

Август: маяк среди тумана

8 августа 2003

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Эпоха низких ставок завершилась

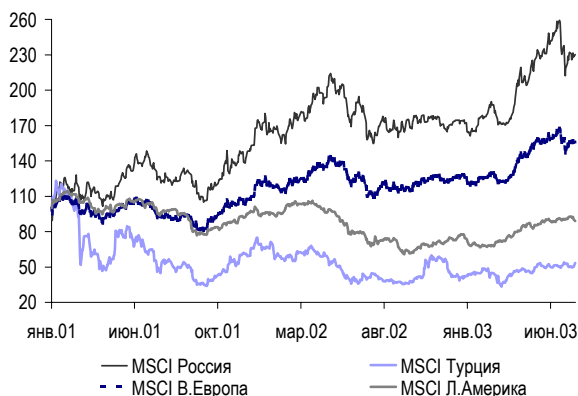
- В июле индекс РТС достигал отметки 518, однако, начатое госорганами расследование в отношении Юкоса стало поводом для резкой коррекции индекса вниз, а также заставило рынок усомниться в осуществимости планируемого слияния с Сибнефть. Ситуация с Юкосом «напустила» на рынок «туману», который вряд ли развеется, если конфликтующие стороны не достигнут мирного соглашения. Мы считаем, что новая фаза роста на РТС откладывается до осени.
- Россия по-прежнему будет «пассажирам в голове локомотива» в процессе формирования нефтяных цен. «В голове» — потому что у нее очень быстро растет экспорт, «пассажирам» — поскольку от России никто не ждет ничего кроме расплывчатых заявлений и наращивания добычи и экспорта нефти, насколько позволяет внутривнутриполитическая ситуация. Нефтяная политика России зависит исключительно от внутренних факторов, и в ОПЕК и в IEA хорошо это понимают, и готовы мириться с такой ситуацией как минимум в среднесрочной перспективе.
- Стоимость внешних заимствований растет; прогноз по размеру золотовалютных запасов на конец года снижен до \$71 млрд из-за ослабления притока капитала. Цены российских суверенных облигаций, торговавшиеся в июне с доходностью 6,4%, в июле снизились до уровня 7,4%: время, когда можно было дешево делать заимствования за рубежом, по-видимому, уходит в прошлое. В случае дальнейшего удорожания внешних заимствований российские компании будут вынуждены сократить привлечение средств из-за рубежа, что, в свою очередь, приведет к сокращению притока капитала в страну. С учетом этих обстоятельств мы снижаем прогноз по размеру золотовалютных резервов на конец текущего года до \$71 млрд.
- Высокий уровень цен на нефть сдерживает обесценение рубля; наш прогноз обменного курса на 2004-2005 гг. – 31-32 руб./долл. Мы полагаем, что, несмотря на некоторое ухудшение бюджетных показателей за 5 месяцев текущего года, финансовые позиции России остаются достаточно сильными. Мы также считаем, что цена нефти оказала более существенное воздействие на улучшение платежного баланса, чем рост внешних заимствований. Мы полагаем, что резкое снижение обменного курса рубля России не грозит. В данный момент большую опасность представляет сохраняющийся высокий курс рубля.

Портфельные рекомендации*

Газпром	Потенциал 49%; выигрывает от госполитики и высоких цен на нефть
ЛУКОЙЛ	«Безопасная» фишка среди крупных нефтяных компаний с наиболее высоким потенциалом роста (+27%)
ВымпелКом	Лучший вариант (потенциал 32%) среди моб. операторов
Рег. телекомы	Потенциал 40-76% по выбранным нами операторам
Мегионнефтегаз	Пострадал от недавней неопределенности в нефтяном секторе, но с потенциалом 34%

Прим.: * временной горизонт – 3-6 месяцев

Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, РТС

Последние публикации

- Vrent: формирование моделей перелома**
 Владимир Кравчук Июль 28, 2003
- Итоги ОМЗ за 2002 г. по US GAAP: операционная рентабельность достигла 5%**
 Максим Матвеев, CFA, Павел Соколов Июль 23, 2003
- МСФО Сбербанка за 2002 г. – не повод для расстройства**
 Наталья Орлова Июль 23, 2003
- Изменения в рекомендациях** Июль 22, 2003
- Коррекция ценных бумаг: уже достаточно**
 Крис Уицфер Июль 21, 2003
- О том, что нет худа без добра**
 Крис Уицфер Июль 8, 2003
- Инвестиционный рейтинг и зависимость от нефти**
 Крис Уицфер Июль 10, 2003
- Отчеты Юкоса и ЛУКОЙЛа за 1Кв03: прогноз прежний**
 Мэтью Томас, Константин Резников, Анна Бутенко Июль 10, 2003
- Новые рекомендации по компаниям: Газпром, ЛУКОЙЛ, СургутНГ**
 Мэтью Томас, Константин Резников, Анна Бутенко Июль 9, 2003
- Кремль не дремлет: напоминание о правилах**
 Крис Уицфер Июль 9, 2003
- Если Вас заинтересовала какая-либо из данных публикаций, пожалуйста, дайте нам знать, и мы вышлем Вам ее незамедлительно*

СОДЕРЖАНИЕ:

