

# Сентябрь: Пристегнуть ремни!

1 сентября 2003

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

Москва

## Тема – Бюджет на 2004 г.: фактически без профицита

- Несмотря на то, что с начала года индекс РТС вырос на 44% (с конца 1998 г. более чем на 1100%), акции все еще не переоценены. Расчеты по нашим моделям DCF показывают, что справедливый уровень индекса РТС составляет в настоящее время 554 пункта, что на 7% выше нынешнего уровня. Мы рекомендуем инвесторам в первую очередь внутренние акции Газпрома, у которых остается 45%-ный потенциал роста (несмотря на то, что с начала года эта бумага подорожала на 62%).
- С другой стороны, мы ожидаем усиления волатильности на рынке вследствие как активизации кампании по выборам Думу, так и традиционного для сентября снижения цен на фондовом рынке.
- Долгосрочным инвесторам не следует пасовать в случае усиления волатильности, поскольку наблюдается как рост внутренней ликвидности, так и усиление притока средств в зарубежные паевые фонды, инвестирующие в развивающиеся рынки. Россия хорошо укладывается в логику инвесторов, вкладывающих средства как в развивающиеся рынки, так и в акции компаний сырьевого сектора. Оснований в пользу такого подхода станет больше в 2004-2005 гг.
- В 2004 г. доходы бюджета сократятся на 1,85% ВВП, причем из-за сокращения налогового бремени они снизятся лишь на 0,8%. Профицит бюджета в размере 0,5% ВВП, запланированный на 2004 г., намного ниже этого показателя за 1-е полугодие 2003 г. (3%). В будущем году доходная часть бюджета сократится на 1,85% ВВП (не столько из-за сокращения налогов, сколько из-за относительно низких экономических показателей). Однако сокращение бюджетного профицита означает также и неспособность кабинета начать сокращение госрасходов в будущем году (в настоящее время 17,4% ВВП).
- В 2004 г. весь профицит бюджета в размере 0,5% ВВП, или \$2,7 млрд, пойдет в стабфонд, т.е. фактически профицит будет нулевым. В стабилизационный фонд будут включены уже накопленные бюджетные резервы (предположительно \$5,8 млрд к концу 2003 г.), а также весь бюджетный профицит за 2004 г. в размере \$2,7 млрд. Создание стабилизационного фонда (предположительно \$20 млрд к 2007 г.), видимо, связано с тем, что ЦБ ожидает роста процентной ставки на зарубежных финансовых рынках в ближайшие несколько лет.

### Портфельные рекомендации\*

<b>Газпром</b>	Потенциал 45%; практически «акция-Россия»
<b>ЛУКОЙЛ</b>	Несмотря на наименьший рост YTD в секторе, продолжает сокращать разрыв с Юкосом (потенциал +25%)
<b>Моб. телекомы</b>	Недавняя отчетность, подтверждает устойчивый рост. ВымпелКом и МТС
<b>Рег. телекомы</b>	Устойчивый рост по всё ещё недооценённым активам
<b>Мегионнефтегаз</b>	Завершение сделки ВР-ТНК проявит дополнительный потенциал при оценке активов

Прим.: \* временной горизонт – 3-6 месяцев

### Развивающиеся рынки



Источник: DataStream

### Последние публикации

- Предварительные результаты Вымпелкома во 2 кв. 2003 г.: Повышение расчетной цены до \$64 за счет роста ARPU**  
 Андрей Богданов, Елена Роговина Август 28, 2003
- МТС во 2 кв. 2003 г.: Повышение расчетной цены до \$74**  
 Андрей Богданов, Елена Роговина Август 26, 2003
- Прогноз результатов МТС за 2 кв. 2003 г.: сюрпризы не исключаются**  
 Андрей Богданов, Елена Роговина Август 26, 2003
- Голден Телеком: Лидерство на рынке после поглощения Комбелги**  
 Андрей Богданов, Елена Роговина Август 22, 2003
- Ценные бумаги: пересмотр справедливой цены** Август 22, 2003
- Нефть и газ: фундаментальная оценка и тактика**  
 Метью Томас, Константин Резников, Анна Бутенко Август 21, 2003
- МГТС: Расчетная цена повышена до \$13 за счет новой оценки**  
 Андрей Богданов, Елена Роговина Август 19, 2003
- Итоги АвтоВАЗа за 2002 г. по МСФО: снижение EBITDA на 20% из-за сокращения продаж**  
 Максим Матвеев, CFA, Павел Соколов Август 18, 2003
- Что даст выкуп акций Юкоса? Теория и практика**  
 Метью Томас, Константин Резников, Анна Бутенко Август 15, 2003
- Индекс доверия инвесторов Альфа-Банка: июль**  
 Наталья Орлова, Крис Уисфер Август 15, 2003
- Если Вас заинтересовала какая-либо из данных публикаций, пожалуйста, дайте нам знать, и мы вышлем Вам ее незамедлительно*

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку.....	3
Бежать с корабля или бороться со штормом?.....	3
Негативные факторы.....	3
Позитивные факторы.....	6
Еще раз к вопросу об инвестиционных рекомендациях.....	8
Бюджет на 2004 г.: фактически без профицита.....	10
Доходы бюджета сократятся на 1,85% ВВП из-за снижения темпов развития экономики.....	10
Динамика и оценка акций.....	14
Графики.....	17
Календарь событий.....	19
Экономика и политика.....	20
Новости компаний и отраслей.....	22
Нефть и газ.....	22
Телекомы.....	30
Металлургия.....	34
Машиностроение.....	36
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	38
Банковский сектор.....	40
Рынок облигаций.....	43
Технический анализ.....	45
Индекс РТС: в начальной точке волны С.....	45

Кристофер Уифер  
(7095) 970-5081

## Комментарии по рынку

### Бежать с корабля или бороться со штормом?

**С начала года рынок акций вырос на 44%**

**Впереди нас ждет усиление волатильности, но в силу целого ряда причин следует оставаться в акциях**

Индекс РТС с начала года вырос уже на 44%, и Россия теперь снова впереди других развивающихся фондовых рынков (см. Илл. 1). Нынешний уровень индекса (517 пунктов) на 7% ниже нашей скорректированной «справедливой цены». Так что же делать: фиксировать прибыль или по-прежнему держать все средства в бумагах?

Несмотря на возможное усиление волатильности из-за активизации предвыборной кампании, мы полагаем, что в силу ряда причин инвесторам следует по-прежнему держать все средства в российских акциях. При этом следует отметить, что из-за резкого роста рынка в прошлом году число относительно привлекательных бумаг сократилось.

**Илл. 1. Основные фондовые индексы**

	За прошлый месяц %	С начала года %	За последние 52 недели %
РТС	14,5	44,0	46,4
MSCI Russia	12,9	47,6	45,8
Развивающиеся рынки \$	4,6	26,4	22,6
Развивающиеся рынки акций \$	1,6	13,0	4,8
Dow Jones Industrials	2,1	12,0	5,9
NASDAQ Composite	3,2	32,6	31,4

Источник: DataStream

### Негативные факторы

На этот раз основных проблем пять:

**Во время выборов риски всегда возрастают, и это дает повод опасаться замедления реформ**

- Выборы в Думу.** Приближаются выборы, и одновременно растет вероятность того, что прокремлевские партии могут не получить в Думе абсолютного большинства. Президент Путин открыто заявил, что это крайне необходимо для того, чтобы его правительство смогло активнее проводить реформы.

**Илл. 1. Нынешняя партийная структура Госдумы**

Партии	Руководитель	Число мест	В % от всех мест
<b>Прокремлевские</b>			
Единство	В. Пехтин	82	18,2
Отечество	В. Володин	53	11,8
ЛДПР	В. Жириновский	13	2,9
	<b>Всего</b>	<b>148</b>	<b>32,9</b>
<b>Левая оппозиция</b>			
Коммунисты	Г. Зюганов	83	18,4
Группа «Народный депутат»	Г. Райков	53	11,8
Агропромышленная группа		43	9,6
	<b>Всего</b>	<b>179</b>	<b>39,8</b>
<b>Правая оппозиция</b>			
СПС	Б. Немцов	31	6,9
Яблоко	Г. Явлинский	17	3,8
	<b>Всего</b>	<b>48</b>	<b>10,7</b>
<b>Российские регионы</b>			
Независимые	О. Морозов	47	10,4
		20	4,4
	<b>Всего</b>	<b>67</b>	<b>14,8</b>
<b>Вакантные места</b>			
		8	1,8
	<b>Всего</b>	<b>450</b>	<b>100</b>

Источник: Госдума

**Путин заявил, что ему нужна поддержка со стороны думского большинства**

В своем майском обращении к Федеральному Собранию Путин заявил, что правительство оказалось не в состоянии продвигать основополагающие структурные реформы из-за противодействия со стороны бюрократии и других мощных лоббистских группировок. Он ясно дал понять, что правительству понадобится помощь законодателей, чтобы активизировать процесс реформ после выборов в марте 2004 г. Этого можно достигнуть только с помощью явного большинства в Думе.

**Сейчас он может наверняка рассчитывать лишь на поддержку трети депутатов Думы, тогда как для реформ необходимо абсолютное большинство**

В настоящее время правительство может рассчитывать на получение лишь 32,9% голосов в Думе, а фракции, находящиеся в оппозиции правительству – на 39,8%. Остальных можно отнести к «колеблющимся», которых можно привлечь на сторону правительства путем различных компромиссов и договоренностей. Естественно, что в этом случае реформистский порыв правительства ослабнет. Из выступления Путина четко следует, что если большинства в Думе не будет, процесс реформирования продолжится, но более медленными темпами. Продолжение структурных реформ в экономике – важнейшее условие инвестирования в российские акции в течение следующих нескольких лет, особенно когда речь идет об акциях компаний несырьевых отраслей. Если инвесторы почувствуют, что реформы замедляются, прогнозы по прибыли предприятий, а, следовательно, и стоимость активов начнут снижаться.

**Результаты опросов будут неоднозначными, и у инвесторов возникнут сомнения**

Маловероятно, что результаты опросов покажут заметное преобладание сторонников проправительственных партий (по крайней мере, на начальном этапе предвыборной кампании). Следовательно, сомнения в способности правительства продвигать реформы теми темпами, на которые рассчитывают инвесторы, неизбежно приведут к усилению волатильности рынка.

**Прогнозировать цену нефти стало труднее, чем когда бы то ни было**

2) **Нефть.** Прогнозировать цену нефти теперь труднее, чем когда бы то ни было. Дело в том, что в обычной формуле спроса и предложения появилась еще одна переменная. Рост терроризма по всему миру и сохраняющаяся угроза дестабилизации режимов ведущих нефтедобывающих стран еще больше усилили опасность возникновения дефицита предложения. Это, в свою очередь, привело к дальнейшему наращиванию стратегических запасов и постоянным перебоям в поставках.

**Теоретически цена нефти должна упасть ниже долгосрочной средней**

В принципе тот факт, что цена нефти так долго держится намного выше долгосрочной средней, должен ослабить конъюнктуру рынка: поставки из стран, не входящих в ОПЕК, продолжают расти, тогда как мировой спрос растет все еще не столь быстро. Как явствует из официальных заявлений картеля, ОПЕК опасается, что к весне будущего года цена нефти может опуститься ниже долгосрочной средней (\$19 за баррель сорта Brent).

**Цена нефти – основной фактор уровня курсов акций, макроэкономических показателей и настроений участников рынка**

Цена на нефть – один из основных факторов, определяющих стоимость российских акций и облигаций. Хотя мы считаем, что снижение цены даже до \$15 за баррель сорта Brent (\$13 для Urals) не приведет к дестабилизации экономики, ясно, что любое падение относительно нынешнего уровня негативно отразится и на прибылях компаний, и на налоговых поступлениях и одновременно сократит поток денежных средств, который сейчас циркулирует в экономике страны. Другая проблема – доверие потребителей и инвесторов. В настоящее время макроэкономические показатели улучшаются день ото дня. В сочетании со стабильностью рубля относительно доллара они являются важным стимулом роста потребительского спроса и инвестиций в экономике. В значительной степени эта экономика нефтяная. Если бы цена нефти опустилась до \$20 за баррель (Brent), то на фоне сокращения ликвидности и обесценения рубля могло бы возникнуть обрат-

**Рост налоговых поступлений от нефтегазовой отрасли позволил резко увеличить госрасходы**

**Бюджет сильно зависит от уровня цены на нефть, но экономическая база еще слишком узка и не обеспечивает новых источников пополнения налоговых поступлений**

**Надежда все еще не покидает инвесторов**

**Сентябрь обычно бывает самым плохим месяцем с точки зрения доходности акций**

ное движение по спирали, наблюдавшейся в течение последних нескольких лет.

- 3) **«Калифорнийская» болезнь.** Некоторые члены кабинета открыто заявили о том, что их беспокоит продолжающийся рост бюджетных расходов, соразмерный росту налоговых поступлений. В течение последних четырех лет основным стимулом роста как цен на нефть и газ, так и объема их экспорта было увеличение налоговых поступлений в бюджет. Представляя проект бюджета на 2004 г., министр финансов Алексей Кудрин выразил сомнение в возможности сохранить расходы на прежнем уровне в случае резкого падения цены нефти. Он также признал, что по большому счету правительство вынуждено увеличить расходы в связи с приближающимися выборами. Те же опасения были высказаны недавно премьер-министром Михаилом Касьяновым. Следует отметить, что Минэкономики РФ уже давно рассматривает рост госрасходов как одну из важнейших проблем. Недавнее повышение вывозных пошлин на газ отражает стремление правительства отыскать дополнительные эффективные источники увеличения налоговых поступлений.

С середины до конца 90-х гг. правительство штата Калифорния (США) пребывало в уверенности, что в условиях бурного роста компаний, занимающихся компьютерными технологиями, налоговая база штата будет продолжать расти, и поэтому соответственно увеличивало свои расходы. Несколько лет назад, когда компьютерный «пузырь» лопнул, бюджет штата быстро оказался дефицитным, что еще больше ухудшило и без того плачевное состояние его экономики и усилило политическую нестабильность. Судя по всему, российское правительство хорошо осознает возможность повторения такой ситуации у себя в стране. С другой стороны, оно абсолютно не в состоянии противостоять давлению со стороны законодателей, упорно сталкивающих страну на этот путь.

- 4) **Нестабильность мировой экономики.** В условиях ухудшения экономической ситуации в Европе и слабого роста в США инвесторы продолжают пребывать в сомнении относительно экономического роста этих регионов в будущем и стараются быть очень осторожными, когда речь идет об увеличении позиций в акциях. Данные о состоянии экономики, которые выйдут в сентябре-октябре, станут основным фактором, определяющим настроения участников мировых рынков акций в ближайшие 3-6 месяцев. Если результаты будут плохими, ралли на рынках акций не будет. Не увеличится и приток инвестиций. Общий фон для рынков акций окажется негативным, и это станет препятствием прежде всего для роста коэффициента P/E.

- 5) **«Эффект сентября».** Сентябрь обычно бывает самым плохим месяцем с точки зрения доходности акций (по сравнению с периодом с октября по декабрь).

Цифры в Илл. 2 говорят сами за себя. За исключением 1997 г. в сентябре тренд всегда оказывался либо понижающимся, либо едва заметно растущим. Да и в том же 1997 г. сентябрь был вторым месяцем с конца по доходности акций, за ним был октябрьский пик, сменившийся началом краха рынка.

**Илл. 2. Динамика цен российских акций в сентябре**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003*
Весь год	133%	105%	-85%	201%	-8%	82%	38%	44%
Сентябрь	-9%	11%	-38%	-18%	-16%	-14%	2%	Н/Д

Источник: DataStream

## Позитивные факторы

**Все же есть много аргументов, чтобы бороться со штормом**

**Отечественная ликвидность выросла**

**Скупка акций стратегическими инвесторами вызвала нехватку акций в свободном обращении**

**За последние четыре месяца доля акций в свободном обращении сократилась на 5%**

**Ожидаем, что в 2004 г. акции развивающихся рынков и добывающих компаний станут лидерами доходности**

В противовес доводам проявлять осторожность имеется ряд столь же веских аргументов, вселяющих оптимизм и призванных убедить инвесторов не пасовать перед любой волатильностью.

1) **Отечественная ликвидность.** В этом году одним из катализаторов фондового рынка стал рост отечественной ликвидности. Всякий раз, когда испуг на рынке, вызванный внешними или внутренними факторами, сопровождается распродажей бумаг иностранными инвесторами, отечественные инвесторы обычно «держат удар» и обеспечивают дальнейший рост рынка. Ярким примером тому стало недавнее «дело ЮКОСа», когда изначальная озабоченность ростом политического риска и риска, связанного с активами корпораций в России, сопровождалась резким сбросом акций иностранными портфельными инвесторами. В период со 2 по 17 июля индекс РТС упал на 18%. Тем не менее, в следующие четыре недели РТС наверстал эту потерю с избытком (почти 25%), главным образом, за счет отечественной ликвидности. В текущем году было несколько примеров того, как иностранные портфельные инвесторы болезненно реагировали на негативные новости, тогда как отечественные инвесторы обращали вспять тенденцию к падению цен.

При том, что отечественная ликвидность увеличивается, продолжение фондовых закупок стратегическими инвесторами в электроэнергетике, нефтяном секторе и телекоммуникациях привело к сужению доли акций в свободном обращении. Это делает акции более подверженными резким скачкам, и тем более обидно было бы упустить такую возможность.

Как видно из Илл. 3, на фондовом рынке доля акций в свободном обращении сейчас составляет 26,3% (в конце апреля было 27,7%). Значительно увеличились доли стратегических инвесторов, скупающих акции как на рынке, так и у менеджмента компаний.

**Илл. 3. Фондовый рынок: структура собственности, \$ млрд**

	Стоимость холдингов	В % от общего объема	В % на конец апреля
Менеджмент	\$49,94	29,02	31,6
Связанные с ним «инсайдеры»	\$22,85	13,28	14,5
<b>Инсайдеры, всего</b>	<b>\$72,79</b>	<b>42,30</b>	<b>46,1</b>
Стратегические инвесторы	\$28,44	16,53	11,5
Правительство	\$24,54	14,26	13,6
Региональные власти	\$1,09	0,63	1,1
<b>Акции в свободном обращении</b>	<b>\$45,21</b>	<b>26,27</b>	<b>27,7</b>
<b>Всего</b>	<b>\$172,07</b>	<b>100,00</b>	<b>100,0</b>

Источник: оценка Альфа-Банка

2) **Прогноз для глобальных развивающихся рынков.** Несмотря на осторожный прогноз в отношении глобальных фондовых рынков, в будущем году все более благоприятными инвестиционными объектами представляются акции развивающихся рынков, прежде всего бумаги добывающих компаний. На данный момент движение денежных средств показывает явный сдвиг в размещении активов. В результате доля развитых рыночных экономик, где рост не гарантирован, сокращается в пользу развивающихся экономик. Кроме того, глобальные инвестиционные фонды, которые специализируются на развивающихся рынках, все чаще сообщают о притоке денежных средств на свои счета.

**Российский фондовый рынок сочетает в себе оба этих фактора**

Несмотря на свою (неизбежно возрастающую в период выборов) волатильность, российский фондовый рынок составляет важную часть сообщества развивающихся экономик. В российском фондовом рынке сочетаются такие факторы, как инвестиционная привлекательность добывающих компаний и быстрый рост отечественной экономики (по мере того, как прогресс в деле реформ трансформируется в ускорение темпов роста доходов в секторах производства, потребления и услуг). В настоящее время на долю компаний в потребительском и производственном секторах приходится менее 3% капитализации фондового рынка, но зато 14% ВВП. Этим много сказано о возможной доходности инвестиций в этих областях. В то же время тема природных ресурсов все чаще звучит как идеальная составляющая, которая позволяет стабилизировать инвестиционные портфели, где широко представлены быстрорастущие, но бедные ресурсами страны Азии.

