеров Сбербанка. Либерализация рынка банковских акций с точки зрения участия в нем нерезидентов, которая первоначально ожидалась в 2002-2003 гг., была отложена именно из-за предыдущего провала переговоров по ВТО. Новый предельный срок для вступления России в ВТО ускорит весь процесс реформы банковского и финансового сектора, включая ужесточение контроля над банковским сектором и принятие схемы страхования депозитов. Это послужит важным аргументом в пользу присвоения России инвестиционного рейтинга уже в 2004 г.

Более конкурентная деловая среда заставит Сбербанк сократить расходы; его приватизации не ожидается

Что касается банковской реформы, то более конкурентная деловая среда в конце концов заставит Сбербанк сократить расходы. Мы ожидаем, что в 2005 г. начнет сокращаться его сеть, насчитывающая 20000 банковских отделений. Более скептически мы оцениваем возможность скорой продажи стратегическому инвестору государственного пакета (61% акций Сбербанка).

Сбербанк

Илл. 85. 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	5,1	4,2	4,3	4,3
Капитализация, млн. \$	5 074			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 86. 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 подорвать монополию на вклады пенсионеров
- Страхование депозитов увеличит стоимость их обслуживания на 10%

Источники: оценки Альфа-банка

**Валентина Крылова**

(7 095) 795-3742

Екатерина Леонова

(7 095) 785-9678

В сентябре котировки российских облигаций выросли на 1-4% вслед за КО США

В октябре российские облигации вырастут в пределах 3% благодаря высоким ценам КО США и ожиданиям повышения рейтинга РФ

Рынок облигаций

Массированные продажи облигаций в конце августа – начале сентября привели к тому, что казначейские обязательства США достигли неоправданно низких ценовых уровней. В частности, доходность долговых обязательств со сроком обращения 10 лет достигла отметки 4.6%, которую инвесторы посчитали привлекательной для покупки. В результате, начиная с 4 сентября, на американском долговом рынке установился уверенный восходящий тренд, поддерживаемый следующими факторами:

1. Представители ФРС неоднократно подтверждали свое намерение сохранить низкий уровень процентных ставок, по меньшей мере, до следующего года.
2. Спрос при размещении 5-летних американских облигаций на аукционе 10 сентября и 2-летних долговых обязательств на торгах 24 сентября оказался неожиданно высоким. Это вселило надежду в инвесторов, которые опасались, что рынок не сможет поглотить возросший объем предложения американских бумаг.

Котировки российских облигаций, которые изменяются вслед за ценами казначейских обязательств, тоже значительно выросли. Дополнительным позитивом стали внутренние новости. В частности, МВФ повысил прогноз роста ВВП в России в текущем году с 4 до 6%, а Дума РФ приняла закон о страховании вкладов в первом чтении. Инвесторы восприняли эту новость как признак активизации реформ в банковском секторе. Решение ОПЕК о сокращении квот на добычу также поддержало положительное настроение инвесторов. В результате, к концу сентября котировки российских долговых бумаг выросли на 1-4%.

Ни заседание Комитета по открытому рынку ФРС 16 сентября, ни совещание в ЦБ Бразилии 17 сентября не принесли никаких неожиданностей. Процентные ставки ФРС США не изменились, а ключевая в Бразилии ставка «Selic» была снижена на 200 п.п. до 20%, что соответствовало ожиданиям инвесторов.

По нашим оценкам, в октябре сохранится высокий уровень цен казначейских обязательств США, что будет поддерживать котировки российских долговых инструментов. Однако угрозу для долгового рынка могут представлять следующие факторы:

1. Решение правительства Японии отказаться от политики слабой йены вызовет массовые продажи американских и российских облигаций. В течение последних нескольких месяцев Япония покупала большой объем долларов с целью ослабления йены. Часть этих средств была инвестирована в казначейские обязательства США, что удерживало их цены на высоком уровне.
2. Неудачное размещение 5-летних американских облигаций 6 октября. Спрос на аукционе сохраняет свое значение в качестве важного индикатора интереса инвесторов к американским долговым бумагам.
3. Вряд ли следует ожидать сюрпризов от заседания Комитета по открытому рынку США, намеченного на 28 октября. Тем не менее, малейшие признаки смены направленности кредитно-денежной политики в текущем году могут иметь психологическое воздействие на рынок и вызвать обвал цен облигаций.