Комментарии по рынку.....	3
Россия: случайный пассажир.....	3
Эпоха низких ставок завершилась.....	15
Российские облигации отреагируют на резкий рост доходности казначейских обязательств США.....	15
Снижение прогноза золотовалютных резервов по результатам года до \$71 млрд на фоне падения заимствований.....	16
Будут ли высокие цены на нефть способствовать дальнейшему укреплению рубля?.....	17
Динамика и оценка акций.....	19
Графики.....	22
Календарь событий.....	24
Экономика и политика.....	25
Новости компаний и отраслей.....	27
Нефть и газ.....	27
Энергетика.....	35
Телекомы.....	36
Металлургия.....	39
Машиностроение.....	41
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	43
Банковский сектор.....	45
Рынок облигаций.....	46
Технический анализ.....	48
Индекс РТС: трехволновая корректировка.....	48

Кристофер Уифер
(7095) 970-5081

Комментарии по рынку

Россия: случайный пассажир

Цена нефти находится в верхней части ценового диапазона ОПЕК и, на первый взгляд, есть все условия для сохранения ее на этом уровне в среднесрочной перспективе. Это – легкие деньги для стран-членов ОПЕК, а также для российской нефтяной отрасли и экономики в целом. Спорный вопрос в том, является ли текущая фаза дорогой нефти лишь «единовременным» растяжением обычного цикла (т.е. вызвана событиями, наступившими после 11 сентября 2001 г.), или нефть вошла теперь в свою новую парадигму высокой цены. Кроме того, в картеле идут серьезные споры о том, отвечает ли его долгосрочным интересам «содействие» мерам по установлению новой парадигмы (т.е. парадигмы, которая неизбежно вызовет сокращение рыночной доли ОПЕК, какой она видится к концу десятилетия). Внутри ОПЕК все громче слышны голоса той группы стран-членов, которые доказывают, что такая парадигма приведет к серьезному уменьшению возможностей картеля контролировать цену нефти после 2010 г.

Помимо этих споров имеется большая доля неопределенности в отношении того, каковы главные интересы правительства США. С одной стороны, высокие цены на нефть позволяют ускорить восстановление нефтяной отрасли Ирака и стабилизировать режимы в таких странах, как Венесуэла, Нигерия и Саудовская Аравия. С другой стороны, цена сорта Brent на уровне \$30/баррель – тяжелое бремя для восстановления экономической мощи США и глобальной экономики в целом. В данный момент кажется, что администрация США охотно отдает приоритет вопросам внешней политики, но если иные экономические стимулы не смогут обеспечить рост экономики к началу 2004 г. (года выборов), то в нефтяной политике США возможен сдвиг в пользу мер по удешевлению нефти.

В данный момент картель ведет активный диалог с Международным энергетическим агентством (IEA) и основными нефтедобывающими странами, не входящими в ОПЕК, в попытке переложить на них часть расходов и ответственности по удержанию нефтяных цен на уровне 25 долларов за баррель (сорта Brent). Без такого сотрудничества страны-члены ОПЕК столкнутся с дальнейшим сокращением рыночной доли в 2004 г. (по мере того, как продолжится рост добычи в Ираке, Венесуэле и странах, не входящих в ОПЕК) и в последующем периоде, если картель захочет удержать цены в верхней части диапазона. Альтернатива этому – возврат к обычному ценовому циклу; по сути, это означало бы сохранение добычи на высоком уровне в 2004 г. – с тем, чтобы поощрить спрос и замедлить рост поставок из стран, не входящих в ОПЕК.

Российское нефтяное сообщество и Правительство РФ имеют большую экономическую заинтересованность в итогах дискуссии в рамках ОПЕК, но, вероятно, не станут (или не способны) играть активную роль в установлении контроля над ценами. По завершении нынешней «свары» между ЮКОСОМ и государственными ведомствами правительство РФ сможет жестче контролировать темп роста нефтяного экспорта в период до 2010 г.

Россия, вторая по объему и темпу роста добычи нефтедобывающая страна, вероятно, по-прежнему будет «пассажиром на переднем кресле» этого «локомотива». На «переднем кресле», потому что у нее очень быстро растет экспорт, «пассажиром» – поскольку на са-

мом деле никто не ждет от России ничего кроме нечетких заявлений и наращивания добычи и экспорта нефти настолько быстрыми темпами, насколько позволяет внутривнутриполитическая ситуация. Нефтяная политика России зависит исключительно от внутренних факторов, и что бы ни говорили, и в ОПЕК и в IEA хорошо это понимают и, по-видимому, готовы мириться с такой ситуацией как минимум в среднесрочной перспективе.

Вошла ли цена нефти в новую структурную фазу, которая в следующие 10 лет обеспечит долгосрочную среднюю цену нефти на уровне \$28/баррель?

Средняя (с начала года) цена нефти сорта Brent равна \$28,8/баррель (\$26,9/баррель сорта Urals). Даже с учетом некоторого ослабления рынка во втором полугодии средняя цена нефти за весь год, вероятно, составит около \$28/баррель сорта Brent и \$26/баррель сорта Urals. Эти ценовые предположения мы в настоящее время используем в наших расчетных моделях для нефтедобывающих компаний. В 2004 г. наши достаточно консервативные модели предусматривают вариант, при котором цена нефти опустится к нижнему пределу ценового диапазона ОПЕК – \$22/баррель сорта Brent (\$20,5/баррель сорта Urals). Однако здесь возрастает макроэкономический риск более крутого падения цен, если ОПЕК встанет на защиту своей доли рынка, каким она будет после 2010 г., или если администрация США решит, что в год выборов ей нужно обеспечить дополнительные стимулы роста экономики.