**Илл. 4. Структура фондового рынка, по отраслям**

	В % от общего объема
Нефтяная	51,3
Газовая	16,9
Электроэнергетика	10,3
Телекоммуникации	9,2
Металлургия	6,5
Финансовый сектор	2,9
Потребительский сектор	2,0
Производственный сектор	0,9
<b>Всего</b>	<b>100,0</b>

Источник: DataStream, оценка Альфа-Банка

**Несмотря на подъем цен на 1100% (от «дна» в конце 1998 г.), российские акции не переоценены**

3) **Акции не переоценены.** Несмотря на подъем фондовых цен на 1100% (по сравнению с низшей точкой в конце 1998 г.) и продолжающийся быстрый рост котировок за последний год, российские акции не являются переоцененными (ни в сопоставлении с аналогичными активами, ни с учетом показателей доходности).

**Илл. 5. «Голубые фишки»: потенциал роста до «справедливой цены»**

	Последняя цена \$ за акцию	Рыночная капитализация \$ млн	Справедливая цена \$ за акцию	Потенциал роста %	Рейтинг
Газпром (внутренние)	1,16	27.736	1,68	45,1	ПОКУПАТЬ
Сибирь Телеком	0,03	271	0,04	44,8	ПОКУПАТЬ
Южный Телеком	0,09	266	0,13	44,4	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	247,50	4.703	338,00	36,6	ПОКУПАТЬ
МГТС	10,00	798	13,00	30,0	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,02	775	0,03	25,0	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	19,10	16.246	23,80	24,6	ПОКУПАТЬ
ОМЗ	7,20	255	8,90	23,6	ПОКУПАТЬ
Центральный Телеком	0,31	482	0,37	21,3	ПОКУПАТЬ
ВымпелКом	53,40	2.840	64,00	19,9	ПОКУПАТЬ
Газпром (АДС)	18,35	942	21,00	14,4	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	20,02	906	22,50	12,4	ДЕРЖАТЬ
МТС	67,6	6.471	74,00	9,5	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	25,35	689	27,00	6,5	ДЕРЖАТЬ
Норильский Никель	39,95	8.546	42,00	5,1	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,41	8.529	0,42	1,9	ДЕРЖАТЬ
Северсталь	98,00	2.163	95,00	-3,1	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	2,15	529	2,07	-3,7	ДЕРЖАТЬ
ЮКОС	13,95	31.206	13,30	-4,7	ДЕРЖАТЬ
Ростелеком	1,70	1.239	1,60	-5,9	ДЕРЖАТЬ
Сибнефть	2,71	12.849	2,46	-9,2	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1,07	2.333	0,96	-10,4	ДЕРЖАТЬ

Источник: DataStream, оценка Альфа-Банка

**Они все еще торгуются на 7% ниже справедливой цены**

«Справедливая оценка» для РТС, основанная на нашей методике DCF и сочетающая российские «суверенный» и «фондовый» риски с

реалистичным прогнозом роста внутреннего рынка и цен на сырьевые товары, равна 554 пунктам (т.е. на 7% выше нынешнего уровня).

На Илл. 5 приведен список акций с максимальным потенциалом роста до «справедливой цены», причем возглавляют список внутренние акции Газпрома.

**Экономика России становится все более интернациональной**

**Инвестиционный статус будет присвоен в 2004 г.**

**Выполнение условий приема России в ВТО сделают ее экономику более устойчивой**

**Корпорациям России придется расширять свою деятельность в глобальном масштабе**

- 4) **Интернационализация российской экономики.** Этот процесс в 2004-05 гг. должен стать мощным фактором динамики фондовых котировок, при том допущении, что в предстоящий выборный период не произойдет крупных неприятных неожиданностей, и что цена на нефть не упадет ниже долгосрочного среднего значения.
- a) **Инвестиционный статус.** Его присвоение России ожидается после президентских выборов. Статус позволит прийти сюда ряду крупных инвестиционных фондов, которые пока воздерживаются от этого из-за отсутствия у страны соответствующего рейтинга.
- b) **ВТО.** По мере активизации переговоров об условиях приема России в ВТО (что ожидается после создания нового правительства), мнение о том, что экономика страны зависит от цикла «взлет – падение» сырьевых цен, должно начать меняться.
- c) **Корпорации России.** Сегодня несколько российских компаний являются глобальными лидерами в своих областях (таких как нефтедобыча и металлургия) и будут вынуждены все шире участвовать в мировом экономическом процессе (путем корпоративных приобретений и стратегического партнерства). Например, недавно созданная (в результате слияния) компания ЮКОС-Сибнефть станет второй по величине нефтедобывающей (исключая газ) компанией, лишь немного уступающей мировому лидеру Exxon-Mobil. Однако ее запасы все еще оцениваются лишь по \$2/баррель, по сравнению с \$11/баррель у Exxon-Mobil. Этот разрыв будет со временем, хотя и медленно, сокращаться – по мере того, как ЮКОС-Сибнефть станет все в большей степени международной компанией. Это касается и компаний ЛУКОЙЛ, ГМК Норильский Никель и Газпром.

## Еще раз к вопросу об инвестиционных рекомендациях

В конце прошлого года мы опубликовали инвестиционный сценарий для России на 2003 г. и подкрепили его списком рекомендаций по основным компаниям (см. публикацию «Россия 2003: Качественное изменение рейтинга» от 29 ноября 2002 г. – копия высылается по заказу). Сегодня мы представляем ценовую динамику этих акций (с начала года).

Эти фондовые рекомендации были распределены по «инвестиционным секторам» следующим образом:

*Примечание: Мы не даем рекомендаций по РАО ЕЭС или другим компаниям в электроэнергетике, так как Альфа-Банк оказывает консультационные услуги в процессе реструктуризации этой отрасли.*

### Ведущие компании нефтегазового сектора

ЮКОС	+48%
ЛУКОЙЛ	+24%
Газпром (внутренние)	+62%



**Отрасли, обеспечивающие инфраструктуру нефтяного хозяйства**

Удмуртнефть	+209%
Мегионнефтегаз	+15%
Челябинский трубный	+104%
Выксунский металлургический	+93%

**Глобальные производители**

ГМК Норильский Никель	+94%
ОМЗ	+23%

**Лидеры роста отечественного рынка**

Голден Телеком	+141%
Вымпелком	+67%
Южный Телеком	+18%
Сибирь Телеком	+12%
Вимм-Билль-Данн	+14%
Сбербанк	+28%

Наша методика инвестиционных рекомендаций основана на анализе DCF и позволяет исчислить справедливую цену акций. Список наиболее привлекательных, с точки зрения инвесторов, «голубых фишек», основанный на наших методах, приведен на титульной странице настоящего отчета.

Наталья Орлова  
(7 095) 795-3677

## Бюджет на 2004 г.: фактически без профицита

- Доходы бюджета в 2004 г. сократятся на 1,85% от ВВП; снижение налогового бремени составит лишь 0,8% ВВП
- В 2004 г. профицит в 0,5% ВВП (или \$2,7 млрд) пойдет в стабилизационный фонд; бюджетный профицит *де факто* будет нулевым
- К 2008 г. стабилизационный фонд достигнет \$20 млрд, что позволит избежать негативного эффекта от удорожания заимствований на рынках

Илл. 6. Бюджет России, 2000-2004 (оц.), % от ВВП

	2000	2001	2002	1-е полугодие 2003	2004
Доходы, всего	15,4	17,6	20,3	20,6	17,9
Доходы за вычетом зарплат	15,4	17,6	17,1	17,8	15,1
Расходы, всего	14,6	14,9	18,4	17,5	17,4
Расходы за вычетом зарплат	14,6	14,9	15,3	14,6	14,6
Первичный профицит	5,2	5,5	3,9	5,0	2,4
Профицит бюджета	0,8	2,8	1,8	3,0	0,5

Источники: Министерство финансов, оценка Альфа-Банка

### Доходы бюджета сократятся на 1,85% ВВП из-за снижения темпов развития экономики

**26 августа Думе был представлен проект бюджета**

26 августа Правительство представило Думе проект бюджета на 2004 г. Его рассмотрение в первом чтении намечено на 19 сентября, с целью обеспечить прохождение закона до ноября, когда Дума прекратит работу, чтобы начать подготовку к декабрьским выборам.

**Доходы бюджета снизятся до 17,9% ВВП**

Доходы бюджета составят 17,9% ВВП, а расходы достигнут 17,4% ВВП, что даст бюджетный профицит 0,5% ВВП. Это – существенное снижение, по сравнению с бюджетным профицитом в 3,0% ВВП, достигнутым за 1-е полугодие 2003 г. Мало того, первичный профицит уменьшится с 5,0% ВВП за 1-е полугодие 2003 г. до 2,4% ВВП за следующий год. На наш взгляд, это отражает неспособность правительства сократить расходы будущего года, которые останутся на уровне 1-го полугодия 2003 г.

Илл. 7. Сравнение цифр федерального бюджета, 1-е полугодие 2003, 2004 г.

	1-е полугодие 2003 г.	2004
Доходы, \$ млрд	20,6	17,9
Расходы, \$ млрд	17,5	17,4
Первичный профицит, \$ млрд	5,0	2,4
Профицит бюджета, \$ млрд	3,0	0,5
Средний обменный курс, рубль/\$	31,3	32
Инфляция, %	8,1	8-10
Цена нефти сорта Urals, \$/баррель	26,9	22
Рост ВВП, %	7,2	3,8-5,2
ВВП, \$ млрд	194	478

Источники: Экономическая Экспертная Группа, Бюджет на 2004 г., ЦБР

**Наихудший сценарий обойдется бюджету в 1,2% ВВП, а снижение налоговой нагрузки будет стоить 0,8%**

Федеральный бюджет следующего года демонстрирует существенное (на 1,85% ВВП) снижение бюджетных доходов из-за замедления темпов развития экономики и ослабления налоговой нагрузки. При том следует отметить, что в снижении доходных показателей следующего года более существенную роль сыграет коррекция макроэкономических параметров (1,2% ВВП против 0,8% ВВП за счет сокращения налогов). Бюджет 2004 года исчислен, исходя из следующих цифр: средняя цена нефти

Urals \$22/баррель; рост ВВП на 5,2%; средний обменный курс рубля – 31,3\$. Темпы роста в сфере услуг будут, по самому оптимистичному сценарию, более быстрыми, чем в случае пессимистичного сценария, что отражает растущую диверсификацию экономики. Согласно оценке правительства, снижение нефтяных цен на \$1/баррель ведет к сокращению доходов федерального бюджета на 0,35% ВВП (или \$1,7 млрд).

**Илл. 8. Наихудший сценарий и наилучший сценарий для 2004 г.**

	Наихудший сценарий	Наилучший сценарий
Цена нефти сорта Urals, в среднем, \$/баррель	18,5	22,0
Рост ВВП, % год-к-году	3,8	5,2
Рост промышленного производства, % год-к-году	3,6	4,7
Капиталовложения, % год-к-году	6,6	8
Инфляция, % в год	8-10	8-10
Обменный курс, в среднем за год, рубль/\$	31,7	31,3

Источник: ЦБР

**Правительство хочет ограничить рост тарифов на газ и электричество цифрами 20 и 13%, соответственно**

Правительство вновь установило весьма амбициозную планку инфляции на 2004 г. (8-10%). Для удержания инфляции на столь низком уровне требуется, помимо сохранения умеренного темпа обесценения рубля, ограничить рост тарифов. Ожидается, что в 2004 г. тарифы на газ увеличатся лишь на 20%, на электричество – на 13%, на ж/д перевозки – не более, чем на 12%. Однако инфляция, как в 2003 г., способна достичь 14%, что выше запланированного максимума (12%). Т.о., естественные монополии будут, вероятно, настаивать на более быстром увеличении тарифов в следующем году.

**В бюджет на 2004 г нефтяные компании и Газпром уплатят в виде налогов 8,2% ВВП**

В сфере налоговой политики основными мерами станут сокращение НДС (с 20% до 18%) и отмена налога с продаж. Как уже упоминалось, эти меры обернутся снижением бюджетных доходов лишь на 0,8% ВВП, так как снижение налоговой нагрузки коснется, в основном, нетопливных отраслей. Нефтяные компании и Газпром будут вносить в федеральный бюджет налоги на прежнем уровне и в 2004 г. заплатят их в объеме 8,2% ВВП.

**Илл. 9. Сокращение бюджетных доходов в 2004 г., по статьям**

	\$ млрд	% от ВВП
Снижение доходов бюджета, всего	-8,8	-1,85
Изменения макроэкономических параметров, в том числе:	-5,8	-1,19
Изменение налоговой базы	-1,6	-0,32
Изменение цен на нефть и газ	-4,2	-0,87
Изменения в законодательстве, в том числе:	-4,0	-0,81
Изменение в налоговом законодательстве	-3,3	-0,66
Изменение в бюджетном законодательстве	-0,7	-0,15
Изменения в методах контроля	0,7	0,15

Источник: Бюджет на 2004 г.

**Илл. 10. Бюджетные доходы, по статьям, в % от ВВП, \$ млрд**

	2003, \$ млрд	2003, % от ВВП	2004, \$ млрд	2004, % от ВВП
<b>Налоговые поступления, всего</b>	<b>31,0</b>	<b>16,0</b>	<b>66,1</b>	<b>13,5</b>
Налог на прибыль	2,6	1,4	5,1	1,0
НДС	13,4	6,9	22,7	4,6
Акцизы	4,4	2,3	2,4	0,5
Налог на нефтедобычу	Н/Д	Н/Д	8,6	1,8
Налоги на внешнюю торговлю	6,6	3,4	16,9	3,5
Прочие налоговые поступления	Н/Д	Н/Д	10,4	2,1
Неналоговые доходы	3,2	1,6	7,0	1,4
Бюджетные фонды	0,2	0,1	0,5	0,1
Заработная плата	5,4	2,8	13,7	2,9
Доходы, всего	39,8	20,6	87,3	17,9

Источники: Экономическая Экспертная Группа, Бюджет на 2004 г.

**Половина налоговых поступлений в бюджет образуется за счет НДС и налога на нефтедобычу**

В 2004 г. федеральный бюджет продолжит аккумулировать наиболее «прозрачные» и легко собираемые налоговые поступления. В частности, 34% доходов в федеральный бюджет поступят за счет НДС, 13% – от налога на нефтедобычу. Мы полагаем, что такая фискальная стратегия, идущая на пользу федеральному бюджету, положительно сказывается и на суверенных рейтингах России, так как увеличивает ее шансы на получение инвестиционного статуса в будущем году.

**В 2004 г непроцентные расходы (15,5% ВВП) будут аналогичны уровню текущего года**

В структуре бюджетных расходов непроцентные статьи достигнут 15,5% ВВП, что близко к уровню текущего года (15,6%). Исключая пенсионные выплаты из федерального бюджета (2,8% ВВП), это составляет 12,7% ВВП. Подразумевается, что в год президентских выборов правительство не намерено ужесточать фискальную политику и готово на компромисс с депутатами – в интересах быстрого (до выборов в Думу) принятия бюджета.

**Погашение долгов в 2004 г. (на сумму \$12,7 млрд) будет на 60% профинансировано за счет внутренних заимствований**

Погашение основных сумм задолженности составит \$9,0 млрд по внешнему и \$3,7 млрд – по внутреннему долгу. Ожидается, что внешние заимствования достигнут \$3,4 млрд, из которых \$2,8 млрд поступят от размещения еврооблигаций. Внутренние заимствования будут более существенными (\$8,1 млрд), что приведет к чистому росту внутреннего долга на \$4,5 млрд (с \$9 млрд в настоящий момент почти до \$14 млрд). Еще \$1,4 млрд поступят за счет доходов от приватизации.

**Фактически бюджет на 2004 г. не будет иметь профицита ...**

Хотя обычно бюджетный профицит используется для финансирования долговых обязательств, в 2004 г. он целиком пойдет на создание т.н. «стабилизационного фонда». Т.о., если правительство утвердит бюджет с профицитом в 0,5% ВВП, то фактически он будет нулевым (см. Илл. 11).

**Илл. 11. Источники финансирования выплат по долгам, 2004 г.**

	\$ млрд
<b>Выплаты по долгам, всего</b>	<b>21,7</b>
Внешний долг	15,9
Внутренний долг	5,7
<b>Источники финансирования</b>	<b>21,7</b>
Первичный профицит	11,5
Отчисления в стабилизационный фонд	-2,7
Внутренние заимствования	8,1
Внешние заимствования	3,4
Доходы от приватизации	1,4

*Источник: Бюджет на 2004 г.*

**...поскольку профицит (\$2,7 млрд) пойдет на создание стабилизационного фонда**

Главным изменением в бюджете на 2004 г., по сравнению с прошлыми годами, станет создание стабилизационного фонда (с целью уменьшить зависимость бюджета от изменчивости нефтяных цен). В этот стабилизационный фонд войдут уже накопленные бюджетные резервы (которые, как ожидается, достигнут \$5,8 млрд к концу 2003 г.), а также весь бюджетный профицит 2004 г. (\$2,7 млрд). Если средняя цена сорта Urals превысит \$22/баррель, то в стабилизационный фонд поступят все дополнительные поступления от налога на нефтедобычу и от экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты.

**Илл. 12. Международный опыт создания стабилизационных фондов**

Страна	Дата создания	Цель	Источники пополнения фонда	Размещение поступлений в фонд	Величина фонда
Норвегия	1990	Решение проблемы увеличения пенсионных расходов	Поступления за счет профицита бюджета. Пропорция <b>устанавливается ежегодно, в зависимости от необходимости стимулировать рост экономики</b> путем расширения бюджета	Иностранные активы с фиксированным доходом (60% портфеля). Активы зарубежных компаний вне нефтяного сектора (40% портфеля)	В 1990-1996 гг. – нулевая. \$26 млрд (18% от ВВП), накопленные в период 1996-1998 гг.
Чили	1985	Обеспечение бюджетных расходов	Зависит от величины положительной <b>разницы между ориентировочной и реальной ценой на медь</b>	Н/Д	Профицит в 1988-1997 гг.
Венесуэла	1998	Защита экономики от колебаний цен на нефть	Зависит от величины положительной <b>разницы между ориентировочной и реальной ценой на нефть</b>	Вложены в зарубежные активы и управляются Центральным банком	\$1,7 млрд, на начало 2000 г.
Штат Аляска	1990	Компенсация недобора доходов в бюджет штата	За счет <b>поступлений спорных налогов и продажи «роялти»</b>	Н/Д	\$6,1 млрд, накопленных в 1991-1998 гг.
Кувейт	1960	Фонд представлял собой правительственные вложения в зарубежные активы и отечественные компании	За счет <b>продажи активов и перевода прибыли из государственных предприятий</b>	Управляются независимым юридическим лицом	Н/Д
Оман	1980*	Обеспечение бюджета перед угрозой внешних потрясений	<b>5% от всех нефтяных поступлений с начала 1986 г.</b>	Управляются Минфином, который инвестирует, гл. образом, за рубежом, а небольшая часть хранится на зарубежных валютных депозитах, главным образом, в ЦБ	Н/Д

Примечание: \* Первый стабилизационный фонд учрежден в 1980 г., но с тех пор его концепция менялась несколько раз  
Источник: МВФ

**С помощью денег из стабилизационного фонда можно будет увеличить гибкость фискальной политики**

Ожидается, что к 2007 г. размер стабилизационного фонда достигнет \$20 млрд. В случае ухудшения бюджетных условий эти деньги можно будет использовать для финансирования бюджетных расходов – на основании либо закона о бюджете, либо указа правительства. Кроме того, деньги из стабилизационного фонда могут быть использованы на финансирование проектов, нацеленных на сокращение расходов бюджета. Накопленные средства будут помещены в ликвидные облигации иностранных государств.