Если не будет отрицательных новостей, российские облигации вырастут в пределах 3%. Интерес к России по-прежнему высок, и возможное повышение суверенного рейтинга РФ агентством Moody's улучшит мнение инвесторов.



Илл. 87. Основные события

Дата	Событие
1 сентября	В сентябре выплаты России по внешнему долгу составят \$1 млрд.
2 сентября	Агентство S&P повысило долгосрочный рейтинг нескольких российских банков. Рейтинг Альфа-Банка вырос на один пункт до уровня «В».
4 сентября	Банк России снял все ограничения на вывод средств со счетов типа «С». В то же время доступ на российский долговой рынок остается закрытым (действует ограничение на приток капитала). По оценкам Зам. Председателя ЦБР Константина Корищенко, в настоящее время остатки по счетам типа «С» составляют порядка 50 млрд руб. (\$1,6 млрд).
10 сентября	Размещение американских облигаций со сроком обращения 5 лет привлекло внимание инвесторов. Результаты торгов были весьма обнадеживающими. Спрос был высоким, что успокоило инвесторов и вызвало резкий рост цен КО США и, как следствие, российского долга. Размещение 10-летних американских облигаций 10 сентября прошло менее успешно, что остановило дальнейший подъем котировок.
16 сентября	Результаты заседания Комитета по открытому рынку США ФРС не принесли никаких неожиданностей и оказали нейтральное воздействие на рынок. Ключевая ставка была оставлена без изменений на самом низком с 1958 г. уровне, составляющим 1%. Более того, представители Комитета отметили в последующих заявлениях, что текущие ставки меняться не будут в течение длительного времени. Как и раньше, основное беспокойство инвесторов вызывает нестабильность рынка труда США.
16 сентября	Газпром разместил выпуск 7-летних еврооблигаций объемом €1 млрд. Размещение прошло без премии к рынку (доходность составила 7,8%), при этом спрос превысил объем выпуска почти в три раза. Неудовлетворенный спрос был частично инвестирован в российский рынок, что вызвало рост котировок большинства корпоративных бумаг.
16 сентября	Агентство Fitch присвоило Газпрому долгосрочный рейтинг на уровне «BB», прогноз стабильный.
17 сентября	Решение ЦБ Бразилии относительно ключевой ставки «Selic» соответствовало ожиданиям рынка и не оказало никакого влияния на развивающиеся рынки. Ставка была снижена на 200 п.п. до 20%.
17 сентября	Агентство Fitch повысило долгосрочный рейтинг Альфа-Банка с уровня «В+» до уровня «В».
19 сентября	«ЕвразХолдинг» разместил 3-летние еврооблигации объемом \$150 млн под доходность 9,125% годовых. Спрос на облигации превысил предложение в 1,6 раз, что свидетельствует о значительном интересе инвесторов к России. Банк ING является лид-менеджером выпуска.
22 сентября	G7 призвала страны проводить более гибкую валютную политику. Это вызвало падение цен КО США. Страны Азии являются крупнейшими держателями американских облигаций. В частности, Япония скупала доллары, чтобы ослабить йену, и инвестировала часть этих средств в американский долговой рынок. Краткосрочные продажи облигаций были вызваны опасениями, что Япония может сократить объем покупок долговых обязательств США.
22 сентября	Аргентина обнародовала детали реструктуризации своего долга. Предложение списать 75% долга, составляющего почти \$100 млрд, вызвало резкое недовольство инвесторов, которые ожидали 70%-ного списания в самом худшем случае.
23 сентября	Правительство Турции заключило соглашение с США о кредитной линии на 10 лет объемом \$8,5 млрд в дополнении к \$16 млрд, которые предоставит МВФ. Эта новость вызвала ралли турецких облигаций, однако не повлияла на цены на российском долговом рынке, которые по-прежнему следуют динамике котировок КО США.
24 сентября	Спрос при размещении 2-летних американских облигаций достиг рекордного уровня за последний год. Это свидетельствует о значительном интересе инвесторов к долговым обязательствам США. Результаты аукционы стимулировали резкий скачок цен на долговом рынке.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 88. Динамика валютных облигаций на 25 сентября 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: вблизи исторического максимума