Многие комментаторы истолковывают происходящие события в том смысле, что цена нефти теперь вошла в такую новую парадигму. Иными словами, возобновление сотрудничества между ОПЕК и ведущими странами-потребителями нефти в рамках IEA означает, что долгосрочная средняя цена нефти за последние 20 лет (\$19/баррель сорта Brent) достигла нового для следующих 10 лет диапазона, в целом приближающегося к \$28.

Возможно, это так, но остается масса противоречивых фактов

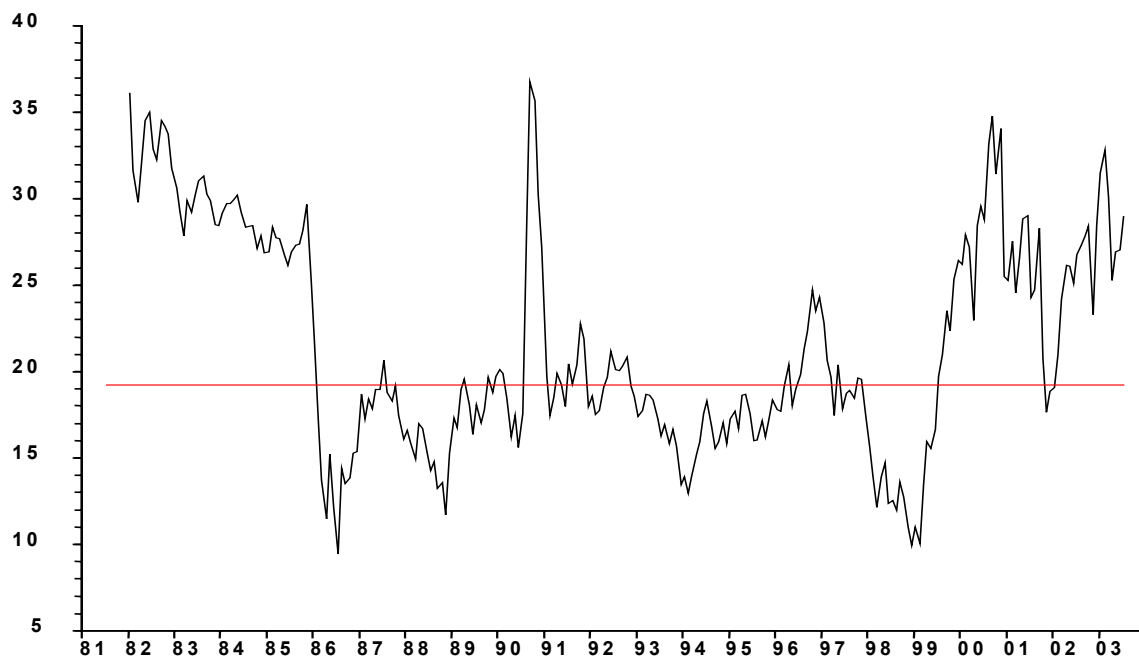
Мы говорим: такая ситуация возможна, хотя когда речь идет об инвестициях, обычно глупо предполагать, что «на этот раз ситуация изменится», в той же мере недальновидно отрицать вероятность таких структурных изменений.

Теория «новой парадигмы» – неперенная часть ценового цикла... и всегда ошибочная

Следует также помнить, что почти всякий раз, как цена нефти достигает минимальной или максимальной точки цикла (почти всегда по соображениям, связанным с предложением нефти), появляется множество комментаторов, готовых выдвинуть собственную теорию «новой парадигмы». Например, в конце 1998 г. не было недостатка в теориях, объяснявших, почему цена нефти должна установиться на уровне \$5/баррель.

Обычно ОПЕК отдает предпочтение сохранению рыночной доли перед краткосрочной ценовой выгодой

История учит нас тому, что ОПЕК обычно корректирует свои поставки, чтобы защитить долю рынка. На этот раз картель пытается сделать это в кооперации с IEA, однако он, в конечном счете, способен одновременно поощрить спрос на нефть и сбить темп роста добычи у конкурентов, просто повернув «нефтяные краны». В прошлом странам-членам ОПЕК вполне удавалась следующая стратегия: ради защиты своей доли рынка позволить нефтяным ценам на несколько лет опуститься гораздо ниже средней расчетной планки, а затем в течение 5-10 лет вновь «вывести» нефть на среднюю расчетную цену.

Илл. 1. Долгосрочная ценовая динамика и средняя цена сорта Brent


Источник: DATASTREAM

Получается бесприигрышная ситуация для всех?

В пользу такого вывода можно привести следующие доводы:

Последнее время с финансами у ОПЕК не было проблем

Рост добычи вне ОПЕК уменьшает внешние политические риски

Финансируется разработка альтернативных источников

Российские нефтяные активы становятся более привлекательными, обеспечивая высокий уровень налоговых поступлений

Согласие на сокращение своей рыночной доли не служит долгосрочным интересам ОПЕК

- Бюджеты стран ОПЕК по-прежнему не испытывают дефицита средств и их правительства могут увеличить расходы на внутренние нужды.
- Добыча в странах, не входящих в ОПЕК, помогает сбалансировать источники предложения, а это именно то, что нужно странам-чистым импортерам нефти.
- Будет финансироваться разработка долгосрочных альтернативных источников энергии (в частности горючие сланцы, топливные элементы и т.д.).
- Россия по-прежнему получает значительные средства от экспорта нефти, и это делает российские нефтяные активы еще более привлекательными как для портфельных, так и для стратегических инвесторов, одновременно обеспечивая постоянство высоких (за счет нефти) темпов экономического роста и значительных налоговых поступлений от нефтяных компаний.

Тогда в чем проблема?