**Создание стабилизационного фонда отражает озабоченность ЦБ грядущим ростом мировых процентных ставок**

Хотя решение о создании стабилизационного фонда за счет бюджетного профицита 2004 г. является противоречивым, в пользу такого подхода есть веские аргументы. Хотя это приведет к увеличению заимствований (следовательно, и к росту процентных расходов федерального бюджета), нужда в фонде отражает озабоченность ЦБ ожидаемым в ближайшие годы ростом международных процентных ставок. Иными словами, фонд поможет предотвратить дальнейшее увеличение правительственных расходов.

**Мировой опыт учит: стабилизационные фонды эффективны лишь на фоне сильной фискальной политики**

Опыт других стран (см. Илл. 12) показывает, что только страны с сильной фискальной политикой смогли использовать стабилизационные фонды в целях усиления экономической политики (пример – Норвегия). В других странах (таких как Венесуэла) стабилизационный фонд стал предметом политического компромисса между различными заинтересованными группами.

**Сокращение расходов – лучший путь к стабильному бюджету**

Коротко говоря, в следующем году роль федерального бюджета в деле стерилизации избыточной ликвидности, по сравнению с прошлыми годами, уменьшится. Однако это – не столько результат снижения налоговой нагрузки, сколько итог замедления темпов экономической активности и неспособности правительства сократить расходы. Хотя создание стабилизационного фонда отражает стремление властей контролировать долгосрочные фискальные риски, мы полагаем, что более эффективным способом обеспечить стабильность бюджета было бы сокращение расходов. Ключевым фактором бюджетной политики на 2005 г. станет снижение уровня расходов.

**Динамика и оценка акций**
**Илл. 13. Динамика АДР, с начала месяца, на 27 августа 2003 г.**

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
<b>Нефть и Газ</b>									
Газпром	114A, REG S	10 в 1	1,4	19,0	-3,6	61,0	21,5	10,0	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	76,7	7,3	27,3	83,5	54,5	
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	26,5	23,3	24,2	28,3	16,5	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	20,7	8,7	29,9	28,0	14,3	
Татнефть	2	20 в 1	25,0	21,9	17,4	44,5	24,1	13,0	
Юкос	1	4 в 1	20,0	55,8	19,9	50,4	80,0	33,3	
<b>Энергетика</b>									
Иркутскэнерго	1	50 в 1	N/A	4,5	11,3	78,0	5,4	1,8	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	38,1	18,6	66,7	38,1	20,2	
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	6,8	4,6	123,0	7,8	2,4	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	31,3	18,1	157,6	31,6	7,5	
<b>Телекоммуникации</b>									
ВымпелКом	3	3 в 4	N/A	54,9	22,5	71,4	55,1	22,8	
Голден Телеком	3	1 в 1	N/A	30,6	10,5	141,7	33,5	10,2	
МТС	3	20 в 1	17,0	67,6	22,3	81,9	67,6	28,4	
МГТС	1	1 в 10	N/A	9,6	46,4	60,0	8,8	5,0	
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	8,5	3,3	1,7	26,6	25,0	1,3	
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	10,0	5,1	40,4	11,2	5,8	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	N/A	4,7	15,9	83,0	4,8	1,6	
ЮжТелеком	1	1 в 2	N/A	4,0	-9,8	23,3	4,8	2,4	
<b>Прочие сектора</b>									
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	39,8	6,3	97,0	49,5	15,9	
ОМЗ	144A, REG S	1 в 1	21,0	7,0	6,7	20,8	6,6	3,8	
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,4	-3,4	1,6	5,1	2,0	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	20,8	5,0	15,6	22,7	16,0	
Сан Интербрю В	144A, REG S	1 в 1	32,0	4,6	2,4	0,0	7,7	2,9	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка

**Илл. 14. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 27 августа 2003 г.**

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD	YTD	Макс.	Мин.			2002	2003П	2002	2003П			
		%	%	\$	\$млн.	\$	%							
<b>Нефть и Газ</b>														
Газпром	1,165	-1	51	1,328	0,639	17,8	30 096	27,4	3,8	5,7	3,5	1,68	44	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	19,32	8	24	20,53	13,77	2,1	16 433	8,9	6,3	5,3	4,9	23,8	23	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	2,71	26	22	2,78	1,78	0,3	12 849	11,1	6,3	8,0	6,0	2,46	-9	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,4125	9	29	0,525	0,29	1,4	9 655	6,2	6,0	1,8	1,7	0,42	2	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	1,071	14	40	1,200	0,664	0,5	2 410	4,8	4,3	4,2	3,1	0,96	-10	ДЕРЖАТЬ
Юкос	13,92	21	50	14,9	8,45	2,1	29 582	9,7	7,9	6,5	4,9	13,3	-4	ДЕРЖАТЬ
Petrobras	20,7	2	17	21,5	9,7	6,4	22 044	8,3	4,0	6,0	3,1			
PetroChina	0,3	5	58	0,3	0,2	38,1	55 231	10,1	8,2	4,7	4,0			
Sinorec	0,3	1	64	0,3	0,1	16,3	35 038	12,5	9,5	7,9	6,6			
<b>Среднее</b>								<b>10,4</b>	<b>7,3</b>	<b>6,2</b>	<b>4,6</b>			
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0,095	3	19	0,112	0,062	0,0	453	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,460	0	65	0,470	0,247	0,0	352	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,069	9	111	0,078	0,025	0,2	1 936	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,311	14	137	0,316	0,076	5,7	12 764	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/М	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			
<b>Среднее</b>								<b>3,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,4</b>	<b>4,4</b>			
<b>Телекомы</b>														
МГТС	10,0	35	56	10,0	6,0	0,0	905	16,5	10,1	5,0	3,9	13,0	30	ПОКУПАТЬ
TeleSP	10,4	-8	-10	12,9	9,7	3,5	4 670	12,5	8,2	3,8	4,4			
Tele Norte Leste	8,2	-1	22	9,1	4,9	3,6	3 848	36,2	24,0	4,0	3,9			
<b>Среднее</b>								<b>24,4</b>	<b>16,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>			
Ростелеком	1,700	7	38	1,930	0,978	0,5	1 521	44,4	20,3	3,9	3,7	1,60	-6	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,99	-3	-7	1,16	0,73	0,7	1 046	9,1	8,2	4,1	3,4			
Embratel	2,20	0	56	2,72	0,63	1,1	688	Н/Д	Н/Д	4,6	4,3			
<b>Среднее</b>								<b>9,1</b>	<b>8,2</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>			
ВымпелКом	54,9	23	71	55,1	22,8	14,2	2 950	22,8	11,9	9,7	5,9	64,0	17	ПОКУПАТЬ
МТС	67,6	22	82	67,6	28,4	16,7	6 733	24,3	14,4	10,5	6,2	74,0	9	ДЕРЖАТЬ
Stet Hellas	9,810	8	37	10,700	4,550	0,6	829	21,2	15,9	5,9	5,1			
<b>Среднее</b>								<b>11,1</b>	<b>13,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,8</b>			
Голден Телеком	30,6	11	142	33,5	10,2	4,1	736	24,7	13,4	11,6	5,8	30,0	-2	ДЕРЖАТЬ
Netia	1,2	18	17	1,5	0,5	3,3	417	Н/М	Н/М	Н/М	5,7			
<b>Металлургия</b>														
Норильский Никель	38,1	2	88	40,8	16,5	0,8	8 150	25,9	8,3	7,0	4,4	42,0	10	ДЕРЖАТЬ
Ampplats	36,7	14	-15	53,5	26,3	0,3	7 884	10,1	9,4	5,7	5,0			
Inco	24,4	3	2	25,6	17,3	1,1	4 481	Н/З	19,9	11,7	9,2			
Implats	74,5	16	0	88,6	47,1	0,2	4 963	7,9	10,3	6,0	5,6			
<b>Среднее</b>								<b>9,0</b>	<b>13,2</b>	<b>8,7</b>	<b>7,1</b>			
Северсталь	98,0	19	97	98,0	47,0	0,1	2 163	17,5	6,5	5,3	3,1	95,0	-3	ДЕРЖАТЬ
China Steel	0,8	12	42	0,8	0,4	95,7	7 497	16,6	13,6	8,2	6,0			
POSCO	124,4	3	24	127,3	77,3	0,3	11 291	11,0	9,5	4,8	4,8			
<b>Среднее</b>								<b>13,8</b>	<b>11,5</b>	<b>6,5</b>	<b>5,4</b>			
<b>Продукты</b>														
Балтика	13,0	0	0	15,3	11,9	0,0	1 523	11,1	11,2	6,8	6,3	14,4	11	ДЕРЖАТЬ
Сан Интербрю	4,63	2	0	7,7	2,9	0,1	371	Н/М	38,9	7,5	5,6	5,7	23	ПОКУПАТЬ
Вимм-Билль-Данн	20,8	5,0	15,6	22,7	16,0	0,0	913,0	25,5	22,4	11,7	10,3	23,5	13,3	ДЕРЖАТЬ
Okocim	6,5	58	98	6,7	2,9	0,0	185	263,7	Н/Д	13,1	16,1			
Grupo Modelo-C	2,3	0	1	2,5	2,0	1,9	7 555	19,6	16,9	7,6	6,9			
<b>Среднее</b>								<b>141,7</b>	<b>16,9</b>	<b>10,3</b>	<b>11,5</b>			
<b>Торговля</b>														
ГУМ	1,95	0	30	2,10	1,20	0,0	117	12,9	10,6	6,6	5,6	2,10	8	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	3,9	5	25	4,0	3,0	0,0	339	20,0	20,3	15,9	14,7			
Matahari Putra Prima	56,1	4	-5	79,7	42,5	3,3	152	12,2	10,8	5,0	3,9			
<b>Среднее</b>								<b>16,1</b>	<b>15,5</b>	<b>10,4</b>	<b>9,3</b>			
<b>Машиностроение</b>														
ОМЗ	7,2	4	25	7,2	4,1	0,0	255	15,0	12,6	4,4	4,2	8,9	24	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	26,1	22	62	27,0	13,3	0,3	1 987	6,7	5,8	6,0	5,5			
Atlas Copco	26,5	-2	16	28,0	20,5	1,6	6 861	16,4	16,7	8,5	7,8			
<b>Среднее</b>								<b>16,4</b>	<b>11,3</b>	<b>7,2</b>	<b>6,6</b>			

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

**Илл. 15. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 27 августа 2003 г.**

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2002	2003П	2002	2003П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Мегионнефтегаз	10	11	15	10,45	5,05	7,6	1 177	63,8	7,2	15,6	4,3	12,7	27	ПОКУПАТЬ
Башнефть	3,15	0	22	3,85	2,45	9,2	589	3,2	2,7	1,5	1,6	3,4	8	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	1,565	5	43	1,565	0,9	0,9	156	6,7	4,5	5,3	4,4	1,6	2	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>														
Башкирэнерго	0,230	0	71	0,250	0,112	27,6	240	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,270	0	23	0,300	0,190	3,2	161	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	3,75	0	53	3,9	2,1	10,9	67	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,33	0	69	0,340	0,125	60,1	200	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	7	0	84	7	2,1	0,0	95	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	3,5	0	63	4,25	1,5	17,8	127	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	0,050	0	52	0,053	0,033	19,7	174	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,25	0	16	0,27	0,1435	24,1	131	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,024	0	118	0,02613	0,009	0,7	112	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
<b>Телекомы</b>														
Башинформсвязь	0,079	0	71	0,079	0,042	7,9	77	3,8	112,3	4,5	3,3	0,08	-3	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	2,15	14	70	2,15	0,81	67,3	642	14,8	11,9	4,5	3,7	2,07	-4	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,351	0	-8	0,41	0,345	25,2	302	37,0	8,9	3,2	3,1	0,39	11	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,03	2	12	0,03	0,02	71,12	331	23,4	4,3	3,0	1,8	0,04	45	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,024	10	80	0,026	0,010	58,3	775	32,8	14,6	2,1	1,1	0,030	25	ПОКУПАТЬ
Центр Телеком	0,31	11	16	0,31	0,191	84,3	608	19,2	10,2	3,9	2,5	0,37	19	ПОКУПАТЬ
Юж Телеком	0,0855	2	18	0,0955	0,05	70,3	309	6,7	5,2	3,1	1,7	0,13	52	ПОКУПАТЬ
<b>Другие сектора</b>														
АвтоВАЗ	25,35	8	16	32,8	19,15	163,9	753	30,8	21,2	4,4	3,7	27,0	7	ДЕРЖАТЬ
ГАЗ	16	0	3	27,5	14	37,3	86	10,6	1,8	3,9	2,9	17	6	ДЕРЖАТЬ
Красный Октябрь	4,7	0	18	5	4	1,1	43	3,9	3,3	2,0	1,8	9,00	91	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	247,5	2	30	283	148	233,5	4 903	N/A	N/A	N/A	N/A	338	37	ПОКУПАТЬ
Челябинский труб-ный 3-д	0,21	11	133	0,21	0,09	6,2	99	12,6	11,2	3,9	3,3	0,22	5	ДЕРЖАТЬ

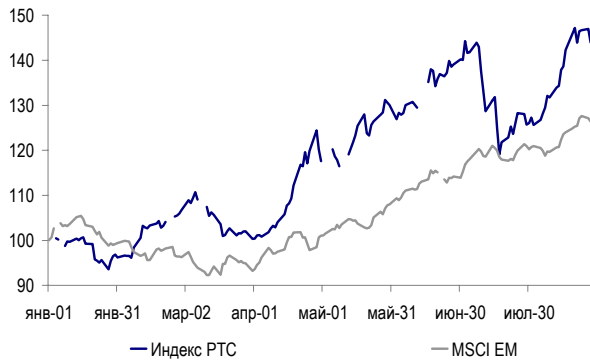
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

**Илл. 16. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 27 августа 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. \$							
<b>Нефть и Газ</b>												
Сургутнефтегаз прив.	0,265	6	5	0,293	0,205	131,5	36	0,0031	1	0,25	-5	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,520	0	16	0,540	0,435	4,1	51	0,0319	6	0,58	11	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>												
РАО ЕЭС прив.	0,285	11	173	0,285	0,066	100,6	8	0,0050	2	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
<b>Телекоммуникации</b>												
Ростелеком прив.	1,160	1	46	1,200	0,590	39,0	32	0,0267	2	1,10	-5	ДЕРЖАТЬ

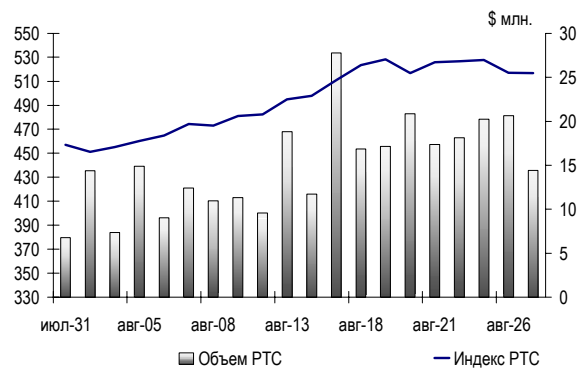
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



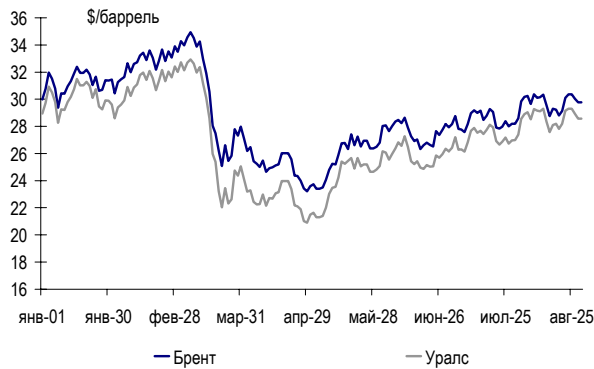
**Графики**
**Илл. 17. РТС и индекс MSCI EM, с начала года**


Источники: РТС, Рейтер

- Индекс РТС вырос в августе на 13% на фоне умеренных среднедневных объёмов в \$15 млн.

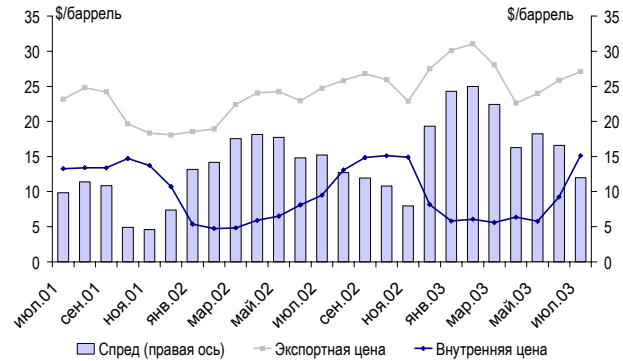
**Илл. 18. Динамика РТС, с начала месяца**


Источник: РТС

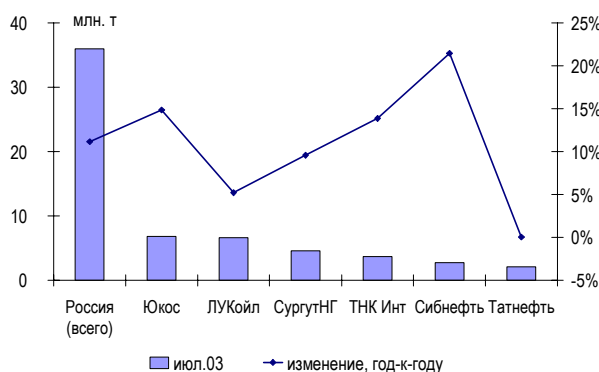
**Илл. 19. Динамика цен на нефть, с начала года**


Источник: Блумберг

- Российские производители нефти выиграли от сужения спреда Urals-Brent
- Внутренние цены на нефть выросли в августе из-за сезонных факторов до \$16/баррель

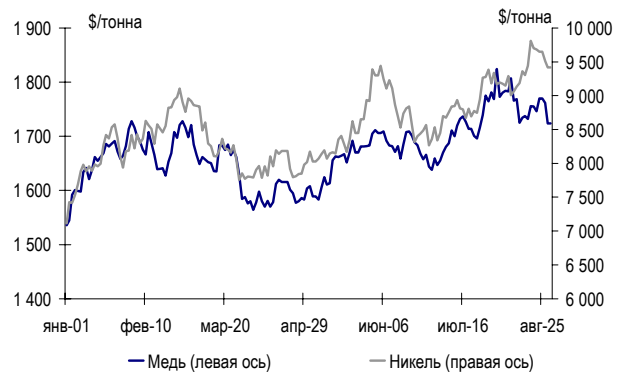
**Илл. 20. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2003**


Источник: Министерство энергетики

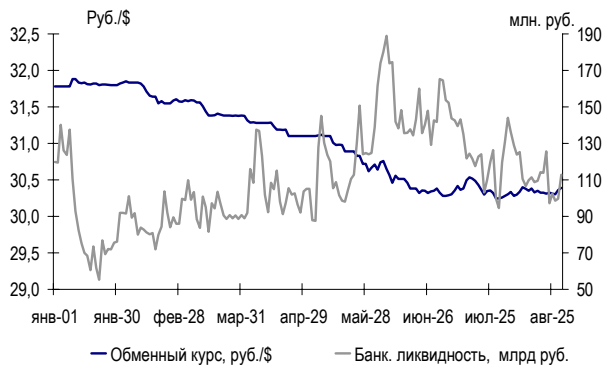
**Илл. 21. Добыча нефти компаниями, июль 2003 г**


Источник: Министерство энергетики

- Добыча нефти в России достигла нового рекорда 8,5 млн. б/с
- Ожидания того, что забастовка на Inco будет прекращена, вызвали коррекцию цен на никель с пикового значения этого года \$9810/т, достигнутого в середине августа