Илл. 89. Индекс РТС – основные технические характеристики

Индекс	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Месячный диапазон (1-30 сентября)
		Краткосрочный	Долгосрочный					
РТС	ПОКУПАТЬ	572	Нейтральный	Бычий	C4 600,00	Психологический	П1 553,97	Откр. 536,16 Макс. 568,97 Мин. 531,23 Закр. 566,62
	РАСЧЕТНЫЙ	665			C3 571,66	Историч. максимум	П2 544,95	
	УРОВЕНЬ				C2 562,44	Максимум 19.08.03	П3 538,73	
	СТОП-LOSS	550			C1 558,78	100% FiboE	П4 521,75	

Источник: оценка Альфа-Банка

- В сентябре индекс РТС продолжил поступательное движение к историческому максимуму 571,66 пункта и достиг нашего долгосрочного технического расчетного уровня 558 пунктов (смотрите наш майский ежемесячный обзор рынка «Май: поспешая медленно»)
- Мы полагаем, что индекс РТС имеет неплохие шансы для достижения нашего нового долгосрочного технического расчетного уровня 665 пунктов еще до конца этого года
- Мы ожидаем, что индекс РТС будет тестировать отметку 572 в начале октября 2003 г.
- Мы советуем инвесторам **ОТКРЫВАТЬ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** в случае прорыва выше исторического максимума 1997 г. по 572 с долгосрочной целью 665; рекомендованный уровень защитной остановки (sell-stop) для спекулянтов – 550

Илл. 90. Индекс РТС – Месячные технические характеристики по состоянию на 1 октября 2003 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

Классический технический анализ

Индекс РТС достиг нашего долгосрочного технического расчетного уровня 558 в сентябре после завершения «двойной коррекции» растянутой пятой волны Эллиота

Впреки нашим ожиданиям, в сентябре индекс РТС продолжил поступательное движение к историческому максимуму с 1997 г. на уровне 571,66 и достиг нашего долгосрочного технического расчетного уровня 558 (смотри часть технического анализ «Индекс РТС: новый технический расчетный уровень – 558» в нашем майском ежемесячном обзоре рынка, озаглавленном «Май: поспешая медленно»). Этот подъем произошел после имевшей место «двойной коррекции» растянутой пятой волны Эллиота вместо ожидаемой трехволновой корректировки на РТС. Под этим



явлением понимают трехволновое падение цен до уровня исходной точки растяжения после того, как растяжение пятой волны завершилось. Затем следует оживление, в ходе которого цены возвращаются к вершине растянутой волны. От этой точки тенденция роста либо возобновляется, либо образует вершину рынка – в зависимости от ее места в более высоком по иерархии рыночном цикле. Мы указывали на возможность реализации такого сценария в нашем предшествующем ежемесячном сентябрьском обзоре рынка, озаглавленном «Сентябрь: пристегнуть ремни!».

Наш новый долгосрочный технический расчетный уровень на РТС – 665

С позиции классического технического анализа индекс РТС прорвал вверх долгосрочную линию сопротивления на Илл. 90, проведенную через месячные максимумы, еще в августе, и остался выше ключевого уровня поддержки 538, заданного ее текущим значением, в сентябре. Это – очень сильный бычий сигнал, за которым может последовать прорыв выше уровня исторического максимума с 1997 г. и новая волна роста на РТС к нашему новому техническому расчетному уровню 665. Методика расчета проста и понятна без комментариев из Илл. 90. Следует отметить также и вероятность ложного прорыва выше 572 с последующим падением к уровню 540.

Краткосрочный тренд и циклы

Краткосрочный тренд индекса РТС пока нейтральный

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 91 прошла свой локальный максимум вблизи 560 и в настоящее время движется вниз под небольшим углом наклона, по-прежнему находясь выше медленной адаптивной скользящей средней (АМА), что указывает на нейтральный или боковой краткосрочный тренд. Быстрая адаптивная линия тренда (ATL) сформировала новое локальное «дно» несколько дней назад и возобновила рост. 29 сентября быстрая адаптивная линия тренда (ATL) вновь пересекла быструю адаптивную скользящую среднюю (АМА) снизу вверх.