Проблема заключается в том, что хотя такое решение удовлетворяет как страны-потребители (\$28/баррель сорта Brent не может сильно замедлить рост мировой экономики, хотя это явно негативный фактор: при подорожании барреля нефти на \$1 потребительские расходы в США сокращаются примерно на \$10 млрд), так и нефтедобывающие страны, не входящие в ОПЕК, оно не служит долгосрочным интересам ОПЕК. По этой причине в самой ОПЕК уже возникли внутренние противоречия. Так, еще в конце прошлой недели, государственное информационное агентство Ирана снова критиковало политику ОПЕК в области добычи и формирования цен, причем создается впечатление, что эту позицию разделяют и другие страны-члены ОПЕК.

В случае высоких средних цен на нефть доля ОПЕК на рынке упадет до 34%, по сравнению с 43%, прогнозируемыми на случай низких средних цен

Выручка почти не изменится, но к 2010 г. ОПЕК уже не сможет формировать цены на нефть

Утрата рыночных объемов вызовет также внутреннюю борьбу за квоты

Опасения быстрого политического наступления на ОПЕК сменялись ожиданием медленного принуждения картеля к подчинению

Россия играет в другую игру

Российские нефтяные компании стремятся наращивать добычу и экспорт в собственных стратегических целях

Крупные изменения в составе ведущих участников мирового нефтяного рынка могут произойти в течение 5-10 лет: ряд нефтедобывающих стран, не входящих в ОПЕК, постепенно теряют былую мощь при одновременном росте поставок из стран ОПЕК. Если исходить из старого прогноза средней цены Brent – \$22/баррель (средняя цена для 90-х гг., скорректированная на инфляцию), доля ОПЕК на рынке нефти составила бы к 2010 г. 43%. Если же исходить из средней цены \$28/баррель, то с учетом роста прогнозируемого роста спроса и добычи в странах, не входящих в ОПЕК, доля ОПЕК снизится до 34%, т.е. станет еще меньше, чем сейчас.

В ответ страны, которые поддерживают позицию Ирана, приводят свои доводы: несмотря на то, что высокая средняя цена нефти компенсирует снижение объемов добычи в денежном выражении (см. Илл. 2), к 2010 г. позиция ОПЕК станет не такой сильной, как при других уровнях цены. Следовательно, говорят они, в ближайшие десятилетия картель уже не сможет столь же надежно контролировать цены (при других уровнях цены картель мог бы контролировать почти половину мирового суточного потребления нефти).

Илл. 2. Положение ОПЕК

	90-е гг.	1999-2003	Цена нефти в 2010 г.	
			Средняя	Максимальная
Средняя цена сорта Brent, \$ /баррель	18,5	26,5	22,0	28,0
Годовая выручка, млрд \$	190	277	313	299
Доля рынка, %	39,6	36,8	42,7	34,0

Источники: оценка Альфа-Банка, IEA, ОПЕК

Кроме того, Иран и ряд других стран, в т.ч. Алжир и Нигерия, стремящихся увеличить свои квоты, сильно обеспокоены тем, что при высокой цене нефти существенных изменений в распределении квот не будет. В условиях высокой цены восстановление нефтедобычи в Ираке ускорится, а это двойной риск – риск снижения цены на нефть и сокращения к 2010 г. доли стран ОПЕК на рынке.

Многие аналитики считают, что американцы намеренно сдерживают рост добычи в Ираке (на фоне роста экспорта из России и с Каспия), используя эту ситуацию в качестве своего рода Дамоклова меча, угрожающего существованию ОПЕК. Иранцы же боятся, что новая политика поддержания высоких цен, прибыльная в краткосрочном плане и явно ориентированная на устранение конфронтации, через 10 лет может фактически привести к «смерти» ОПЕК.

Позиция России

В отличие от политики других крупных нефтедобывающих стран, российская нефтяная политика не является ни скоординированной, ни полностью зависимой от цен на нефть.

Несмотря на последние события, российские нефтяные компании стремятся наращивать добычу и экспорт так быстро, как это позволяют их финансовые потоки и экспортная инфраструктура. Их стратегия, по вполне понятным причинам, проста: стать настолько крупными компаниями, чтобы иметь возможность либо продать активы по максимально высоким ценам (пример: Сибнефть), либо создать выгодные СП с участием транснациональных интегрированных нефтяных компаний (пример: ТНК). Российские нефтедобывающие компании, все как одна, успешно наращивают добычу быстрыми темпами, но ни одна из них не добилась успеха, выстраивая бизнес по переработке и продаже нефти на экспортных рынках. Впрочем, здесь перед ними открывается возможность сочетания собственных интересов с интересами транснациональ-

Решающим фактором для них является доступ к новым экспортным мощностям, которые возвращены под контроль государства, имеющего альтернативные приоритеты

К 2010 г. российский экспорт достигнет 7 млн. баррелей в сутки. Единственный вопрос – как скоро это произойдет

Политика высоких цен на нефть, проводимая ОПЕК, послужит интересам России, поскольку страна не будет частью этого механизма

Попытка прогнозировать цены на нефть всегда была тщетным занятием. Цена больше зависит от политики, чем от экономики

ных компаний, которые ищут доступа к новым нефтяным запасам ради увеличения добычи. Весьма вероятно, что в 2004 г. мы прочтем заголовок: «ЮКОС-Сибнефть-Exxon-Mobil».