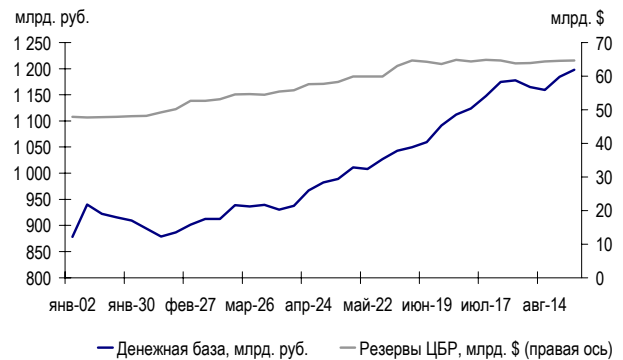
**Илл. 22. Цены на медь и никель, с начала года**


Источник: Блумберг

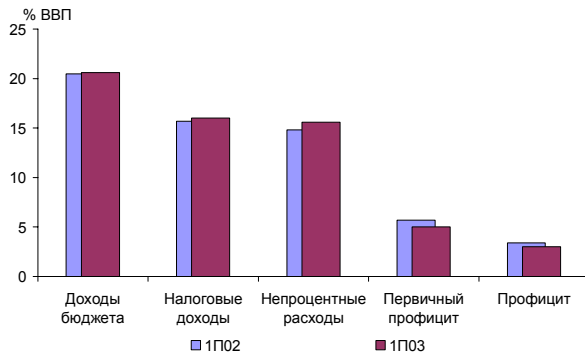
**Илл. 23. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года**


Источник: ЦБР

- Обменный курс на конец августа составил 30,4 руб./\$; мы ожидаем 31 руб./\$ к концу года
- Резервы ЦБР стабилизировались благодаря более медленным заимствованиям в течение лета

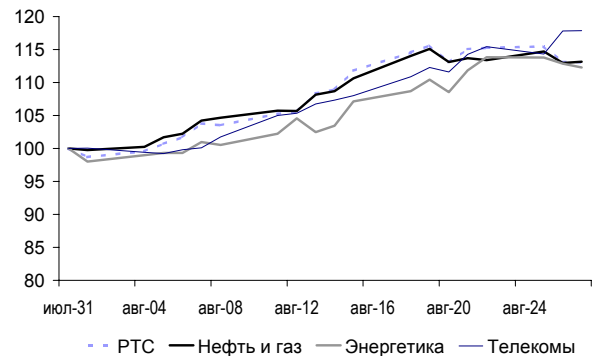
**Илл. 24. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года**


Источник: ЦБР

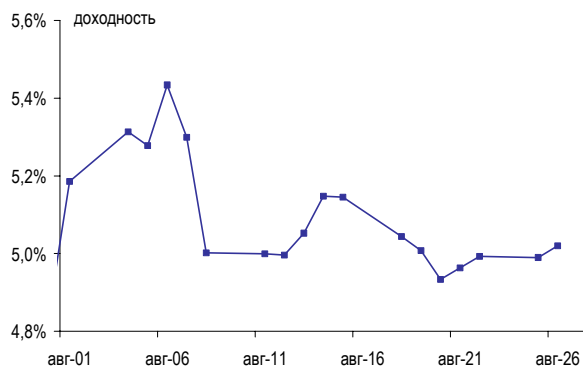
**Илл. 25. Параметры бюджета, 1П02-1П03**


Источник: Минфин

- Профицит бюджета России снизился до 3% от ВВП из-за расходов, предшествующих выборам
- Рост наблюдался во всех секторах, нефтегазовый сектор лидировал большую часть месяца

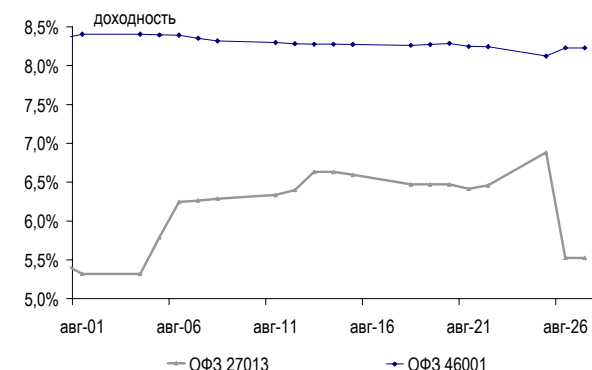
**Илл. 26. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца**


Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 27. Динамика Евро-07, с начала месяца**


Источник: Рейтер

- Российские долговые инструменты были волатильными в августе, следуя за казначейскими обязательствами США
- Ожидание дефляции отразилось на «коротких» ОФЗ, долгосрочные бумаги сохранили позиции

**Илл. 28. Динамика ОФЗ 27013–46001, с начала месяца**


Источник: Рейтер



## Календарь событий

Илл. 29. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
Начало месяца	Региональные телекомы	Отчётность за 2002 г. по МСФО
Сентябрь 5	Юкос	Крайний срок подачи заявок на продажу акций
Сентябрь 8	Юкос	Последняя дата для подачи заявлений на исполнение преимущественного права выкупа акций
Сентябрь 15	Сибнефть	Внеочередное собрание акционеров утвердит промежуточные дивиденды (\$1 млрд.)
Сентябрь 24	Нефть	Очередное собрание ОПЕК
Конец месяца	ИРКУТ	Детали по дополнительному выпуску акций
В течение месяца	Северсталь	Консолидированная отчётность по МСФО за 2002 г.
В течение месяца	ГМК Норильский Никель	Отчётность за 1Кв03 по МСФО
Конец месяца	Ростелеком	Отчётность за 1П03 по МСФО

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Наталья Орлова  
(7 095) 795-3677

## Экономика и политика

**Правительство оставляет расходы на прежнем уровне, чтобы добиться утверждения бюджета**

**ЦБ РФ обвиняет правительство в расточительстве в 1 пол. 2003 г. и пересматривает прогноз инфляции на 2003 г.**

**По нашим прогнозам, в сентябре начнется снижение курса рубля, а процентные ставки вырастут**

В августе главной задачей исполнительной власти было утверждение бюджета на 2004 г. Его проект был одобрен на заседании правительства 14 августа, а 26 августа он был направлен в Госдуму РФ. Мы полагаем, что в этом году рассмотрение проекта бюджета пройдет без проволочек, т.к. депутаты будут заняты подготовкой к парламентским выборам. Кроме того, Министерство финансов старается делать все возможное, чтобы избежать разногласий с Думой. В 2004 г. объем расходной части сохранится на уровне текущего года (14,6% ВВП).

Создается впечатление, что правительство больше заботится о проекте бюджета на следующий год, чем о достижении расчетных показателей в текущем году. Судя по темпам роста, которые за семь месяцев составили 6,9% в год, ВВП растет медленнее, чем в первом полугодии, когда темпы его роста достигали 7,2% в год. Одной из причин такого замедления было резкое повышение эффективного обменного курса рубля, который вырос с начала года на 4% притом, что расчетный годовой показатель на текущий год установлен на уровне 6%. Однако глава ЦБ РФ С. Игнатьев считает, что Банк тут ни при чем. По его мнению, главным виновником ускорения темпов укрепления рубля является стремительный рост инфляции, вызванный чрезмерными бюджетными расходами. Основываясь на том, что непроцентные выплаты в первой половине текущего года составили 12,7% ВВП, а по итогам первой половины прошлого года – 12% ВВП, он полагает, что в этом году инфляция превысит запланированные на этот год 12%. Мы подтверждаем наш прогноз на 2003 г. на уровне 14%.

Как мы отмечали в предыдущем выпуске ежемесячного обзора, в сентябре могут произойти важные изменения в динамике процентных ставок и обменных курсов. По нашему мнению, в результате укрепления доллара по отношению к другим валютам на международном рынке, а также роста доходности казначейских обязательств США курс рубля немного понизится, а внутренние процентные ставки вырастут. Их повышению будут также способствовать парламентские и президентские выборы. По нашим оценкам, курс рубля на конец года составит 31/\$, при этом уменьшится приток заемных средств с международных рынков.

### Илл. 30. Основные события

Дата	Событие
11 августа	<b>Объем государственного внешнего долга России на 1 января 2005 г. не превысит \$114,9 млрд.</b> Предел государственного внешнего долга на 1 января 2004 г. установленный в федеральном бюджете на 2003 г. составляет \$121,4 млрд, а на 1 января 2003 г. – \$124,5 млрд. В 2004 г. Россия выплатит по внешнему долгу \$16,06 млрд. В том числе на погашение будет направлено \$8,96 млрд, и на его обслуживание \$7,1 млрд. (в 2004 г. предусмотрено погашение еврооблигационного займа РФ, номинированного в евро. Объем выпущенных в 1997 г. облигаций составлял 2 млрд. немецких марок.)
11 августа	<b>Министерство финансов РФ планирует привлечь в 2004 г. на внутреннем рынке 259 млрд. руб.</b> за счет размещения государственных ценных бумаг. При этом объем погашений госбумаг составит 118 млрд. руб. Предполагается, что доходность по краткосрочным облигациям (до 1 года) не превысит 6,5%. Стоимость заимствований посредством выпуска среднесрочных и долгосрочных инструментов составит 8,5-10,2%. Объем рыночной составляющей государственного внутреннего долга к 1 января 2005 г. составит около 500 млрд. руб. (более \$16 млрд), при этом доля средне- и долгосрочных инструментов составит около 90% объема рынка.
13 августа	<b>Приток иностранных инвестиций в Россию в 1-м полугодии 2003 г. увеличился в полтора раза до \$12,7 млрд – Госкомстат.</b> В 1-м полугодии 2003 г. из России за рубеж было направлено \$9,7 млрд, что на 3% меньше по сравнению с аналогичным периодом 2002 г. В структуре прямых инвестиций \$862 млн составляли взносы в капитал, \$11 млн – лизинг, \$862 млн – кредиты от зарубежных совладельцев предприятий и \$798 млн – прочие прямые инвестиции. В структуре портфельных инвестиций \$36 млн приходилось на акции и паи и \$2 млн – на долговые ценные бумаги предприятий. В структуре поступивших прочих инвестиций \$1,569 млрд составляли торговые кредиты, \$8,437 млрд – прочие кредиты и \$85 млн – прочие инвестиции.
14 августа	<b>Золотовалютные резервы России с 1 по 8 августа увеличились на \$200 млн до \$64,6 млрд – ЦБ РФ.</b> По итогам августа золотовалютные резервы, скорее всего, снизятся в пределах \$1,5 млрд из-за большого объема выплат по внешнему долгу – более \$2 млрд в августе против \$970 млн в июле. (Средства, предназначенные для выплат по внешнему долгу, учитываются в золотовалютных резервах, поэтому в момент выплаты происходит резкое сокращение объема резервов.) Во второй половине этого года рост золотовалютных резервов сильно замедлится из-за вероятного оттока чистого капитала из России.
15 августа	<b>Промышленное производство в России за январь-июль 2003 г. возросло на 6,8% – Госкомстат.</b> За аналогичный период прошлого года этот индикатор увеличился лишь на 3,9%. В июле текущего года промышленное производство в РФ увеличилось на 7,1% по сравнению с июлем 2002 г. и на 7,5% по сравнению с предыдущим месяцем.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 31. Макроэкономические показатели**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003П
<b>На сентябрь</b>							
Инфляция, %	-0,4	38	1,5	1,3	0,6	0,4	0,7
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,9	16,1	251	27,8	29,4	31,64	30,4
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	23,1	12,7	11,2	25	38	45,6	64,8

*Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка*

## Новости компаний и отраслей

**Метью Томас**

(44 20) 7382-4184

**Константин Резников**

(7 095) 795-3612

**Анна Бутенко**

(7 095) 795-3745

**Нефтяная отрасль научилась «контролировать» свои налоговые обязательства**

**В 2002 г. налоговая политика стала более жесткой...**

**...но удар был смягчен с помощью налоговых убежищ и снижения ставки налога на прибыль**

**Долгосрочный прогноз по налогам внушает оптимизм...**

**...но среднесрочный прогноз вселяет озабоченность. Будет ли закрыта последняя лазейка?**

**Сможет ли отрасль защитить себя?**

**Нефть и газ****«Налоговые сборы» в нефтегазовой отрасли**

Вопреки пословице о неизбежности двух вещей – «смерти и налогов», российский нефтяной сектор мог обоснованно считать себя исключением из правил. После десятилетия экономической депрессии этот сектор вот уже четыре года переживает ошеломляющий подъем, стимулируемый такими факторами, как прочность имущественных прав, эффективный менеджмент и современные технологии. До недавнего времени значительная часть компаний умудрялась также «распылять» налоговые обязательства, превращая налоговое законодательство в малозначимую формальность.

В 2002 г. положение стало меняться. Вооружившись новым Налоговым кодексом и заручившись поддержкой Кремля, Министерство финансов добилось резкого улучшения налоговой дисциплины. Налог на добычу нефти приобрел новую форму и теперь привязан не к расплывчато определяемой «выручке», а к реальному объему производства, что и принесло наибольшую часть увеличения налоговых сборов. При этом правительство упорядочило основу взимания экспортных пошлин, одновременно сократив налог на прибыль, чтобы смягчить последствия этого шага для компаний-налогоплательщиков.

Эффект от этого сказался незамедлительно. В результате роста цен на нефть и повышения налоговой дисциплины «процент налоговых сборов» (сумма налогов/валовая выручка) увеличился с 27% в 2001 г. до 31% в 2002 г. Тем не менее, налоговые лазейки остались. Самый яркий пример – право региональных властей контролировать большую часть налога на прибыль (ставка которого составляет 24%), приводившее к учреждению «налоговых убежищ», позволявших крупным нефтяным компаниям, в частности, таким как ЮКОС и Сибнефть, сокращать налоговые выплаты денежными средствами примерно наполовину.

**Куда идут налоги?**

Разумеется, недавнее прошлое заставляет нас задать много вопросов о будущем налоговой политики в отношении нефтяной отрасли. Конечно, налоги могут как понижаться, так и повышаться. Например, в 90-е гг. МВФ оказывал упорное, и порой успешное воздействие на российское правительство с тем, чтобы то отменило экспортные пошлины на нефть. Последние «воскресли» лишь спустя год после финансового кризиса. В долгосрочной перспективе мы ожидаем конструктивной эволюции налогового режима, имея в виду сдвиг в сегменте разведки и добычи (от категории «выручка/производство» к категории «прибыль»). Например, постепенное устранение экспортных пошлин (в необходимости чего МВФ сумел убедить Россию в конце 90-х гг.), преобразование налога на добычу и введение налога на сверхприбыли.

Гораздо менее определена среднесрочная перспектива (т.е. ближайшие четыре года). Правительство стремится плотнее перекрыть лазейки – как для гарантии на случай падения нефтяных цен, так и в целях получения большей доли сверх-прибылей. Приведем конкретный пример: в 2002 г., насколько мы понимаем, правительство отменило право региональных властей предоставлять льготы по налогу на прибыль. При этом остаётся под вопросом, смогут ли такие компании, как ЮКОС и Сибнефть, в будущем снижать свою эффективную ставку налогообложения.

Наилучшая защита нефтяной отрасли от повышения налогов – быстрый рост в других несырьевых секторах экономики. Это позволит российско-

му правительству смещать центр тяжести налогообложения все дальше от компаний – производителей углеводородов. Еще одним мощным оружием защиты служит сильное нефтяное лобби. **К прискорбию для отрасли, одним из среднесрочных итогов политической неопределенности вокруг ЮКОСа стало возможное ослабление влияния отраслевого лобби, что делает нефтегазовый сектор более уязвимым перед угрозой повышения налогов в ближайшие несколько лет.**

Ниже мы исчислили «налоговое бремя» для выборки из пяти компаний, вычисленное как процент от трех возможных баз для налогообложения:

- как доли от выручки;
- как доли от операционной прибыли;
- как доли исключительно от цены на нефть.

#### **Мы сделали два основных вывода:**

Если налог определять как долю выручки, то ожидается, что налоговые поступления от нефтяного сектора в ближайшие несколько лет сократятся с 35% до 24% (при допущении, что к 2005 г. цена сорта Brent вернется к \$20/баррель). С одной стороны, явление кажется позитивным, но мы полагаем, что оно уже заложено в цену, судя по тому, как был задуман действующий налоговый кодекс.

Правда, сегодня по этому поводу мы испытываем скорее озабоченность. Насколько нам известно, Министерство финансов, формируя налоговую политику, склонно определять «сумму налоговых сборов» как долю от выручки. Хотя «битва» 2001 г. вокруг налоговой политики по отношению к сектору привели к компромиссам, смягчившим силу удара по нефтяным компаниям, ослабленное нефтяное лобби, возможно, не будет столь удачливым в будущем. Вот почему мы опасаемся, что Минфин в качестве нового «приемлемого» уровня налогообложения применит ставку 35%.

Проблема в том, что «плоская» 35%-ная налоговая шкала ударит по прибылям. Ее снижение на 10 п.п., предусмотренное действующим налоговым кодексом (если цена сорта Brent упадет до \$20/баррель) соответствует приблизительно 22% среднеотраслевой операционной прибыли. Причина – в том, что снижение налоговых сборов обеспечивает не более чем стабильную долю правительства в операционной прибыли компаний (на уровне примерно 60%).

Следовательно, «более сильный» нефтяной сектор будет вынужден защищаться – либо попытаться убедить правительство сохранить действующий налоговый режим, либо сосредоточиться не столько на выручке, сколько на прибылях.

#### **В 2003 г. процент налоговых сборов достигнет пика**

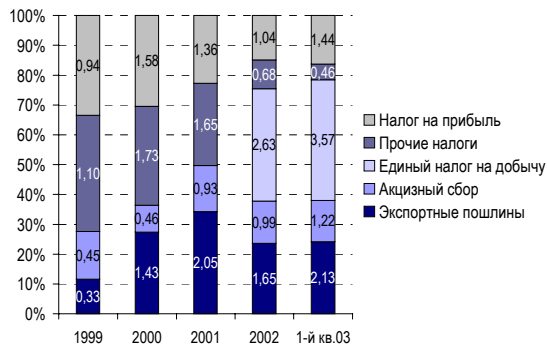
Мы проанализировали фактические налоговые выплаты пяти российских нефтяных компаний за 1999-2002 гг. и ожидаемые выплаты в 2003 г. и далее. В качестве ориентира для наших моделей DCF мы взяли Налоговый кодекс и проект бюджета на 2004 г. Сначала мы выявили структуру налогов, взимаемых с нефтяных компаний, чтобы определить краеугольные камни налоговой системы и понять, как она менялась до текущего момента. В 2002 г. правительство успешно ввело новую налоговую систему, привязанную к экспортным ценам на нефть, в результате чего налоги на баррель добычи росли вместе с экспортными ценами на нефть. В 2002 г. нефтяные компании из нашей выборки, в среднем, заплатили всех налогов по \$6,98/баррель (или на \$1/баррель больше, чем в 2001 г.). Дальнейший рост цен привел к росту налоговых выплат в среднем до \$8,83/баррель в 1КВ03 по ЮКОСу и ЛУКОЙлу (или 34% цены сорта Urals за 1-й кв. 2003 г.).