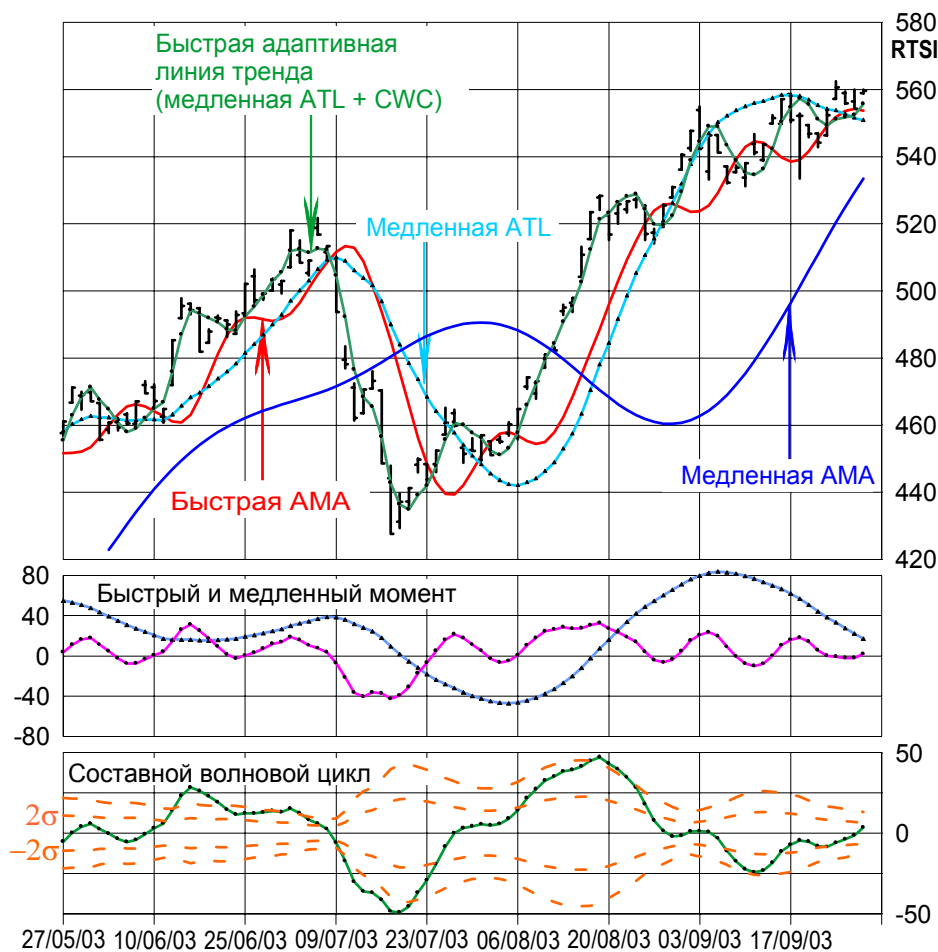
Медленный момент понижается, приближаясь к нулевому значению

Тот факт, что быстрая ATL снова находится выше быстрой АМА означает, что быстрый момент снова стал положительным, а это, в свою очередь, увеличивает шансы на возобновление роста на РТС. Медленный момент в средней части Илл. 91 миновал свой локальный максимум в зоне положительных значений достаточно давно и в настоящий момент приближается к нулевому уровню, что сигнализирует либо о скором переломе преобладавшей до сих пор бычьей тенденции, либо только о продолжающейся фазе консолидации на РТС. Сценарий консолидации предполагает формирование локального минимума медленного момента вблизи нулевой отметки с последующим возобновлением его роста.

Краткосрочный CWC находится в фазе роста в нейтральной области

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 91 сформировал модель «перевернутая голова и плечи» и в настоящее время находится в фазе роста в нейтральной области. Новая фаза роста краткосрочного CWC сопровождается резким уменьшением его собственной волатильности, что следует считать предпосылкой начала сильного движения индекса РТС в ближайшее время.

Илл. 91. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 29 сентября 2003 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд на РТС остается бычьим

Долгосрочный тренд на РТС остается бычьим с декабря 2002 г., так как медленная адаптивная линия тренда (ATL) продолжает восходящее движение (см. Илл. 92) после значительной, на кратковременной технической коррекции к 427, которая имела место в июле. В настоящее время все технические индикаторы в верхней части Илл. 92 снова направлены вверх, включая быструю адаптивную линию тренда, что надо рассматривать как подтверждение долгосрочной бычьей тенденции.