Решающим фактором для российских нефтяных компаний является доступ к новым экспортным трубопроводным мощностям. В результате происходящей коллизии с компанией ЮКОС эти мощности теперь вернулись под твердый контроль государства. Из различных заявлений, сделанных президентом и высшими правительственными чиновниками, следует вывод, что Россия, хотя и готова добавить новые мощности к сети экспортных трубопроводов, предпочитает делать это не так быстро, как того хотят нефтяные компании. Правительство явно желает снизить темпы развития экспортных мощностей с тем, чтобы сменить приоритеты и направить инвестиционные потоки в другие отрасли экономики. В свою очередь, это поможет правительству достичь целей основного долгосрочного экономического плана.

Тем не менее, все это – лишь вопрос выбора момента, и к 2010 г. мы прогнозируем российский экспорт на уровне 7 млн. баррелей в сутки (при объемах добычи порядка 11,0 млн. баррелей в сутки). Единственный вопрос – как скоро это будет реализовано (т.е. в 2006-7 гг. или в 2008-9 гг.). Кроме того, темп развития российской нефтяной отрасли будет определяться тем, насколько успешно станет продвигаться экономическая реформа и как быстро вырастут другие отрасли экономики (а с ними и налоговые поступления, не зависящие от добычи углеводородов). В этом контексте сотрудничество России с ОПЕК и с IEA является второстепенным, если не полностью безразличным фактором.

Если теперь предположить, что к 2010 г. Россия будет экспортировать около 7 млн. баррелей в сутки (независимо от того, в какой год текущего десятилетия этот уровень будет достигнут), то высокий ценовой сценарий обеспечит стране ежегодный доход порядка \$66 млрд (из которых 50% пойдет в бюджет), по сравнению с нынешними \$44 млрд. Вместе с другими нефтедобывающими странами, не входящими в ОПЕК, Россия выиграет – разумеется, за счет стран-членов ОПЕК.

Илл. 3. Положение России

	1990-е гг.	1999-2003 гг.	2010 г., сценарии нефтяных цен	
			Средние	Высокие
Средняя цена сорта Urals \$/баррель	17.5	24.8	21.0	26.0
Годовая долларовая выручка (\$ млрд)	22	44	54	66
Рыночная доля, %	10.6	9.5	10.9	11.6

Источники: оценка Альфа-Банка, IEA, ОПЕК

Прогнозирование цен на нефть?

В последние два года попытки прогнозировать цены на нефть оказались абсолютно тщетными. При столь большой неопределенности в отношении сценариев будущих поставок (т.е., что возобладает – линия группы стран под влиянием Саудовской Аравии, склонных умиротворять США, или все более агрессивная позиция Ирана) это занятие остается причудой, уходящей корнями в мистицизм. Едва ли остался на свете человек, который возьмется доказывать, что цена на нефть предсказуема на основе экономического моделирования. Напротив, она меняется, и будет впредь меняться – в ответ на изменения в физических объемах поставок, по большей части обусловленные внутренней политикой ОПЕК и опасениями в отношении будущих трендов предложения.

Средняя (с начала года) цена нефти сорта Brent равна \$28,8/баррель (\$26,9/баррель сорта Urals). Даже с учетом некоторого ослабления рынка

Средняя (с начала года) цена нефти сорта Brent равна \$28,8/баррель (в прошлом году она составляла \$25,1/баррель).

во втором квартале (по мере того, как предложение нефти странами, не входящими в ОПЕК, увеличивается на фоне вялого роста спроса, Венесуэла наверстывает упущенное, а трейдеры занимают позиции в предвкушении возврата иракской нефти на рынок в 2004 г.) средняя цена нефти за весь год, вероятно, составит около \$28/баррель сорта Brent и \$26/баррель сорта Urals. Эти ценовые предположения мы в настоящее время используем в наших расчетных моделях для нефтедобывающих компаний. В 2004 г. наши достаточно консервативные модели предусматривают вариант, при котором цена нефти опустится к нижнему пределу ценового диапазона ОПЕК – \$22/баррель сорта Brent (\$20,5/баррель сорта Urals). Однако при этом не исключен макроэкономический риск более крутого падения цен, если ОПЕК встанет на защиту своей доли рынка, каким он будет после 2010 г. В 2002 г. средняя цена сорта Brent равнялась \$25,1/баррель, тогда как нефть сорта Urals стоила \$23,7/баррель.

Нефть и российская экономика

Российский бюджет 2003 г. строится из расчета средней цены сорта Urals в \$18,5/баррель. Каждый \$1 свыше этой средней цены приносит в бюджет \$1 млрд

Российский бюджет 2003 г. (и, весьма вероятно, 2004 г.) строится из предположения средней цены сорта Urals в \$18,5/баррель. Каждое подорожание барреля нефти на \$1 свыше этой средней цены генерирует \$1 млрд дополнительных налоговых поступлений в бюджет и добавляет 0,3% к росту ВВП. Высокая средняя цена на нефть в последние несколько лет стала прямой причиной высоких темпов роста ВВП в этот период, а также обеспечила свыше \$5 млрд бюджетного профицита, накопленного в 2002 г. Кроме того, доходы от нефтегазового экспорта позволили довести валютные резервы до \$65 млрд и сократить внешний долг до уровня менее 30% ВВП.