***С понижением цен на нефть правительству придется «разделить» с отраслью потерю прибыли***

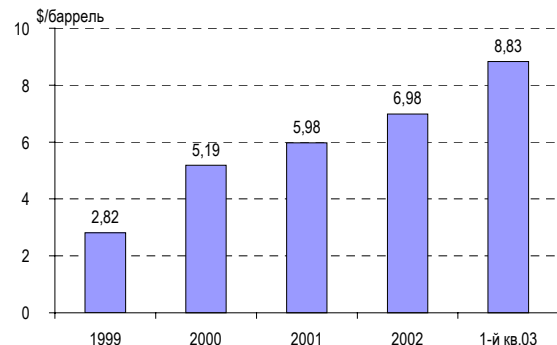
***Есть риск того, что ослабленный нефтяной сектор не сможет предотвратить формирование среднесрочной налоговой политики на основе налога как части выручки,...***

***...что заставит компании нести основные тяготы от падения цен на нефть***

***В 2002 г. налоговые сборы составляли, в среднем, почти \$7 на баррель добычи, за 1-й кв. 2003 г. – почти \$9/баррель***

**Илл. 32. Структура налогов с нефтяных компаний, \$/баррель**


Примечание: НДС исключен из анализа, так как взимается сверх цен, установленных компаниями на свою продукцию  
Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

**Илл. 33. Налоги с нефтяных компаний, \$/баррель**


Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

### Единый налог на добычу – крупнейший налог,...

Самую большую часть налогового бремени образуют: единый налог на добычу (ЕНД), экспортные пошлины и акцизы. Бурно обсуждаемый налог на прибыль составляет лишь 15% суммарных налоговых выплат нефтяных компаний. ЕНД, введенный в начале 2002 г. вместо налога на добычу полезных ископаемых, роялти и акциза на нефть, в настоящее время составляет большую часть совокупных налоговых выплат. В 2002 г. ЕНД составлял, в среднем, \$2,63/баррель и обеспечивал 37,7% всех налогов, тогда как за 1-й кв. 2003 г. (по усредненным данным компаний ЮКОС и ЛУКОЙЛ) он вырос на 35,9% (до \$3,57/баррель) на фоне роста экспортных цен на нефть и составил 40,5% всех налогов.

### ...за которым следуют экспортные пошлины,...

Экспортные пошлины занимают второе место по весу в налоговой нагрузке. Экспортные пошлины на сырую нефть привязаны к экспортной цене смеси Urals, отслеженной за двухмесячный период, и составляют, в среднем, 9-17% цены экспорта. Если цена нефти Urals поднимается выше \$25/баррель, то по формуле, применяемой для расчета экспортных пошлин, их ставка повышается с 35% до 40%. Весной текущего года мы стали свидетелями самой высокой в истории ставки экспортных пошлин, составившей \$40,8/тонну (\$5,6/бар), в результате рекордных цен на нефть в начале года. Таким образом, пошлины составили около 25% от цены на нефть за период (которые скорректировались после зимнего пика). Пошлины на экспорт нефтепродуктов, в свою очередь, привязаны к 90% от пошлины на сырую нефть. В 2002 г. общие экспортные пошлины составили, в среднем, \$1,65 на баррель добычи у крупнейших нефтяных компаний России, или почти четверть всех налогов.

### ...но именно экспортные пошлины обеспечат увеличение налоговых поступлений

В 2002 г. акцизы составили \$0,99/баррель, а в 2003 г. с новыми, повышенными ставками акцизов, введенными на нефтепродукты, этот сбор должен еще вырасти. По данным компаний ЛУКОЙЛ и ЮКОС, за 1-й кв. 2003 г. акцизный сбор вырос до \$1,22/баррель. Значение прочих налогов продолжает уменьшаться, так как по некоторым из них ставки понижены, а другие полностью упразднены. Примером служит налог на пользование дорогами, отмененный, начиная с 2003 г., и социальные налоги, которые будут снижены, начиная с 2005. За 1-й кв. 2003 г. прочие налоги составили лишь 5,2% всех налогов (против 9,7% в 2002 г. и 27,6% в 2001 г.).

В текущем году налоговая нагрузка должна достигнуть своего пика – за счет повышения ставки экспортных пошлин (40%), применяемой, когда средняя цена Urals превышает \$25/баррель. Поскольку наш прогноз цен нефтяного экспорта на текущий год равен \$26,5/баррель, мы ожидаем, что высокие экспортные пошлины составят 20-30% суммарной налоговой нагрузки, что приведет к ее росту с 31% в 2002 г. до 35% в текущем году.



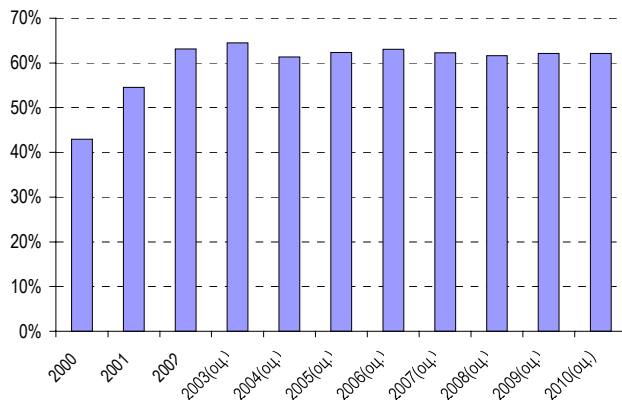
Интуитивно понятно, что снижение экспортных цен приведет к снижению налогового бремени.

- Единый налог на добычу привязан к экспортным ценам на нефть, но в силу особенностей расчетной формулы он снижается быстрее цен.
- Когда цена сорта Urals падает ниже \$25/баррель, ставка экспортных пошлин снижается с 40% до нового эффективного значения 35%, что также ведет к снижению налоговой нагрузки.
- Из-за сокращения чистой рентабельности налог на прибыль, как процент от выручки, также уменьшается.

**Ожидается, что доля налогов в выручке, начиная с 2004 г. снизится,...**

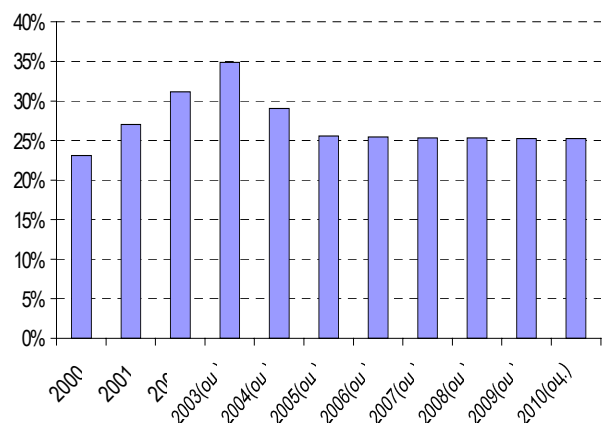
Мы ожидаем, что в 2004 г. доля налогов в выручке сократится на фоне ожидаемой коррекции нефтяных цен (на 2004 г. мы прогнозируем цену Urals на уровне \$22,5/баррель, см. Илл. 36). Дальнейшее снижение цены Urals до \$18,5 за баррель (средний исторический уровень), заложенное в наши прогнозы с 2005 г., должно вывести налоговую нагрузку на новый уровень 25,5%, что даже ниже, чем в 2001 г. **В этом – причина наших опасений того, что правительство, которое, как нам представляется, действительно склонно принимать коэффициент «налог/выручка» за точку отсчета для налоговых изменений, способно повысить налогообложение отрасли.** Т.о., после 2004 г. нефтяные компании могут столкнуться не только с падением цен на Urals, но и с новым повышением налогов.

**Илл. 34. Налоги как процент от операционной прибыли до уплаты всех налогов, взимаемые с крупнейших российских нефтяных компаний, в среднем по пяти компаниям**



Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

**Илл. 35. Налоговая нагрузка (налоги как процент от выручки) на крупнейшие российские нефтяные компании, в среднем по пяти компаниям**



Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

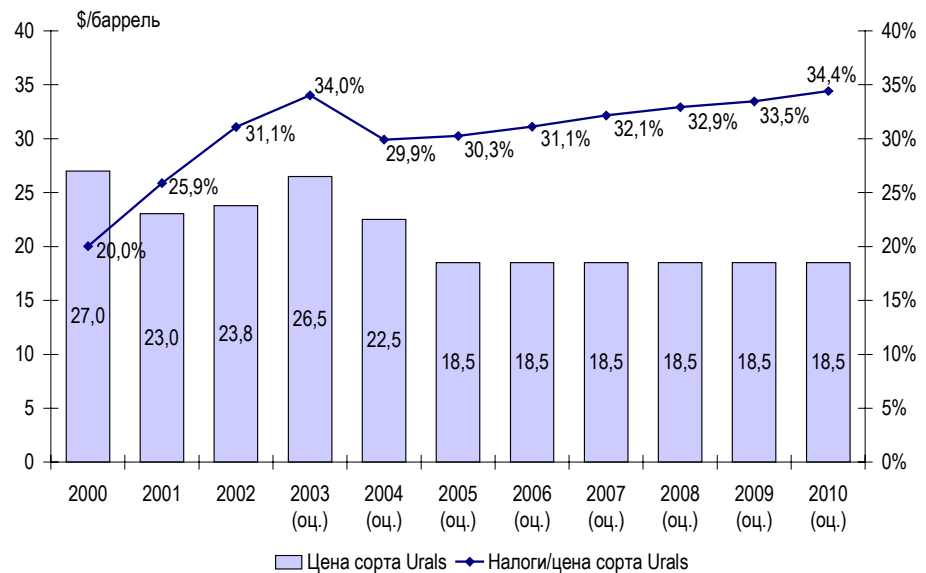
**...однако, с учетом действующего Налогового кодекса, доля налогов в операционной прибыли (до взимания налогов) остается неизменной**

По нашим оценкам, в 2002-2010 гг. налоги как процент от операционной прибыли (до уплаты налогов) останутся почти на неизменном уровне (60%). Нефтяные компании считают это гораздо более приемлемой планкой налогообложения, аналогично расчетам для СРП (согласно которым доходы от продажи сырой нефти покрывают операционные издержки, а остаток, т.е. прибыль инвестора и доля правительства, делится между этими последними).

У авторов существующей налоговой системы имеется «карта в рукаве», предусматривающая изменение формулы расчета единого налога на добычу, начиная с 1 января 2005 г. Налог будет взиматься по ставке 16,5% с нефтяной выручки (по РСБУ). Это предполагает меньшую прозрачность при расчете единого налога на добычу, поскольку в России нет единой внутренней цены на нефть, и компании обычно применяют трансфертное ценообразование. В наших моделях мы используем консервативный расчет единого налога на добычу, начиная с 2005 г., на основе сочетания

экспортных и внутренних цен, которые будут, в свою очередь, постепенно смещаться к паритету с экспортными ценами (за минусом транспортных издержек и экспортных пошлин). Цены взяты: для реализации на внутреннем рынке – за вычетом НДС и акцизов с продаж, а для экспорта – за вычетом экспортных пошлин, акцизов и транспортных расходов. Этот способ аналогичен тому, как до 2002 г. исчислялись другие, основанные на выручке, налоги (такие как роялти и налог на добычу полезных ископаемых).

**Илл. 36. Совокупные налоги в процентах от экспортной цены нефти, в среднем по пяти компаниям**



Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

## Газпром

**Илл. 37. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	19 160	24 183	25 598	24 622
ЕБИТДА, млн. \$	7 175	11 921	11 620	10 246
Чистая прибыль, млн. \$	861	6 261	5 980	5 008
P/E	27,4	3,8	4,6	5,5
EV/ЕБИТДА	5,7	3,5	3,5	4,0
Капитализация, млн. \$	30 096			
EV, млн. \$	41 238			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	104			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 38. 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. 39. Основные события**

Дата	Событие
1 августа	<b>Правление ОАО «Газпром» одобрило объем заимствований на уровне не менее \$2 млрд и сроки реализации программы размещения среднесрочных облигаций (EMTN).</b> Программой предусмотрен выпуск нескольких траншей облигаций, параметры которых будут определяться в зависимости от ситуации на долговых рынках. В ходе реализации программы Газпром сможет использовать различные валюты и сроки погашения отдельных траншей. Это дает эмитенту большую гибкость при определении условий выпуска облигаций.
19 августа	<b>Газпром опубликовал свою неконсолидированную финансовую отчетность по РСБУ за 1П03</b> , которая представляет примерно 80% результатов группы. Выручка головной компании выросла до \$12,9 млрд. из-за высоких экспортных цен, увеличения объема экспорта и повышения в январе внутренних цен на газ на 20%. Чистая прибыль Газпрома выросла в 1П03 в 6,8 раз до \$3,5 млрд., хотя результаты за 2Кв03 и были хуже по сравнению с 1Кв03. Большую часть прибыли компания зарабатывает в зимнее время, когда цены и потребляемые объемы всегда выше, чем во 2-3 кварталах года. По заявлению Газпрома, его неконсолидированная чистая прибыль сократилась в 2Кв03 на 33% до \$1,4 млрд. против \$2,1 млрд. в 1Кв03.

Источник: оценки Альфа-Банка

**ЛУКОЙЛ**
**Илл. 40. 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	8,9	6,3	9,5	8,1
EV/EBITDA	5,3	4,9	5,5	5,0
Капитализация, млн. \$	16 433			
EV, млн. \$	18 564			
Добыча, млн. бнэ	595			
Запасы, млн. бнэ	19 604			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 41. Краткий обзор компании**

Сильные стороны
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Значительные доказанные запасы нефти и газа (19,6 млрд. баррелей)</li> <li>• Независимые экспортные маршруты из района Каспийского моря и Тиман-Печоры, мощностью в 20 млн. тонн</li> </ul>
Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Высокие операционные издержки (\$3/баррель)</li> <li>• Умеренные темпы роста добычи (0,8% в 2001 и 1,9% в 2002)</li> </ul>
Возможности
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Развитие активов в странах Восточной Европы (30% перерабатывающих мощностей)</li> </ul>
Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Возможно, что большие капвложения (\$2,1 млрд. в 2002г. и \$2,4 млрд. в 2003) не принесут ожидаемых результатов</li> <li>• Зависимость от внутреннего рынка нефти (10-15% нефти продается в России)</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 42. Основные события**

Дата	Событие
8 августа	<b>ЛУКОЙЛ вышел в финал тендера на покупку государственного контрольного пакета во второй крупнейшей сети АЗС в Сербии Veorepetrol.</b> После того, как из участия в аукционе вышли OMV, Petrol, Agip и Hellenic Petroleum, единственным конкурентом Лукойла в тендере осталась венгерская MOL. Ранее правительство Сербии сообщило, что ожидает заработать как минимум €100 млн. (\$114 млн.) от продажи, и результаты аукциона будут объявлены 25 августа.
12 августа	<b>ЛУКОЙЛ объявил о планах привлечь синдицированный кредит на сумму \$500 млн. по залог экспортной выручки.</b> Кредит будет структурирован двумя траншами: первый транш на \$200 млн. будет взят на 5 лет и второй на \$300 млн. на семь лет. ABN AMRO и Citigroup будут действовать как организаторы займа. По информации компании, ожидается, что все предварительные процедуры будут завершены к середине октября.
20 августа	<b>По запросу держателей конвертируемых облигаций ЛУКОЙЛ конвертировал облигации на общую сумму \$222 млн из \$350 млн. выпуска в свои глобальные депозитарные расписки (ГДР) и выиграл от этой операции \$245 млн.</b> В соответствии с проспектом эмиссии облигаций, выпущенных в 1997 г. и погашаемых в ноябре 2003 г., каждая облигация может быть конвертирована в 5,625 ГДР (эквивалент 22,5 обыкновенных акций). Текущая цена облигаций составляет \$1520 и они должны были быть погашены по \$1533, что в 3,5 раза выше, чем цена 5,625 ГДР (\$430,8).
21 августа	<b>ЛУКОЙЛ опубликовал финансовые результаты по РСБУ за 1П03.</b> Так как цифры не консолидированные, они могут говорить о двух вещах: изменение в разбивке операций между основной компанией и ее дочками, или об ухудшении операционной эффективности компании. В то время как по итогам полугодия выручка возросла на 15,6% год-к-году, квартальная выручка упала на 14,1% кв-к-кв во 2Кв03, что было частично связано со снижением цен на нефть с пиковых уровней в 1Кв03. Тем не менее, затраты компании на поквартальной основе возросли на 19,2% в 2Кв03. Рост затрат в основном связан с ростом покупок нефти и нефтепродуктов на 33% кв-к-кв до \$562 млн. Несмотря на сильные цены в 1П03, операционная прибыль компании снизилась на 5% до \$923 млн. Чистая прибыль составила \$733 млн. в 1П03, что было выше только на 29,5% год-к-году из-за вне операционной выручки. Чистая прибыль за второй квартал была слабой на уровне \$128 млн., или на 79% ниже кв-к-кв.
21 августа	<b>Правительство предложило список приватизации на 2004, в котором временно не решена продажа оставшихся 7,59% в ЛУКОЙЛЕ.</b> Принимая во внимание стоимость пакета (\$1258 млн. в текущих ценах), правительство решило установить время и размер пакета позднее в зависимости от условий рынка.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сибнефть

### Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	4 777	6 436	6 586	6 466
EBITDA, млн. \$	1 798	2 429	2 287	2 136
Чистая прибыль, млн. \$	1 161	2 030	1 465	1 221
P/E	11,1	6,3	8,8	10,5
EV/EBITDA	8,0	6,0	6,3	6,8
Капитализация, млн. \$	12 849			
EV, млн. \$	14 465			
Добыча, млн. бнэ	192			
Запасы, млн. бнэ	4 718			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 44. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (92%)

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 45. Основные события

Дата	Событие
6 августа	<b>Юкос и Сибнефть объявили о своих планах выплачивать годовые и квартальные дивиденды размером не менее 40% чистой прибыли, рассчитанной по стандартам US GAAP.</b> По нашим расчетам, дивидендные выплаты за 2004 год могут составить как минимум \$1,57 млрд. Потенциальная дивидендная доходность может составить около 6%, что будет самой высокой доходностью по обыкновенным акциям среди российских нефтяных компаний. Так как компании решили поддерживать средний уровень финансового рычага в создаваемой компании и намереваются держать вплоть до \$5 млрд. чистого долга, утверждение щедрой дивидендной политики не удивительно. Однако тот факт, что компании ставят себя в жесткие рамки, обязуясь выплачивать не менее 40% чистой прибыли, может означать необходимость снижения капзатрат или привлечение более существенных объемов заимствований в менее прибыльные годы.
14 августа	<b>Российское Министерство по антимонопольной политике (МАП) дало официальное разрешение на слияние Юкоса и Сибнефти.</b> Это позитивное подтверждение, которое может указывать на спад конфликта между Юкосом и властями. В любом случае, теперь правительство дало своё официальное разрешение продолжать сделку, и не должно больше возникнуть никаких законных препятствий
19 августа	<b>Юкос заплатил первый транш в \$1,25 млрд. основным акционерам Сибнефти,</b> заверяя, таким образом, участников рынка в том, что обе компании уверены в слиянии. По информации источника в компании второй и третий платежи акционерам Сибнефти будут сделаны соответственно в начале и конце сентября. Таким образом, ожидаемый обмен 72% акций Сибнефти на новые акции Юкоса в конце сентября закроет первый раунд сделки даже раньше, чем к концу года. Мы ожидаем, что после этого Юкос объявит условия обмена миноритарным акционерам Сибнефти, в целях продолжить поток позитивных корпоративных новостей.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сургутнефтегаз

### Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	7 068	8 405	8 296	8 053
EBITDA, млн. \$	2 517	2 733	2 717	2 503
Чистая прибыль, млн. \$	1 546	1 619	1 481	1 177
P/E	5,1	4,9	5,3	6,7
EV/EBITDA	1,8	1,7	1,7	1,8
Капитализация, млн. \$	9 655*			
EV, млн. \$	4 547*			
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. 47. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0,05)
- Почти 80% выручки в валюте

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 48. Основные события

Дата	Событие
18 августа	<b>Сургутнефтегаз опубликовал неконсолированную отчетность за 1П03 по РСБУ.</b> Хотя это и не лучший, но единственный источник информации о текущем состоянии дел в компании. Выручка компании выросла на 18% до \$3,06 млрд., благодаря 10%-ному повышению добычи нефти и высоких цен на сырую нефть и нефтепродукты в 1П03. Однако компания не смогла остановить рост себестоимости и операционные издержки выросли за период на 23%. В результате этого операционная прибыль выросла всего 9,7% до \$904 млн. Высокие внеоперационные издержки привели к тому, что прибыль до налогообложения осталась на уровне \$860 млн. Однако, благодаря низким налоговым выплатам (эффективная ставка в 1П03 составила 11,7%), чистая прибыль СургутНГ выросла на 18% до \$760 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Татнефть