Медленный момент движется вбок в области положительных значений, что подтверждает долгосрочный бычий тренд на РТС

Медленный момент в средней части Илл. 92 продолжает двигаться вбок, находясь в зоне положительных значений, что указывает на сохранение устойчивого спроса со стороны долгосрочных инвесторов на российские акции. Быстрый момент прошел свой локальный максимум в области положительных значений несколько недель назад и в настоящий момент понижается, находясь вблизи нулевого уровня. В то же самое время линия быстрого момента демонстрирует заметное замедление в своем падении, что также можно рассматривать как предпосылку приближающейся новой долгосрочной фазы роста на РТС.

Долгосрочный составной волновой цикл замедляет свое падение

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) сформировал новую вершину в сильно перекупленной зоне вблизи уровня плюс два сигма, и пока продолжает снижение в тандеме с индикатором быстрого момента. И, так же как и быстрый момент, долгосрочный CWC демонстрирует видимое замедление в своем падении. Мы ожидаем, что долгосрочный CWC возобновит свой рост одновременно с быстрым недельным момен-



том, что должно привести к началу новой волны долговременного роста на РТС.

Илл. 92. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 29 сентября 2003 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Уровни поддержки и сопротивления

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС даны на Илл. 89 и Илл. 90. Основной уровень сопротивления – это, безусловно, исторический максимум в 571,66. Ключевой уровень поддержки – 538.

Потенциал роста и падения

Учитывая конъюнктуру российского фондового рынка и приведенные выше технические индикаторы, мы делаем следующие выводы:

1. Вопреки нашим ожиданиям, в сентябре индекс РТС продолжил поступательное движение к историческому максимуму в 571,66 и достиг нашего долгосрочного технического расчетного значения 558 (смотри часть технического анализ «Индекс РТС: новый технический расчетный уровень – 558» в нашем майском ежемесячном обзоре рынка, озаглавленном «Май: поспешая медленно»). Этот подъем произошел после имевшей место «двойной коррекции» растянутой пятой волны Эллиота вместо ожидаемой трехволновой корректировки на РТС. Мы указывали на возможность реализации такого сценария в нашем предшествующем ежемесячном сентябрьском обзоре рынка, озаглавленном «Сентябрь: пристегнуть ремни!». Наш новый технический расчетный ориентир на РТС равен 665.

Основной уровень сопротивления на РТС равен 571,66

После достижения нашего предыдущего ориентира 558 мы подняли наш долгосрочный расчетный уровень для индекса РТС до 665



Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ по 572 при техническом расчетном уровне 665

2. Мы полагаем, что индекс РТС имеет неплохие шансы для достижения нашего нового долгосрочного технического расчетного уровня 665 еще до конца этого года. Более реалистичный сценарий подразумевает достижение этого уровня в начале следующего года.
3. Наш краткосрочный взгляд на динамику индекса РТС варьируется от нейтрального до умеренно бычьего. Мы ожидаем, что индекс РТС будет тестировать отметку 572 в начале октября 2003 г.

Мы советуем инвесторам ОТКРЫВАТЬ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ в случае прорыва выше исторического максимума 1997 г. по 572 с долгосрочной целью 665; рекомендованный уровень защитной остановки (sell-stop) для спекулянтов – 550.

Эта страница специально оставлена пустой

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
Энергетика
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
Виталий Зархин, Наталья Девятьярова
Андрей Богданов, Елена Роговина
Максим Матвеев CFA, Павел Соколов,
Наталия Шевелёва, Александр Свинов
Валентина Крылова, Екатерина Леонова,
Никита Гусаков
Владимир Кравчук
Ангелика Генкель, к.э.н.

Государственные ценные бумаги

Технический анализ
Аналитическая поддержка российских
клиентов
Переводчик

Ринат Гайнуллин

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам

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

Кирилл Суриков
Александр Захаров
Олег Мартыненко

Продажи российским клиентам

Александр Насонов
Константин Шапшаров
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
Продажи
Адрес

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

Гювен Гирей
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 входят 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-груп, постольку, 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.