Высокие цены на нефть приближают Россию к экономической модели Венесуэлы и удаляют ее от вождя европейской модели

Тем не менее, высокие нефтяные цены создали для экономики и ряд проблем. Хотя она больше не является уязвимой перед коллапсом нефтяных цен, как это было в 1998 г., темп ее развития все еще зависит от притока нефтегазовых доходов. Кроме того, этот сектор обеспечивает свыше 40% налоговых поступлений в бюджет. Продолжающийся приток большой массы долларов делает рубль слишком сильным по отношению к доллару США и к евро, что является главным фактором высокой инфляции и роста реальных расходов в современной России. В этом кроется и причина того, что значительная часть российского производственного сектора остается неконкурентоспособной по отношению к растущему импорту, а также на экспортных рынках.

Возврат к цене нефти Brent \$22/баррель послужил бы целям и России

Возврат к долгосрочной средней цене нефти (\$22/баррель сорта Brent, с поправкой на инфляцию) явно послужил бы перспективным целям ОПЕК: защите ее рыночной доли и сокращению политического риска. Кроме того, он отвечал бы и общим экономическим задачам российского правительства.

Илл. 4. Ценовая динамика сорта Urals и его средняя цена за последние 4 года



Источник: DATASTREAM

Цикл имеет более продолженное расширение из-за озабоченности возможным нарушением поставок

В центре дискуссий в рамках ОПЕК – угроза утраты рыночной доли

Теперь ОПЕК взаимодействует с IEA в поисках компромисса

Выбор прост: пожертвовать долей рынка и быстро получить легкие деньги, или же нет

Оба сценария изложены в следующих таблицах

Дилемма ОПЕК

Цикл нефтяных цен имеет более продолженное, чем обычно, расширение в верхней части ценового диапазона из-за сочетания двух факторов: нарушение нефтяных поставок (Венесуэла, Ирак, Нигерия) и возросший политический риск. Это привело к устойчивым закупкам нефти в глобальные стратегические резервы.

Хотя высокая средняя цена нефти помогла пополнить казну стран, входящих в ОПЕК, она одновременно привела к снижению темпов роста спроса на нефть. Самое главное, она смогла подтолкнуть рост предложения нефти странами, не входящими в ОПЕК.

Сегодня ОПЕК проявляет растущую озабоченность тем, что среднесрочный темп роста мирового спроса на нефть, прогнозируемый Международным энергетическим агентством, окажется недостаточным, чтобы страны ОПЕК смогли сохранить свою долю рынка.

Первое в истории совместное заседание представителей IEA и ОПЕК прошло недавно в штаб-квартире ОПЕК в Вене и имело целью анализ трендовых сценариев нефтяного спроса и предложения. Эта специальная встреча стала частью усилий ОПЕК, призванных склонить партнеров (страны – потребители нефти и страны – производители нефти за пределами ОПЕК) к принятию на себя части расходов по консервации (сохранению в резерве) неиспользованных мощностей нефтедобычи (т.е. мощностей, позволяющих ОПЕК играть роль «медиатора» – производителя нефти, смягчающего резкие колебания спроса и предложения).

Автор этих строк присутствовал на встрече и участвовал в дискуссии в качестве одного из приглашенных экспертов по нефтяному и финансовому секторам.

Если ОПЕК не получит нужной поддержки, то она будет вынуждена либо 1) пожертвовать долей рынка в обмен на повышение средней цены на нефть, либо 2) опустить цену нефти до (или ниже) долгосрочного среднего уровня в целях содействия более быстрому восстановлению спроса, а также попытаться «сбить» высокий темп роста добычи в странах за пределами ОПЕК.

Последствия

На Илл. 5 показан исторический тренд мирового спроса и предложения нефти, начиная с 1992 г. и включая прогнозы до 2010 г., основанные на вероятном тренде в использовании долгосрочной средней цены на нефть с поправкой на десятилетнюю инфляцию в странах ОЭСР (т.е. \$22/баррель сорта Brent).

На Илл. 6 показаны эти же тренды, с использованием процентных изменений, год-к-году.