### Илл. 49. 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	4,7	4,2	5,3	9,5
EV/EBITDA	4,2	3,1	3,6	4,1
Капитализация, млн. \$	2 410			
EV, млн. \$	3 230			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 972			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 50. 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. 51. Основные события

Дата	Событие
19 августа	Генеральный директор Татнефти Шафагат Тахаутдинов сообщил о некоторых деталях операционного плана компании на 2004-05 гг. Исходя из цены экспорта \$20 за баррель и внутренней цены нефти \$12 за баррель, компания намерена ежегодно сокращать издержки на 10%, чтобы сохранить прибыль до налогообложения в 2004 г. на уровне \$480-500 млн. Хотя мы ожидаем ещё более высокую экспортную цену в 2004 г., объявленные планы существенно не добавят стоимость, чтобы повысить нашу рекомендацию.
21 августа	Татнефть опубликовала планы по участию в приватизационном аукционе по продаже 65,8% турецкого перерабатывающего холдинга Turgas. Так как пакет может стоить до \$1,3-1,5 млрд., Татнефть ищет партнёра для совместной заявки. На данный момент Татнефть поставляет 0,4 млн. нефти в месяц на НПЗ Turgas и намерена увеличить поставки ещё на 80 тыс. т. Татнефть страдает от нехватки вариантов переработки и сейчас ведёт строительство собственного НПЗ в Татарстане

Источник: оценки Альфа-Банка

## Юкос

### Илл. 52. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	11 373	15 052	14 911	13 842
EBITDA, млн. \$	3 942	5 226	5 104	4 137
Чистая прибыль, млн. \$	3 058	3 732	3 605	2 931
P/E	9,7	7,9	8,2	10,1
EV/EBITDA	6,5	4,9	5,0	6,2
Капитализация, млн. \$	29 582*			
EV, млн. \$	25 552*			
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. 53. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Компания находится под полным контролем ее руководства

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 54. Основные события**

Дата	Событие
31 июля	<b>Дочернее предприятие Юкоса Mazeikiu Nafta, в котором компании принадлежит 53,7%, отапортовало об убытке в \$12,9 млн. во втором квартале 2003 г. (по стандартам US GAAP), что выше, чем убыток в \$8,3 млн. в том же отчетном периоде прошлого года. Данный убыток, однако, был вполне ожидаем, так как НПЗ закрывался на 40 дней на регулярные ремонтные работы. После установления контроля над предприятием Юкосом, Mazeikiu Nafta впервые показал прибыль в первом квартале текущего года (\$36 млн.), и можно ожидать, что компания покажет положительные результаты и во втором полугодии, что должно привести к чистой прибыли за весь год.</b>
1 сентября	<b>Юкос хочет взять синдицированный кредит в размере как минимум \$1 млрд. вместо выпуска еврообондов, выпуск которых в таком случае будет отложен «до лучших времен». Хотя данная информация и не была подтверждена компанией, это было бы разумным шагом. Принимая во внимания текущие неблагоприятные условия на рынке, что связано с текущим расследованием компании и ведущих акционеров, для компании может быть сложным привлечь достаточно интереса к своим еврообондам.</b>
4 августа	<b>Несколько западных газет, вслед за публикацией в Sunday Times, написали о текущих переговорах между ChevronTexaco и Юкосом о приобретении 25% последнего за \$6,4 млрд. (4 млрд. фунтов). Предполагается, что западная компания заинтересовалась данным приобретением, в случае провала сделки Юкоса с Сибнефтью. Юкос отказался комментировать такие слухи и ещё раз заявил, что продолжает слияние с Сибнефтью, отрицая, что в проведении сделки есть какие-либо задержки.</b>
5 августа	<b>Юкос вероятно изменит дивидендную политику и увеличит коэффициент выплаты дивидендов до 40% чистой прибыли. По слухам, скоро будет сделано соответствующее заявление. Коэффициент выплаты дивидендов два предыдущие года составляли 16,6% и 23,1% (2001 и 2002, соответственно). Данные слухи пока не подтверждены компанией, но мы полагаем, что они имеют некоторое основание. Так как компания согласилась поднять финансовый рычаг, чтобы сблизиться с уровнем Сибнефти перед планируемым слиянием, компания планирует увеличить чистый долг до \$3,7 млрд. и поддерживать средний уровень чистого долга в будущем. Соглашаясь поддерживать существенную чистую долговую позицию, компании, очевидно, придется скорректировать дивидендную политику с тем, чтобы не аккумулировать слишком много денежных средств и также приблизиться к стратегии Сибнефти: выплачивать все свободные денежные средства от операционной деятельности, остающиеся после капитальных вложений, акционерам.</b>
6 августа	<b>Юкос и Сибнефть выпустили пресс-релиз, в котором объявили о своих планах выплачивать годовые и квартальные дивиденды размером не менее 40% чистой прибыли, рассчитанной по стандартам US GAAP, что даже выше чем выплаты «до 40% чистой прибыли» спекулируемые до официального объявления. Таким образом, по нашим расчетам, дивидендные выплаты за 2004 год могут составить как минимум \$1,57 млрд. Потенциальная дивидендная доходность может составить около 6%, что будет самой высокой доходностью по обыкновенным акциям среди российских нефтяных компаний. Как мы уже писали во вчерашнем утреннем обзоре, практика таких высоких выплат обоснована и могла быть ожидаемой. Так как компании решили поддерживать средний уровень финансового рычага в создаваемой компании и намереваются держать вплоть до \$5 млрд. чистого долга, утверждение щедрой дивидендной политики не удивительно. Однако тот факт, что компании ставят себя в жесткие рамки, обязуясь выплачивать не менее 40% чистой прибыли, может означать необходимость снижения капзатрат или привлечение более существенных объемов заимствований в менее прибыльные годы.</b>
11 августа	<b>Юкос ведет переговоры по строительству трубопровода, который бы соединил словацкую часть трубопровода Дружба (Транспетрол, 49% которого принадлежит Юкосу) с Австрийским НПЗ Schwechat, принадлежащим OMV. По информации газеты две компании (Юкос и OMV) на настоящий момент проводят переговоры, и близки к подписанию соглашения. По информации анонимного источника, мощность трубопровода может составить до 5 млн. тонн в год (0,1 млн.б.с.) с общей протяженностью 60 км. Временные рамки для возможного внедрения проекта еще не известны. Проект может стоить Юкосу около \$30-60 млн. (основываясь на средней стоимости сооружения 1 км нефтепровода в \$0,5-1 млн.)</b>
13 августа	<b>Юкос объявил о подписании меморандума о взаимопонимании с австрийской компанией OMV, которая предоставит компании возможность поставить до 5 млн. т в год на НПЗ компании Schwechat в рамках долгосрочного соглашения. Чтобы выполнить условия сделки, Юкосу придется протянуть 60 км трубопровода, соединив трубы словацкой Transpetrol (на 49% принадлежит Юкосу) и НПЗ. Компания намерена вложить \$31 млн. в строительство трубопровода и должна начать перекачивать нефть в январе 2006 г. Первоначально объемы поставок по трубопроводу составят 2 млн. т в год, а его пропускная способность – 3,6 млн. т. Впоследствии пропускная способность трубопровода может быть расширена до 5 млн. т за счет ввода дополнительных перекачивающих мощностей. Первоначальное соглашение с OMV заключено на десять лет.</b>
14 августа	<b>Российское Министерство по антимонопольной политике (МАП) дало официальное разрешение на слияние Юкоса и Сибнефти. Это позитивное подтверждение, которое может указывать на спад конфликта между Юкосом и властями. В любом случае, теперь правительство дало своё официальное разрешение продолжать сделку, и не должно больше возникнуть никаких законных препятствий</b>
19 августа	<b>Юкос заплатил первый транш в \$1,25 млрд. основным акционерам Сибнефти, заверяя, таким образом, участниками рынка в том, что обе компании уверены в слиянии. По информации источника в компании второй и третий платежи акционерам Сибнефти будут сделаны соответственно в начале и конце сентября. Таким образом, ожидаемый обмен 72% акций Сибнефти на новые акции Юкоса в конце сентября закроет первый раунд сделки даже раньше, чем к концу года. Мы ожидаем, что после этого Юкос объявит условия обмена миноритарным акционерам Сибнефти, в целях продолжить поток позитивных корпоративных новостей.</b>

Источник: оценки Альфа-Банка

**Андрей Богданов**  
(7 095) 795-3613

**Елена Роговина**  
(7 095) 795-3742

**Ростелеком представит финансовый отчет по МСФО за 1П03 в конце сентября**

**Мы ожидаем небольшого роста выручки за счет повышения объема трафика**

## Телекомы

Данные финансовой отчетности Ростелекома по МСФО за 1 полугодие текущего года должны быть опубликованы в конце сентября. Это событие приобретает особое значение, если учесть, что будет представлена классификация операций компании по типу клиентов и деление трафика по категориям. По этим данным можно будет судить об успехе усилий Ростелекома, направленных на стабилизацию своей доли московского рынка междугородней и международной связи.

В то же время, мы считаем, что динамика финансовых коэффициентов будет близка к движению показателей по РСБУ. Мы ожидаем незначительного роста выручки за счет повышения объема трафика (входящих междугородних и международных звонков и исходящих международных звонков).

звонков). Рост трафика компенсирует снижение тарифов международной связи и ставок международных расчетов.

**Илл. 10. Сравнительный анализ финансовых показателей Ростелекома в 1 полугодии 2002 и 2003 гг., МСФО, \$ млн**

	1 пол. 2003 г.	1 пол. 2002 г.	Изменение, %
Выручка	431	415	3,9
ЕБИТДА	181	180	1,0
Чистая прибыль	56	25	124%
Норма ЕБИТДА, %	42	43	
Чистая рентабельность, %	13	6	

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

**Чистая прибыль вырастет более чем в два раза и составит в 1 пол. 2003 г. \$56 млн**

По нашим оценкам, в 1 полугодии текущего года выручка увеличится на 3,9% до \$431 млн, а ЕБИТДА подрастет всего на 1% из-за роста некоторых операционных расходов (страхование, ремонт и техобслуживание) и фонда заработной платы. В то же время, чистая прибыль вырастет более чем в два раза и составит \$56 млн с учетом того, что в первой половине прошлого года компания понесла единовременные валютные убытки в размере \$23 млн.

**Введение новой системы расчетов с региональными операторами с 1 августа**

Мы намереваемся пересмотреть годовой прогноз на 2003 г., но сначала мы должны внести поправки в нашу модель с учетом новой системы расчетов с региональными операторами, которая вступила в силу с 1 августа. По информации Ростелекома, чистая выручка от местных операторов должна увеличиться на 4-5%.

**В сентябре региональные телекомы впервые представят финансовую отчетность по МСФО**

Другим важным событием сентября станет первая публикация данных финансовой отчетности региональных телекомов по МСФО (за 2002 г.). К сожалению, этих данных будет недостаточно для полного понимания динамики регионального бизнеса из-за отсутствия соответствующей отчетности за 2001 г. Тем не менее, данные, которые будут опубликованы, помогут нам лучше понять реальный уровень рентабельности телекомов, а также долю нерегулируемого сектора в общем объеме выручки. Тем не менее, мы полагаем, что показатели операционной и чистой рентабельности по МСФО будут ниже, чем по РСБУ.

## Операторы альтернативной связи Голден Телеком

**Илл. 55. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	199	343	494	531
ЕБИТДА, млн. \$	61	123	165	191
Чистая прибыль, млн. \$	30	55	83	92
P/E	N/3	13,4	8,9	8,0
EV/ЕБИТДА	11,6	5,8	4,3	3,7
Капитализация, млн. \$	736			
EV, млн. \$	714			
Кол-во акций, млн.	24			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 56. Краткий обзор компании**

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## МТС

### Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 362	2 342	2 949	3 348
EBITDA, млн. \$	674	1 135	1 359	1 542
Чистая прибыль, млн. \$	277	467	597	699
P/E	24,3	14,4	11,3	9,6
EV/EBITDA	10,5	6,2	5,2	4,6
Капитализация, млн. \$	6 733			
EV, млн. \$	7 064			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 58. 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. 59. Основные события

Дата	Событие
11 августа	<b>МСТ Согр. продаст МТС доли в 5 мобильных операторах, которые работают по стандарту GSM или имеют лицензии на предоставление услуг связи GSM.</b> МТС заплатит за эти пакеты \$70 млн. Наиболее важный актив из этого набора – 50% Примтелефона (70 тыс. абонентов, лицензия GSM на Дальневосточную лицензионную зону). Оставшиеся 50% компании принадлежат Дальсвязи, и мы считаем, что следующим шагом МТС будет его выкуп. Приобретение 43% Уралтела соответствует планам МТС по доведению владения дочерними компаниями до 100%. Оставшиеся компании открывают перед МТС возможности проникновения в те регионы Поволжья, где у неё нет лицензий.
11 августа	<b>Совет директоров МТС рекомендовал Василия Сидорова в качестве нового Генерального директора,</b> а также назначил с 1 сентября 2003 президентом компании. Кандидатура Сидорова на пост Генерального директора будет рассмотрена акционерами МТС 22 октября.
22 августа	<b>МТС закрыла сделку по покупке СибЧелендж (135000 абонентов, 40% Красноярского мобильного рынка с проникновением 11%) за \$45,4 млн.</b> МТС заплатила \$420/абонента за компанию, долги которой составляют \$9,4 млн. Принимая во внимание, что предложений было несколько, мы полагаем, что цена была разумной.

Источник: оценки Альфа-Банка

## ВымпелКом

### Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 362	2 342	2 949	3 348
EBITDA, млн. \$	674	1 135	1 359	1 542
Чистая прибыль, млн. \$	277	467	597	699
P/E	24,3	14,4	11,3	9,6
EV/EBITDA	10,5	6,2	5,2	4,6
Капитализация, млн. \$	6 733			
EV, млн. \$	7 064			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 61. 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. 62. Основные события

Дата	Событие
1 августа	<b>ВымпелКом назначил новым генеральным директором Александра Изосимова,</b> бывшего топ-менеджера Mars Inc. Совет Директоров ВымпелКом назначил бывшего регионального президента Mars Inc. по странам СНГ, Центральной Европы и Скандинавии Александра Изосимова новым генеральным директором компании. Джо Лундер станет Председателем Совета Директоров. Оба назначения вступят в силу с 1 октября 2003 г.
1 августа	<b>Консультационное агентство AC&amp;M опубликовало цифры по абонентской базе мобильных операторов за июль,</b> которые отражают еще один месяц сильного роста. Абонентская база московской лицензионной зоны расширилась на 430700 человек (4,8%), что представляет собой самый быстрый темп роста за месяц (исключая предновогодние продажи в декабре 2002). В результате, проникновение в московской лицензионной зоне теперь составляет 63%, основываясь на численности населения 15 млн., или 56%, исходя из новой цифры численности населения 17 млн., полученной по результатам переписи 2002. ВымпелКом продолжает укреплять свои позиции с 50% чистых подключений (47% в июне). Мегафон смог подключить 14% новых абонентов. Этот рост был достигнут за счет МТС, которая получила 36% чистых подключений (45% в июне).

Источник: оценки Альфа-Банка



## Операторы традиционной связи МГТС

### Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	418	510	607	636
ЕБИТДА, млн. \$	191	242	299	295
Чистая прибыль, млн. \$	58	95	130	125
P/E	16,5	10,1	6,2	6,4
EV/ЕБИТДА	5,0	3,9	3,2	3,2
Капитализация, млн. \$	905			
EV, млн. \$	951			
Используется линий, '000	4 040			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 64. Краткий обзор компании

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Контрольный пакет МТУ-Информ</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Одни из наиболее устаревших региональных сетей</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Выпуск АДР 3-го уровня при сохранении контроля над МТУ-Информом</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 65. Основные события

Дата	Событие
1 августа	<b>МГТС опубликовала результаты своей деятельности за 1П03 по РСБУ</b> , которые согласуются с результатами региональных телекомов. Выручка выросла на 21% год-к-году из-за роста тарифов, тогда как себестоимость (+26%) роста более быстро, наиболее вероятно из-за индексации зарплат и роста материальных затрат. В результате, операционная прибыль выросла на 15% до \$50 млн. (норма операционной прибыли незначительно снизилась до 26%). Норма чистой прибыли компании 15% – наивысшая среди региональных операторов фиксированной связи. Отчётность МГТС за 1П03 по РСБУ в целом нейтральна и продолжает тенденции, наблюдавшиеся в 1Кв03
15 августа	<b>Внеочередное собрание акционеров МГТС одобрило кандидатуру Михаила Смирнова</b> , бывшего президента МТС, на пост генерального директора компании. Как мы уже писали, это назначение очень позитивно для компании, учитывая ее планы по проведению IPO, и может означать, что эти планы стали более определенными. Другим подтверждением этого является недавнее замечание нового президента МТС Василия Сидорова по поводу того, что переговоры между Системой и Связьинвестом относительно продажи доли Связьинвеста в МГТС близятся к завершению. Мы считаем, что планы по проведению IPO в марте 2004 г. становятся реальными.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Ростелеком

### Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	845	1 004	1 246	1 308
ЕБИТДА, млн. \$	352	378	395	397
Чистая прибыль, млн. \$	37	81	123	96
P/E	44,4	20,3	13,4	17,1
EV/ЕБИТДА	3,9	3,7	3,5	3,5
Капитализация, млн. \$	1 521			
EV, млн. \$	1 388			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 67. Краткий обзор компании

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2007 г.</li> <li>Обладает инфраструктурой национального значения</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Бизнес не диверсифицирован</li> <li>Отсутствие стратегии развития</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Стать ведущим провайдером услуг Интернет</li> <li>Более справедливая схема расчетов с региональными компаниями</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Альтернативные операторы связи</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 68. Основные события

Дата	Событие
31 июля	<b>Ростелеком выпустил отчётность за 1П03 по РСБУ</b> . Выручка незначительно превысила наши ожидания, поднявшись на 3,5% по сравнению с 1П02, из-за роста междугородного трафика. В то же время, сокращение выручки от международного и междугородного трафиков оказались ниже, чем ожидалось, из-за более быстрого роста трафика. Затраты выросли на 2,6% до \$279 млн. из-за индексации зарплат и выходных пособий, а также возросших платежей другим операторам. Значительное падение амортизации (-29%) образовалось из-за полной амортизации некоторых активов в конце 2002 г. В результате более высоких затрат, норма ЕБИТДА сократилась в 1П03 до 47% с 53%. В целом, результаты выглядят скорее хорошо и показывают рост трафика по всем сегментам.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Максим Матвеев CFA**  
(7 095) 795-3736

**Наталья Шевелёва**  
(7 095) 795-3725

**Прогноз цены никеля на 2003 г. повышен до \$8.600/т**

## Металлургия

Мы пересмотрели финансовые модели для ГКМ Норильский Никель и компании Северсталь с учетом повышения безрисковой ставки, а также обновили прогнозы цен на металлы (см. Илл. 69). С учетом пересмотренных моделей на основе DCF мы повысили наши расчетные цены на ГКМ Норильский Никель и Северсталь до \$42 и \$95 за акцию, соответственно.

**Илл. 69. Прогнозы цен на металлы**

		2000	2001	2002	2003 (оц.)	2004 (оц.)	Долгосроч.
<b>Основные металлы</b>							
Никель, \$/т	Пересмотренная	8.653	5.970	6.780	8.600	9.000	6.614
	Предыдущая	8.653	5.970	6.780	7.937	7.275	6.614
	Изменение, %	0	0	0	8	24	0
Медь, \$/т	Пересмотренная	1.814	1.580	1.559	1.653	1.874	1.874
	Предыдущая	1.814	1.580	1.559	1.653	1.874	1.874
	Изменение, %	0	0	0	0	0	0
<b>МПП</b>							
Платина, \$/унция	Пересмотренная	547	530	540	660	600	450
	Предыдущая	547	530	540	550	500	450
	Изменение, %	0	0	0	20	20	0
Палладий, \$/унция	Пересмотренная	685	599	337	200	200	300
	Предыдущая	685	599	337	250	275	300
	Изменение, %	0	0	0	-20	-27	0
<b>Черные металлы</b>							
Холоднокатаная сталь, \$/т	Пересмотренная	300	236	273	370	315	270
	Предыдущая	300	236	273	315	284	270
	Изменение, %	0	0	0	17	11	0
Горячекатаная сталь, \$/т	Пересмотренная	215	164	222	270	230	195
	Предыдущая	215	164	222	240	204	195
	Изменение, %	0	0	0	13	13	0

Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

ГМК Норильский Никель выиграл аукцион по продаже государственной доли (38%) в активах Рудника им. Матросова (50,7% обыкновенных акций) за \$34 млн. Мы считаем, что сделка, расширяющая золотосодержащие запасы компании на 245 т (С1+С2, по российской классификации), благоприятна для ГМК Норильский Никель, так как диверсификация позволит ему снизить волатильность выручки. Между тем, в 2002 г. добыча золота на шахте составила 1 т, и для того, чтобы постепенно довести ее до 10 т в год, ГМК Норильский Никель должен инвестировать порядка \$220-400 млн. Т.о., в краткосрочном плане этот шаг не повлияет на стоимостную оценку компании. Кроме того, компания опубликовала финансовый отчет за 1-е полугодие 2003 г. (по РСБУ), подтверждающий существенное увеличение продаж никеля за 1-е полугодие 2003 г.

**Главный краткосрочный катализатор роста акций ГМК Норильский Никель – публикация отчета за 1-й кв. 2003 г. по МСФО**

Главным краткосрочным фактором, определяющим котировки ГМК Норильский Никель, остается намеченная на сентябрь публикация его отчета (по МСФО) за 1-й кв. 2003 г. (первый в истории компании квартальный отчет по МСФО). Мы также ожидаем, что компания, помимо финансовых показателей, сообщит данные о своих запасах цветных металлов. Кроме того, в сентябре мы ожидаем от компании Северсталь консолидированных итогов (по МСФО) за 2002 г.

**Челябинский трубный опубликовал основные показатели (по МСФО) за 2001 г. и 2002 г.**

Челябинский трубопрокатный завод опубликовал основные показатели по МСФО (аудитор – фирма Deloitte & Touche) за 2001 г. и 2002 г. (первый в истории компании годовой отчет по МСФО). За оба эти года выруч-

ка по РСБУ составляла порядка 95% от соответствующих цифр по МСФО.

Несмотря на рост цен на его продукцию, снижение производства (на 14% год-к-году) привело к 3%-ному (год-к-году) сокращению продаж (до \$256 млн). Операционная и чистая рентабельность упали до 4% и 1% (против 7% и 5% в 2001 г.), что мы считаем низкими цифрами, по сравнению со средними значениями для развивающихся рынков (соответственно, 12% и 9%). Из-за ограниченного потенциала (5%) роста акций мы понизили по ним рекомендацию до ДЕРЖАТЬ.

## Норильский Никель

### Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	3 094	4 324	4 118	3 851
EBITDA, млн. \$	1 195	1 872	1 695	1 442
Чистая прибыль, млн. \$	315	983	868	671
P/E	25,9	8,3	9,4	12,1
EV/EBITDA	7,0	4,4	4,9	5,8
Капитализация, млн. \$	8 150			
EV, млн. \$	8 318			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 71. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

- Низкий технологический уровень по сравнению с западными компаниями
- Социальные расходы превышают 100 млн.долл. в 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. 72. Основные события

Дата	Событие
6 августа	<b>Норильский Никель победил в аукционе по продаже государственного пакета в 38% акций (50.7% голосующих акций) в ОАО «Рудник имени Матросова»,</b> который разрабатывает Наталкинское месторождение. В 2002 рудник имени Матросова произвел около 1 тонны золота. Тем не менее, запасы месторождения оцениваются в 245,4 тонн золота (среднее содержание золота – 2,5 г/тонна) и 68,6 тонн серебра. При соответствующих инвестициях (оцениваемыми в \$220-400 млн.), производство может быть увеличено значительно – до 10 тонн в год. Норильский Никель купил пакет за 1,033 млрд. руб. (\$34 млн) по сравнению со стартовой ценой в 81,4 млн. руб. (\$2,7 млн).
18 августа	<b>По неконсолидированной отчетности по РСБУ ГМК Норильский Никель, выручка компании выросла на 78% в 1П03 до \$1962 млн.</b> (следует заметить, что, основываясь на результатах за 2002 год, консолидированная выручка примерно на 16% больше неконсолидированной. Кроме того, в отчетность не инкорпорированы результаты Norimet). На наш взгляд, рост выручки может быть в значительной степени связан с выросшими ценами на никель и платину, которые выросли на оба металла на 27% год-к-году, а также за счет возросших продаж никеля

Источник: оценки Альфа-Банка

## Северсталь

### Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 897	2 293	2 129	1 975
EBITDA, млн. \$	421	715	551	370
Чистая прибыль, млн. \$	125	332	194	44
P/E	17,3	6,5	11,1	49,3
EV/EBITDA	5,3	3,1	4,1	6,0
Капитализация, млн. \$	2163			
EV, млн. \$	2238			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 74. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма EBITDA (МСБУ) в 2001 г. – 16%
- 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. 75. Основные события**

Дата	Событие
31 июля	<b>Северсталь опубликовала финансовые результаты по РСБУ за 1П03.</b> Выручка выросла на 57% год-к-году в основном из-за роста цен на 46% год-к-году (выпуск вырос на 7% год-к-году). Данный рост связан с постепенным улучшением рыночных условий за период. Затраты выросли только на 28% год-к-году, и валовая выручка выросла на 188% год-к-году до \$420 млн. Прочие расходы снизились на 86% год-к-году до \$18 млн. Чистая прибыль составила \$295 млн. в 1П03 против убытка в \$38 млн. в 1П02.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Максим Матвеев CFA**  
(7 095) 795-3736

**Павел Соколов**  
(7 095) 795-3735

**В 2002 г. на АвтоВАЗе отмечено снижение норм прибыльности по МСФО**

## Машиностроение

В августе АвтоВАЗ опубликовал финансовые итоги за 2002 г. (по МСФО). Практически все нормы прибыльности снизились. Выручка упала на 8% год-к-году (до \$3.760 млн) при сокращении объемов продаж на 13% (674.000 автомобилей против 776.000 в 2001 г.). Падение оборота удалось смягчить за счет сдвига в ассортименте в сторону производства запчастей и сборочных узлов. Себестоимость реализованной продукции упала на 4% (при сокращении объемов производства), и поскольку это снижение оказалось меньшим, чем 8%-ное падение выручки, валовая рентабельность уменьшилась на 3 п.п. Мы полагаем, что главными факторами, определившими затраты на материалы, были цены на сталь и электроэнергию, которые снизились лишь на 4% год-к-году и составили 73% себестоимости реализованной продукции (снижение на 3 п.п., год-к-году).

**Илл. 76. Сравнение финансовых итогов АвтоВАЗа, 2001-02 гг., МСФО**

	2002 г.	2001 г.	Изменение, год-к-году	2002 г. (оц. Альфа-Банка)
	\$ млн	\$ млн	%	\$ млн
Выручка	3.760	4.090	-8	3.478
Себестоимость готовой продукции	3.187	3.335	-4	3.020
Валовая прибыль	573	756	-24	458
Коммерческие, общие и адм. расходы	318	319	0	328
Расходы на НИОКР	45	90	-50	64
Прочие операционные расходы	23	74	-69	32
Операционная прибыль	187	273	-31	34
Прочие расходы (доходы)	(10)	(387)	-97	4
Прибыль до налогов	197	660	-70	29
Налоги	155	44	250	7
Чистая прибыль	42	616	-93	22
Доля меньшинства	8	115	-93	4
Скорректированная чистая прибыль	34	501	-93	19
Амортизация	185	187	-1	168
ЕВITDA	372	460	-19	201
<b>Нормы рентабельности</b>				
Валовая	15%	18%		13%
Операционная	5%	7%		1%
Доналоговая	5%	16%		1%
Чистая	1%	15%		1%
ЕВITDA	10%	11%		6%
Эффективная налоговая ставка	79%	7%		24%

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

**Чистая прибыль упала наполовину (из-за повышения налогов в 2002 г. и внесения изменений в порядок отчетности в 2001 г.)**

В 2002 г. чистая прибыль достигла \$42 млн, что соответствует чистой рентабельности лишь в 1% и объясняется ростом эффективной ставки налога (79%). Резкое сокращение чистой прибыли (на 93%, год-к-году) стало результатом т. н. «эффекта базы». Дело в том, что в 2001 г. чистая прибыль оказалась неестественно высокой благодаря бухгалтерским корректировкам, внесенным в отчетность (например, доход от курсовой разницы и списание пеней по налогам и некоторых обязательств).

**Мы сохраняем ту же расчетную цену \$27 и рекомендуем ДЕРЖАТЬ**

**ИРКУТ увеличит число акций в свободном обращении до 25%**

**ЕБРР профинансирует компанию «Силловые машины»**

**УАЗ и ЗМЗ показали хороший рост за 1-е полугодие 2003 г.**

Мы сохраняем расчетную цену на основе DCF неизменной \$27, но с учетом ограниченного потенциала роста 7% даем по акциям АвтоВАЗ'а рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

На ежегодном авиакосмическом шоу в Москве ИРКУТ (бывшее ИАПО), российский производитель военной авиации, объявил о планах привлечь внешнее финансирование. Компания предпримет новое размещение акций на российском фондовом рынке (возможно также размещение акций на международных рынках, но трудность в том, что компания связана «Законом о государственной тайне»). В данный момент на рынке торгуются около 6% акций компании, и новое размещение увеличит количество акций в свободном обращении до 25%, что сильно улучшило бы их ликвидность. По заявлению представителей компании, подробности планируемого размещения будут обнародованы в конце сентября. Компания ИРКУТ уже хорошо известна на рынках капитала, так как она активно работает с долговыми инструментами. Для справки, в 2002 г. чистая прибыль компании достигла \$11 млн при выручке в \$560 млн.

ЕБРР объявил, что выдаст компании «Силловые машины» семилетний кредит на сумму \$75 млн, часть которого пойдет на финансирование экспортных контрактов. Это – положительный сигнал для компании, которая сумела привлечь кредиты со сроками погашения, сравнимыми с длительностью выполнения полученных заказов.

В августе УАЗ и ЗМЗ (дочерние предприятия компании Северсталь-Авто) опубликовали хорошие финансовые результаты за 1-е полугодие 2003 г. по РСБУ.

Выручка УАЗ'а увеличилась на 29% год-к-году до \$161 млн благодаря росту экспорта и продаж запасных частей. За 1-е полугодие 2003 г. УАЗ произвел 37.000 автомобилей (рост на 9,1% год-к-году). Коммерческие, общие и управленческие расходы не помешали высокому уровню операционной рентабельности, которая за этот период достигла 7% (против 2% за 1-е полугодие 2002 г.). Действенные меры по сокращению производственных расходов позволили вернуть прибыльность в область положительных значений: чистая прибыль достигла \$3,2 млн (по сравнению с чистыми убытками в \$5 млн за 1-е полугодие 2002 г.).

ЗМЗ не продемонстрировал резких изменений в своей и без того высокой прибыльности: норма чистой прибыли достигла 14%. За 1-е полугодие 2003 г. ЗМЗ продал 129.000 двигателей (т.е. на 8,7% больше, чем в прошлом году). Благодаря увеличению продаж и сдвигу в сторону более дорогостоящих моделей его выручка «подскочила» на 26% год-к-году до \$128 млн. Коммерческие, общие и управленческие расходы выросли на 44% до \$13 млн., что слегка сказалось на операционной марже (снижение на 1 п.п. до 20%). Прибыль росла темпом, близким к темпу роста выручки, и составила \$18 млн за 1-е полугодие 2003 г. (увеличение на 25%, год-к-году).

Мы сохраняем позитивный взгляд на компанию Северсталь-Авто и подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ при расчетной цене \$5,4.

## Объединённые Машиностроительные Заводы

### Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	393	431	453	493
EBITDA, млн. \$	62	65	66	67
Чистая прибыль, млн. \$	17	20	19	19
P/E	15,0	12,6	13,2	13,1
EV/EBITDA	4,4	4,2	4,2	4,1
Капитализация, млн. \$	255			
EV, млн. \$	275			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 78. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

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

#### Слабые стороны

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

#### Возможности

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

#### Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 79. Основные события

Дата	Событие
5 августа	<p><b>ОМЗ подписали два контракта на строительство кораблей:</b></p> <p>1) контракт с ВМФ России на строительство головного артиллерийского катера с водоизмещением менее 500 т и стоимостью \$20 млн.;</p> <p>2) контракт с Федеральной Пограничной Службой на поставку скоростного катера «Соболь» стоимостью около \$3 млн. Катер конструкции этого проекта может стать базовой единицей ФПС до 2015, что может привести к дополнительным заказам для ОМЗ.</p> <p>Строительство будет производиться на верфи «Алмаз» (ОМЗ владеет 72,77%) и мы ожидаем, что корабли будут поставлены в 2004 г. Это добавит \$23 млн. к консолидированной выручке ОМЗ за 2004П.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

**Александр Свинов**  
(7 095) 795-3745

## Пищевая промышленность и розничная торговля

**Отсутствие новостей о сделке между Даноном и ВБД может быть вызвано временными трудностями, но мы настроены оптимистично**

Вимм-Билль-Данн (ВБД) по-прежнему хранит молчание по поводу сделки с Даноном, поэтому мы полагаем, что переговоры все еще продолжаются. Отсрочка может быть вызвана, главным образом, разногласиями по поводу цен и судьбы активов производства соков. Данон не проявил никакой заинтересованности в этом сегменте, но поскольку соки и молочная продукция производятся на одних и тех же заводах, очень трудно разделить производственные мощности. Тем не менее, мы полагаем, что эта проблема не станет непреодолимым препятствием, и мы с нетерпением ожидаем известий о сделке.

**ВБД может скоро купить «Ессентуки», одну из самых известных советских торговых марок**

ВБД может в ближайшее время расширить ассортимент бутилированной продукции, если ему удастся приобрести завод «Целебный источник», производящий минеральную воду «Ессентуки». Компания приступила к рассмотрению вопроса о покупке завода еще в мае, и мы полагаем, что этот шаг может служить подтверждением намерений этого гиганта молочной промышленности. В частных беседах представители ВБД говорят о том, что компания может подойти к заключению этого соглашения предстоящей осенью. Если сделка состоится, «Ессентуки» станут существенным вкладом в портфель торговых марок ВБД.

**По нашим оценкам, по итогам текущего года Сан Интербрю обогнит российский рынок пива на 4 п.п.**

Сан Интербрю приобрел пивоварню «Булгар-хмель», одну из самых современных в России, построенную в 2001 г. Благодаря этой покупке мощности Сан Интербрю увеличатся на 12%, что положительно скажется на работе компании, которая в последние время испытывает некоторые трудности, связанные с недостатком мощностей в России. По нашим оценкам, в этом году объем продукции Сан Интербрю увеличится на 12,7%, в то же время объем российского рынка возрастет на 8,4%.

**Посредственные показатели Балтики за 1 пол. 2003 г. подтверждают наше мнение о том, что по итогам года компания будет отставать от рынка**

Финансовые показатели Балтики за 1 полугодие текущего года оказались посредственными. Как мы ожидали, усилия компании по восстановлению сети сбыта все еще сказываются на ее результатах. По этой причине все финансовые коэффициенты понизились по сравнению с тем же периодом прошлого года, причем чистая прибыль упала на 10% и составила \$50,8 млн. Хотя снижение показателей частично объясняется холодным летом, мы считаем, что в текущем году компания будет отставать от рынка в целом.

## ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

### Вимм-Билль-Данн

#### Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	825	965	1143	1345
EBITDA, млн. \$	84	95	131	165
Чистая прибыль, млн. \$	36	41	61	84
P/E	25,5	22,4	15,0	10,9
EV/EBITDA	11,7	10,3	7,5	6,0
Капитализация, млн. \$	913			
EV, млн. \$	985			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 81. Краткий обзор компании

##### Сильные стороны

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

##### Слабые стороны

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

##### Возможности

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

##### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

## Балтика

#### Илл. 82. 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	11,1	11,2	10,6	10,3
EV/EBITDA	6,8	6,3	5,9	5,7
Капитализация, млн. \$	1 523			
EV, млн. \$	1 590			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 83. Краткий обзор компании

##### Сильные стороны

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

##### Слабые стороны

- Отсутствие полностью интегрированной дистрибуторской сети
- Низкая ликвидность и незначительный 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. 84. Ключевые финансовые индикаторы				
На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	410	510	628	729
ЕБИТДА, млн. \$	70	94	116	137
Чистая прибыль, млн. \$	-3	10	26	37
P/E	Н/М	38,9	14,2	10,1
EV/ЕБИТДА	7,5	5,6	4,5	3,8
Капитализация, млн. \$	371			
EV, млн. \$	525			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-Банка

## Илл. 85. 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. 86. Основные события

Дата	Событие
1 августа	<b>SUN Interbrew приобрела Булгар-Хмель, крупнейшую пивоварню в Чувашии.</b> Мы считаем, что приобретение этого относительно нового завода (построен в 2001 г.) очень положительно для компании, так как все восемь пивоварен компании в данный момент работают близко к максимальной мощности. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям компании.
19 августа	<b>SUN Interbrew намерена выйти на российский рынок заёмного капитала с помощью размещения облигаций на 2,5 млрд. руб.</b> Сумма, полученная от размещения, будет использована для покрытия краткосрочных обязательств. Этот шаг соответствует ранее объявленной стратегии по сокращению краткосрочных обязательств, хотя компания немного опоздала. Бум на долговом рынке прошёл, и SUN вряд ли получит низкие процентные ставки.

Источник: оценки Альфа-Банка

## РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 87. Ключевые финансовые индикаторы				
На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	84	103	124	142
ЕБИТДА, млн. \$	16	19	21	23
Чистая прибыль, млн. \$	9	11	13	14
P/E	12,90	10,57	9,21	8,35
EV/ЕБИТДА	6,60	5,64	4,89	4,50
Капитализация, млн. \$	117			
EV, млн. \$	105			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-Банка

## Илл. 88. 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

**ЦБ РФ запланировал проведение либерализации рынка банковских акций на 2004 г., однако, точные сроки установлены не были**

## Банковский сектор

21 августа ЦБ РФ представил правительству проект основных направлений кредитно-денежной политики на 2004 г. В документе содержится перечень планируемых реформ банковской отрасли, однако мы надеялись, что он будет носить более конкретный характер. В первом квартале Центральный Банк намеревается осуществить ряд мер, направленных на расширение административного регулирования, однако точные сроки проведения других преобразований не указаны. Так, например, в списке первоочередных задач ЦБ снова появились поправки к Закону «О банках и банковской деятельности», принятие которых обеспечит нерезидентам более широкий доступ к рынку банковских акций, однако никаких сроков практического осуществления этой задачи установлено не было. Мы по-



**Рост прибыли Сбербанка в 1 полугодии 2003 г. всего на 9% на фоне повышения расходов на 30%**

**Тем не менее, мы подтверждаем расчетную цену \$338 и рекомендацию ПОКУПАТЬ**

лагаем, что судьба этих изменений будет иметь ключевое значение для привлекательности Сбербанка для иностранных инвесторов.

В начале августа были обнародованы вызывающие беспокойство финансовые показатели Сбербанка за 1 полугодие текущего года. Хотя чистая прибыль выросла на 20%, что соответствует нашим прогнозам, подготовленным на основе отчетности по МСФО, более подробные данные свидетельствуют о замедлении роста доходов от вложений и о стремительном росте расходов, включая затраты на персонал и процентные выплаты.