Илл. 5. Спрос и предложение нефти в мире, по годам, млн баррелей в сутки*

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	
Спрос																				
Северная Америка	20,8	21,1	21,7	21,6	22,2	22,7	23,1	23,9	24,0	23,9	24,0	24,4	24,8	25,1	25,6	26,1	26,6	27,2	27,7	
Европа	14,2	14,2	14,3	14,6	14,9	15,0	15,3	15,1	15,1	15,2	15,1	15,1	15,3	15,6	15,9	16,2	16,6	16,9	17,2	
Тихоокеанский регион	7,9	8,0	8,4	8,7	8,8	9,0	8,4	8,6	8,6	8,6	8,5	8,7	8,7	8,8	8,9	9,0	9,1	9,2	9,2	
Всего страны ОЭСР	42,9	43,3	44,4	44,9	45,9	46,7	46,8	47,6	47,7	47,7	47,6	48,2	48,8	49,5	50,4	51,3	52,3	53,2	54,2	
СНГ	7,1	5,9	4,9	4,8	4,4	3,8	3,7	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	3,9	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	
Китай	2,7	3,1	3,1	3,3	3,7	4,2	4,2	4,5	4,8	4,9	5,2	5,2	5,5	5,8	6,1	6,5	6,9	7,3	7,8	
Прочие страны Азии	4,8	5,2	5,5	6,0	6,4	6,7	6,7	7,1	7,3	7,4	7,5	7,6	7,8	8,0	8,4	8,8	9,3	9,7	10,2	
Латинская Америка	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5	4,7	4,8	4,8	4,9	4,8	4,7	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,2	5,3	5,4	
Африка, Бл. Восток и прочие	6,3	6,5	6,7	6,8	7,1	7,1	7,3	7,6	7,8	8,0	8,2	8,4	8,5	8,7	8,9	9,1	9,2	9,4	9,6	
Всего страны за пределами ОЭСР	24,6	24,6	24,3	25,2	26,1	26,5	26,7	27,5	28,4	28,8	29,3	29,6	30,4	31,2	32,3	33,5	34,7	36,0	37,2	
Спрос в целом	67,5	67,9	68,7	70,1	72,0	73,2	73,5	75,1	76,1	76,5	76,9	77,8	79,2	80,7	82,7	84,9	86,9	89,2	91,4	
Предложение																				
Северная Америка	14,2	14,1	14,1	14,1	14,3	14,6	14,5	14,0	14,3	14,4	14,6	14,9	15,1	15,3	15,3	15,4	15,5	15,5	15,5	
Европа	4,9	5,2	6,1	6,4	6,7	6,7	6,7	6,8	6,8	6,7	6,6	6,6	6,5	6,5	6,4	6,3	6,2	6,2	6,1	
Тихоокеанский регион	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	
Всего странами ОЭСР	19,8	20,0	20,8	21,1	21,7	22,0	21,9	21,5	22,0	21,9	22,0	22,2	22,3	22,5	22,4	22,4	22,4	22,4	22,3	
СНГ	8,9	8,0	7,3	7,1	7,1	7,2	7,3	7,5	7,9	8,6	9,4	10,2	10,5	10,7	11,0	11,3	11,5	11,8	12,2	
Китай	2,8	2,9	2,8	3,0	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	
Прочие страны Азии	1,8	1,8	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	
Латинская Америка	2,2	2,6	2,8	3,1	3,3	3,4	3,7	3,8	3,8	3,8	3,9	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	
Африка, Бл. Восток и прочие	3,7	4,1	4,0	4,7	4,7	4,8	4,8	5,1	5,2	5,2	5,3	5,3	5,7	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	
Всего странами за пределами ОЭСР	19,4	19,4	18,9	20,1	20,3	20,8	21,2	21,8	22,4	23,2	24,3	25,2	26,0	26,5	26,8	27,2	27,4	27,7	28,1	
Остатки	1,5	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	
Предложение странами, не входящими в ОПЕК	40,7	40,8	41,1	42,7	43,5	44,4	44,7	45,0	46,1	46,8	48,1	49,2	50,1	50,9	51,1	51,5	51,8	52,1	52,4	
Спрос на нефть ОПЕК	26,8	27,1	27,6	27,4	28,5	28,8	28,8	30,1	30,0	29,7	28,8	28,6	29,1	29,8	31,6	33,4	35,1	37,1	39,0	
Газовый бензин								2,8	2,8	3,1	3,4	3,6	4,0	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	
Нефть в хранилищах								-1,2	0,4	0,3	0,5	1,0	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	
Спрос на сорт ОПЕК Grade	26,1	26,1	27,6	26,9	25,9	26,0	25,5	25,9	27,5	29,3	31,0	33,0	34,9							

Примечание: *на основе предполагаемого в период 2004-2010 гг. еозерата средней цены к уровню \$22/баррель сорта Brent