Хотя мы подтверждаем расчетную цену \$338 за обыкновенную акцию, а также рекомендацию ПОКУПАТЬ, отсутствие эффективного контроля над расходами может повредить репутации Сбербанка на рынке. Однако, если российским компаниям придется увеличить объем внутренних заимствований во 2 полугодии текущего года из-за роста мировых процентных ставок, Сбербанк может от этого выиграть. Укрепление рубля выше уровня прогнозов также благоприятствует Сбербанку.

**Илл. 89. Финансовые показатели Сбербанка по РСБУ, \$ млн**

	1 пол. 2002 г.	1 пол. 2003 г.	% изменения
Доходы от вложений	1 356	1 488	9,7%
Доходы от бумаг с фиксированной доходностью	473	535	13,1%
Итого доходы	1 901	2 074	9,1%
Процентные выплаты	816	1 045	28,1%
Итого процентные выплаты	849	1 099	29,5%
Доходы от платежей	204	278	36,0%
Прибыль	1 257	1 253	-0,3%
Расходы на персонал	567	752	32,7%
Операционные расходы	144	172	19,3%
Прибыль до налогообложения	628	752	19,7%

Источники: Сбербанк, оценка Альфа-Банка

## Сбербанк

**Илл. 90. 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	4,9	4,1	4,1	4,2
Капитализация, млн. \$	4 903			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 91. Краткий обзор компании**

### Сильные стороны

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

### Слабые стороны

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

### Возможности

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

### Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 92. Основные события**

Дата	Событие
31 июля	<b>Сбербанк опубликовал предварительные финансовые результаты за 1П03. Капитал банка вырос на 19% с начала года до уровня \$4,4 млрд. Чистая прибыль в 1П03 составила \$692 млн.</b> Помимо роста чистой прибыли на 20% год-к-году в 1П03, хорошей новостью является увеличение на 14% кредитного портфеля, что выше среднего темпа роста активов Сбербанка. В течение этого периода активы выросли на 12%, что показывает, что банк предпринимает действия для расширения клиентской базы и компенсации снижения доходов от портфеля активов с фиксированной доходностью.
11 августа	<b>Сбербанк намерен сократить с 15 августа процентные ставки по розничным рублёвым депозитам на 2% и на 1,25% по долларoвым.</b> Долгосрочные рублёвые ставки составят 11%, тогда как валютные достигнут 7,25%.
18 августа	<b>Государственный Пенсионный Фонд намерен определить список банков, которые будут уполномочены хранить на депозитах деньги фиксированной части пенсионных накоплений.</b> В соответствии с недавно разработанным законопроектом, доступ к пенсионным деньгам будет предоставлен только тем банкам, у которых акционерный капитал превышает 6 млрд. руб. (около \$200 млн.), а размер собственных средств – 700 млн. руб. (\$23 млн.), к тому же у этих банков должен быть опыт участия в социальных программах. Т.о. на данный момент только три банка – Сбербанк, МДМ и Банк Москвы подходят под это определение.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Валентина Крылова**

(7 095) 795-3742

**Екатерина Леонова**

(7 095) 785-9678

***Цены российских облигаций изменялись вслед за казначейскими обязательствами США, игнорируя внутренние новости***

***Решения Центрального Банка Бразилии и ФРС США оказали нейтральное влияние на российские облигации***

***Сохранится зависимость российского долгового рынка от казначейских обязательств США***

## **Рынок облигаций**

К концу августа российские еврооблигации с погашением в 2018-2030 гг. выросли на 0,5-1,6%, при этом цены краткосрочных инструментов и ОВВЗ упали в среднем на 0,3-1,1%. В течение всего месяца российские долговые инструменты неуклонно следовали за изменениями цен казначейских обязательств США, игнорируя внутренние новости и события на развивающихся рынках. В частности, успешное размещение выпуска американских облигаций со сроком обращения 10 лет на аукционе 7 августа вызвало резкий скачок цен российских облигаций на следующий день (на 2-2,6%). В то же время, обнадеживающие макроэкономические показатели США оказали сильное понижающее давление на казначейские обязательства США и, соответственно, на российские облигации.

На заседании Комитета по открытому рынку ФРС США 12 августа и совещании правительства Бразилии 19-20 августа рассматривался вопрос об уровне процентных ставок. Решение ФРС оставить ставки без изменений соответствовало ожиданиям рынка. С одной стороны, представители ФРС подчеркивали, что угроза дефляции в американской экономике сохраняется. С другой стороны, отмечались признаки оживления экономики США. В результате, увеличился угол наклона кривой казначейских обязательств: краткосрочные выпуски выросли в цене, а цены облигаций со сроками обращения 10 и 30 лет понизились. Однако развивающиеся рынки никак не отреагировали на комментарии ФРС.

Решение правительства Бразилии понизить ключевую ставку «Selic» на 250 п.п. до 22% было неожиданным для инвесторов, которые предполагали, что ставка будет снижена только на 150 п.п. Эта новость вызвала рост цен на долговом рынке Бразилии, но не повлияла на российские облигации, которые по-прежнему зависят от динамики цен казначейских обязательств США.

В сентябре сохранится сильная зависимость российских долговых инструментов от ценовой динамики казначейских обязательств США независимо от новостей, которые будут поступать с развивающихся рынков. Инвесторы будут внимательно следить за макроэкономическими показателями США. Несмотря на то, что на запланированном на 16 сентября заседании Комитета по открытому рынку ФРС США процентные ставки, скорее всего, изменены не будут, высказывания о перспективах развития американской экономики, несомненно, скажутся на ценах облигаций.

В целом, на долговом рынке США преобладают пессимистические настроения. Инвесторы опасаются, что оживление американской экономики и значительные объемы новых размещений окажут существенное давление на цены. В этом случае, цены российских облигаций могут упасть на 2-4% из-за снижения котировок казначейских обязательств США.

**Илл. 93. Основные события**

Дата	Событие
1 августа	<b>В августе выплаты России по внешнему долгу превысят \$2 млрд</b>
1 августа	<b>Результаты обмена части внешнего долга Бразилии разочаровали инвесторов.</b> Несмотря на то, что объем сделки \$1,3 млрд соответствовал ожиданиям рынка, результаты обмена были негативно восприняты инвесторами. Во-первых, разочарование принес отказ правительства проводить выкуп облигаций C-bond, несмотря на суммарный объем заявок \$342 млн. Во-вторых, результаты обмена продемонстрировали снижающийся интерес к активам Бразилии. Так, помимо обязательств, выпущенных при обмене долга, было размещено новых облигаций лишь на \$125 млн. К тому же после эмиссии по новым выпускам установился нисходящий тренд. Однако зависимость российского долга от развивающихся рынков заметно сократилась и основное влияние на цены в настоящий момент оказывает динамика казначейских обязательств США.
5 августа	<b>МВФ принял решение о выделении Турции финансовой помощи в размере \$500 млн.</b> Эта новость, а также решение агентства Fitch повысить рейтинговый прогноз Турции до положительного уровня, вызвали рост цен на долговом рынке Турции. Тем не менее, цены российских долговых инструментов не изменились.
7 августа	<b>Министерство финансов США успешно разместило на аукционе выпуск облигаций с сроком обращения 10 лет,</b> что привело к росту цен всех долговых инструментов. Инвесторы внимательно следили за этим аукционом, проводившимся вслед за неудачным размещением бумаг на предыдущей неделе. Уровень спроса можно назвать обнадеживающим.
12 августа	<b>Результаты совещания Комитета по открытому рынку ФРС США оказались нейтральными для рынка долговых инструментов.</b> Процентные ставки не изменились. С одной стороны, представители ФРС утверждали, что угроза дефляции в США сохраняется. С другой стороны, были отмечены некоторые признаки оживления американской экономики. В результате, увеличился угол кривой котировок казначейских обязательств: цены краткосрочных выпусков выросли, а цены бумаг со сроками обращения 10 и 30 лет упали. Тем не менее, развивающиеся рынки никак не отреагировали на комментарии ФРС.
18 августа	<b>Агентство S&amp;P повысило долгосрочный кредитный рейтинг Московской области до уровня «В+», прогноз стабильный</b>
20 августа	<b>Центральный банк Бразилии понизил ставку Selic на 250 б.п. до 22%,</b> хотя прогноз не превышал 23% годовых. Эта новость стимулировала рост цен бразильских облигаций, но не оказала позитивного влияния на российский рынок, который, как и раньше, зависит от динамики долгового рынка США.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Илл. 94. Динамика валютных облигаций на 27 августа 2003 г.**

	Дата погашения	Цена	Изменение	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
<b>Облигации Минфина</b>						
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
<b>Еврооблигации</b>						
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
<b>Муниципальные облигации</b>						
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
<b>Корпоративные облигации</b>						
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



**Обычно волна В дает последний шанс достойно закрыть старые длинные позиции и открыть новые короткие позиции**

Как мы уже писали в отчете за август, волна В отражает отскок цен вверх при новой нисходящей тенденции. Для нее характерен низкий объем. Появляется последняя возможность покинуть старые длинные позиции, сохранив достоинство. Здесь рынок дает еще одну возможность открыть новые короткие позиции. Согласно Теории волн Эллиота, ралли может, в зависимости от типа происходящей коррекции, либо дойти до прошлых максимумов (формируя модель «двойная вершина»), либо даже преодолеть их, прежде чем вернется вниз. На наш взгляд, волна С (возможно начавшаяся на уровне 528) не оставит сомнений в том, что восходящий тренд завершен. В зависимости от типа коррекции волна С нередко опускается гораздо ниже основания волны А, демонстрируя все известные в техническом анализе типы классических сигналов к открытию коротких позиций.

**Плоская коррекция на РТС должна создать хорошие возможности для долгосрочного инвестирования в диапазоне 427-433**

По Теории волн Эллиота, корректирующие волны никогда не подразделяются на пять волн. За исключением треугольников, типичная корректирующая волна состоит из трех волн. Корректирующие волны образуют четыре модели: зигзаги (zig-zags), плоские волны (flats), треугольники, двойные и тройные тройки (double and triple threes). Плоская коррекция, в отличие от зигзагообразной, образует конфигурацию 3-3-5. Обратите внимание, что на Илл. 96 волна А состоит из трех волн, а не из пяти. В целом, плоская волна является скорее конфигурацией консолидации, чем коррекции. Она свидетельствует о силе бычьего рынка. Так, на бычьем рынке волна В достигает вершины волны А, демонстрируя более высокий рыночный потенциал. Завершающая волна С обычно заканчивает свой ход у основания волны А или чуть ниже – в отличие от модели зигзаг, которая опускается гораздо ниже. На наш взгляд, в настоящее время на РТС происходит плоская коррекция. **Мы видим хорошие возможности для долгосрочного инвестирования в диапазоне 427-433, при нашем долгосрочном техническом расчетном уровне около 560.**

**Дневные графики демонстрируют модель «бычья западня»**

Индекс РТС не смог удержаться выше максимума за 7 июля и вернулся ниже уровня 521, что потенциально можно считать фигурой «бычья западня». Очень часто «бычья» ловушка оказывается надежным «медвежьим» сигналом. Кроме того, индекс РТС формирует модель перелома тенденции «двойная вершина», как видно на Илл. 96.

### **Краткосрочный тренд и циклы**

**Краткосрочный тренд индекса РТС все еще остается бычьим**

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 97 прошла свой локальный минимум в районе 440 и движется вверх, что указывает на продолжающийся бычий краткосрочный тренд. Быстрая адаптивная линия тренда (ATL) прошла новую локальную «вершину» несколько дней назад и начала снижаться, что указывает на возможное начало корректирующей волны С по Эллиоту. Вчера быстрая адаптивная линия тренда (ATL) пересекла быструю адаптивную скользящую среднюю (АМА), откуда следует вывод, что быстрый момент стал отрицательным.

**Быстрый момент опустился ниже нулевого уровня**

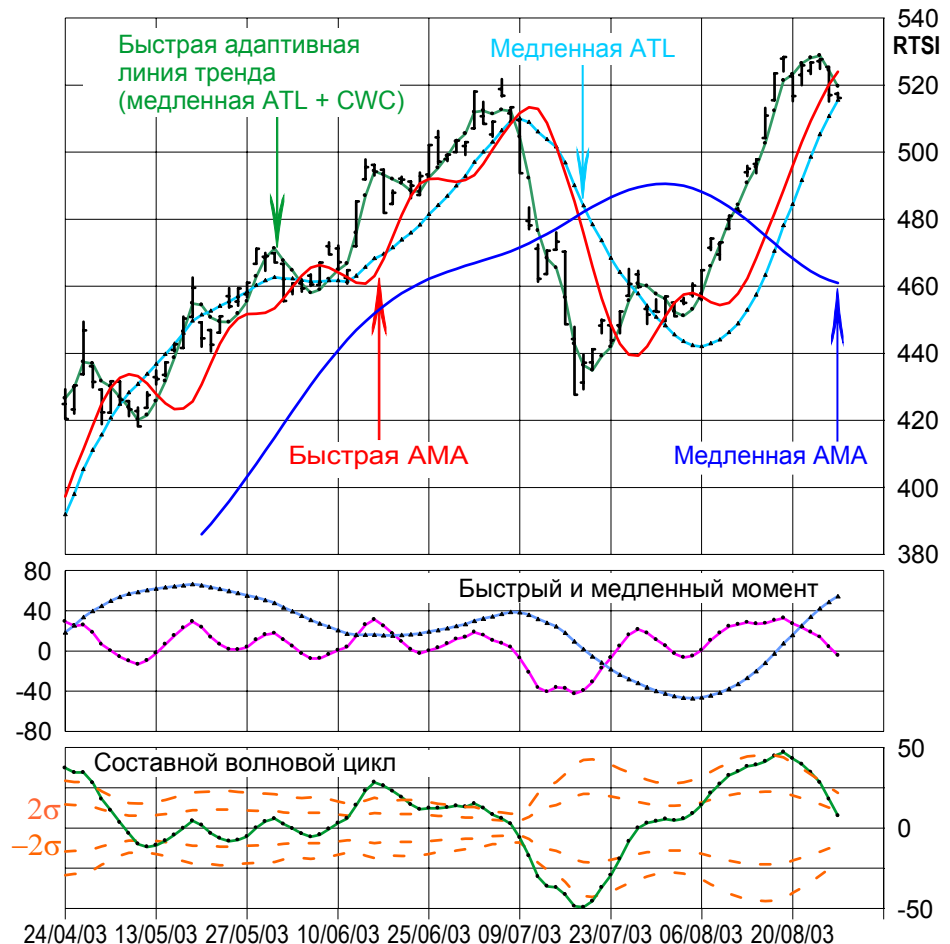
Медленный момент в средней части Илл. 97 приближается к локальному максимуму в зоне положительных значений, что сигнализирует о скором переломе преобладавшей до сих пор бычьей тенденции. Линия быстрого момента сформировала локальный максимум в области положительных значений и в настоящее время снижается. По состоянию на 27 августа быстрый момент вновь опустился ниже нулевого уровня, что указывает на близкое завершение фазы коррекции в сторону повышения на РТС. Мы полагаем, что как только быстрый момент станет отрицательным, индекс РТС возобновит падение, в соответствии с корректирующей волной С по Эллиоту.

**Краткосрочный CWC снижается вблизи нулевого уровня**

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 97 миновал гребень в сильно перекупленной области и в настоящее время снижается. Это прямо указывает на близкое начало корректирующей

волны С. Фаза понижения краткосрочного дневного CWC сопровождается резким уменьшением его собственной волатильности, что следует считать предпосылкой начала сильного движения индекса РТС в ближайшее время.

**Илл. 97. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 27 августа 2003 г.**



Источники: 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) после кратковременного снижения возобновила восходящее движение (см. Илл. 98). В настоящее время все технические индикаторы в верхней части Илл. 98 движутся снова вверх, что надо рассматривать как подтверждение долгосрочной бычьей тенденции.

**Медленный момент указывает на замедление долгосрочного бычьего тренда**

Медленный момент в средней части Илл. 98 продолжает снижаться, находясь в зоне положительных значений, что указывает на сохранение тенденции к сближению медленной ATL и медленной АМА, а также на замедление долгосрочного бычьего тренда. Линия быстрого момента формирует локальный максимум в зоне положительных значений, что можно рассматривать как предпосылку будущего снижения на РТС.

**Долгосрочный составной волновой цикл достиг сильно перекупленной зоны**

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) достиг сильно перекупленной зоны вблизи уровня плюс два сигма, и демонстрирует значительное замедление. Это должно привести к возобновлению нисходящей фазы долгосрочного CWC через в две-три недели.

**Илл. 98. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 26 августа 2003 г.**



Источник: оценка Альфа-Банка

**Ключевой уровень сопротивления на РТС равен 528**

### Уровни поддержки и сопротивления

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС даны на Илл. 95 и Илл. 96. Ключевой уровень сопротивления задан внутрисдневным максимумом 19 августа (528,33). Основной уровень долгосрочной поддержки составляет 403.

**В сентябре индекс РТС должен возобновить снижение в направлении к 430 в соответствии с волной С Эллиота**

### Потенциал роста и падения

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

1. Вопреки нашим ожиданиям, в августе индекс РТС продолжил подъем до отметки 528. Этот подъем произошел за счет растяжения корректирующей волны В (по Эллиоту) на три «промежуточные волны».
2. Краткосрочный тренд на РТС вновь стал бычьим, но в настоящее время имеется ряд моделей перелома тренда, в частности, формирующаяся модель «двойная вершина» и потенциальная модель «бычья» западная. По Теории волн Эллиота, индекс РТС продолжает колебаться соответственно фазе плоской трехволновой корректировки. Мы полагаем, что на РТС корректирующая волна С может начаться в августе с отметки 428.



**Мы рекомендуем  
ДЕРЖАТЬ КОРОТКИЕ  
ПОЗИЦИИ при техни-  
ческом расчетном  
уровне 430**

**Мы советуем отдать  
«стоп-приказ на по-  
купку» на уровне 531**

3. Мы ожидаем, что в сентябре РТС возобновит снижение в направлении к нашему новому техническому расчетному уровню 430, в соответствии с волной С. Поэтому мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ, открытые на уровне 464-527, или в среднем на уровне 496, при новом техническом расчетном уровне 430.
4. На наш взгляд, в настоящее время на РТС происходит плоская коррекция; **мы видим хорошие возможности долгосрочного инвестирования в диапазоне 427-433, при долгосрочном техническом расчетном уровне около 560.**
5. Есть небольшая вероятность того, что вместо трехволновой коррективки на РТС происходит такое явление как «двойная коррекция» растянутой пятой волны. Под этим явлением понимают трехволновое падение цен до уровня исходной точки растяжения после того, как растяжение 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. Поэтому, во избежание более ощутимых потерь, инвесторам было бы разумно отдать «стоп-приказ на покупку» чуть выше уровня ключевого сопротивления 528 (например, по 531). За прорывом выше уровня 528 может последовать ралли вплоть до исторического максимума 571, прежде чем падение возобновится.

Эта страница специально оставлена пустой

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  
Телекоммуникации/Интернет  
Металлургия, потребительские товары

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

Кристофер Уифер

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

Государственные ценные бумаги

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

Технический анализ  
Группа по работе с российскими  
клиентами  
Переводчик

Ринат Гайнуллин

### Торговые операции и продажи

Телефон  
Продажи иностранным клиентам

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

Кирилл Суриков  
Александр Захаров

Продажи российским клиентам

Олег Мартыненко

Александр Насонов  
Константин Шашаров

Рынки капиталов/Структурированные  
продукты  
Адрес

Армен Петергов, Алексей Гурьянов,  
Тамара Заречнева  
Проспект Академика Сахарова, 12  
Москва Россия 107078

## Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс  
Начальник управления рынков и акций

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

Гювен Гирей

Продажи  
Адрес

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

## Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс  
Продажи, торговые операции  
Продажи  
Адрес

(212) 421-8564/1-866-999-ALFA/(212) 421-8633

Николас Бич

Майкл Каплан

540 Madison Avenue, 30th Floor  
New York, NY 10022

© Альфа-Банк, 2002 г. Все права защищены

*Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.*

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