Источник: BP, IEA, ОПЕК и оценки Альфа-Банка

Илл. 6. Спрос и предложение нефти в мире, по годам, изменение год-к-году*

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	
Спрос																				
Северная Америка	1,5%	1,4%	2,8%	-0,5%	2,8%	2,3%	1,8%	3,5%	0,4%	-0,4%	0,4%	1,7%	1,6%	1,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Европа	1,4%	0,0%	0,7%	2,1%	2,1%	0,7%	2,0%	-1,3%	0,0%	0,7%	-0,7%	0,0%	1,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Тихоокеанский регион	5,3%	1,3%	5,0%	3,6%	1,1%	2,3%	-6,7%	2,4%	0,0%	0,0%	-1,2%	2,4%	0,0%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Всего страны ОЭСР	2,1%	0,9%	2,5%	1,1%	2,2%	1,7%	0,2%	1,7%	0,2%	0,0%	-0,2%	1,3%	1,2%	1,4%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
СНГ	-	-16,9%	-16,9%	-2,0%	-8,3%	-13,6%	-2,6%	-5,4%	2,9%	2,8%	0,0%	2,7%	2,6%	0,0%	2,6%	2,5%	0,0%	2,4%	2,4%	0,0%
Китай	12,3%	14,8%	0,0%	6,5%	12,1%	13,5%	0,0%	7,1%	6,7%	2,1%	6,1%	0,0%	5,8%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Прочие страны Азии	6,7%	8,3%	5,8%	9,1%	6,7%	4,7%	0,0%	6,0%	2,8%	1,4%	1,4%	1,3%	2,6%	2,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Латинская Америка	0,0%	5,4%	5,1%	4,9%	4,7%	4,4%	2,1%	0,0%	2,1%	-2,0%	-2,1%	-2,1%	2,2%	2,1%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Африка, Бл. Восток и прочие	1,6%	3,2%	3,1%	1,5%	4,4%	0,0%	2,8%	4,1%	2,6%	2,6%	2,5%	2,4%	1,2%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Всего страны за пределами ОЭСР	-1,6%	0,0%	-1,2%	3,7%	3,6%	1,5%	0,8%	3,0%	3,3%	1,4%	1,7%	1,0%	2,7%	2,6%	3,7%	3,7%	3,4%	3,7%	3,7%	3,5%
Спрос в целом	0,7%	0,6%	1,2%	2,0%	2,7%	1,7%	0,4%	2,2%	1,3%	0,5%	0,5%	1,2%	1,8%	1,9%	2,5%	2,5%	2,4%	2,6%	2,6%	2,5%
Предложение																				
Северная Америка	-0,7%	-0,7%	0,0%	0,0%	1,4%	2,1%	-0,7%	-3,4%	2,1%	0,7%	1,4%	2,1%	1,3%	1,3%	0,0%	0,7%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Европа	6,5%	6,1%	17,3%	4,9%	4,7%	0,0%	0,0%	1,5%	0,0%	-1,5%	-1,5%	0,0%	-1,5%	0,0%	-1,5%	-1,6%	-1,6%	0,0%	0,0%	-1,6%
Тихоокеанский регион	0,0%	0,0%	-14,3%	0,0%	16,7%	0,0%	0,0%	0,0%	28,6%	-11,1%	0,0%	-12,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Всего странами ОЭСР	1,0%	1,0%	4,0%	1,4%	2,8%	1,4%	-0,5%	-1,8%	2,3%	-0,5%	0,5%	0,9%	0,5%	0,9%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,4%
СНГ	-	-10,1%	-8,8%	-2,7%	0,0%	1,4%	1,4%	2,7%	5,3%	8,9%	9,3%	8,5%	2,9%	1,9%	2,8%	2,7%	1,8%	2,6%	2,6%	3,4%
Китай	14,4%	3,6%	-3,4%	7,1%	3,3%	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	3,1%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Прочие страны Азии	0,0%	0,0%	11,1%	10,0%	-4,5%	4,8%	0,0%	0,0%	4,5%	0,0%	0,0%	4,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Латинская Америка	5,9%	0,0%	7,7%	10,7%	6,5%	3,0%	8,8%	2,7%	0,0%	0,0%	2,6%	0,0%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Африка, Бл. Восток и прочие	0,0%	18,2%	10,8%	17,5%	0,0%	2,1%	0,0%	6,3%	2,0%	0,0%	1,9%	0,0%	7,5%	5,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Всего странами за пределами ОЭСР	-6,3%	0,0%	-2,6%	6,3%	1,0%	2,5%	1,9%	2,8%	2,8%	3,6%	4,7%	3,7%	3,2%	1,9%	1,1%	1,5%	0,7%	1,1%	1,1%	1,4%
Остатки	15,4%	-6,7%	0,0%	7,1%	0,0%	6,7%	0,0%	6,2%	0,0%	0,0%	5,9%	0,0%	0,0%	5,6%	0,0%	0,0%	5,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Предложение странами, не входящими в ОПЕК	-2,2%	0,2%	0,7%	3,9%	1,9%	2,1%	0,7%	0,7%	2,4%	1,5%	2,8%	2,3%	1,8%	1,6%	0,4%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Спрос на нефть ОПЕК	5,5%	1,1%	1,8%	-0,7%	4,0%	1,1%	0,0%	4,5%	-0,3%	-1,0%	-3,0%	-0,7%	1,7%	2,4%	6,2%	5,4%	5,3%	5,5%	5,5%	5,2%
Спрос на сорт ОПЕК Crude									5,7%	-2,5%	-3,7%	0,4%	-1,9%	1,6%	6,3%	6,2%	6,1%	6,3%	6,3%	5,8%

Примечание: *на основе предпологаемого в период 2004-2010 гг. возврата средней цены к уровню \$22/баррель сорта Brent
 Источник: ВР, IEA, ОПЕК и оценки Альфа-Банка

Спрос

При средней цене нефти ежегодный спрос на нефть будет возрастать на 1,8%

Фактор роста – спрос со стороны стран, не участвующих в ОЭСР

В случае низких цен рост совокупного мирового спроса на нефть составит 2,5%

При средней цене нефти \$22/баррель сорта Brent спрос со стороны ОЭСР должен будет возрасти, в среднем, на 1,85% в год (т.е. долгосрочное среднее значение), тогда как средняя цена \$28/баррель сорта Brent способна привести к сокращению темпов этого прироста до уровня ниже 1,0% в год.

Спрос со стороны стран, не входящих в ОЭСР, составит, вероятно, внушительные 3,7% в год при низкой средней цене (спрос со стороны Китая растет на 7,0% ежегодно) или 2,4% при высокой средней цене на нефть.

В случае осуществления низкого ценового сценария **рост совокупного мирового спроса** на нефть составит 2,5% в год – выше долгосрочного среднего значения, благодаря более быстрому приросту в Китае/Азии, – и 1,5% в год при высоком ценовом сценарии.

Илл. 7. Сценарии спроса и предложения – рост в годовом исчислении

	1990-е гг.	1999-2003 гг.	2010 г., сценарии на основе нефтяных цен	
			Средние	Высокие
Спрос				
Северная Америка	2,1%	1,4%	1,9%	0,8%
Европа	0,9%	-0,3%	2,0%	1,2%
Тихоокеанский регион	1,3%	0,9%	0,9%	0,9%
Всего страны ОЭСР	1,6%	0,7%	1,8%	0,9%
СНГ	-7,2%	0,7%	1,5%	1,1%
Китай	9,5%	6,0%	7,0%	6,1%
Прочие страны Азии	6,8%	3,4%	4,9%	1,9%
Латинская Америка	4,2%	-1,0%	2,6%	1,3%
Африка, Бл. Восток и прочие	2,9%	3,8%	2,1%	1,7%
Всего страны за пределами ОЭСР	1,7%	2,7%	3,7%	2,4%
Спрос в целом	1,6%	1,5%	2,5%	1,5%
Предложение				
Северная Америка	-0,2%	0,7%	0,6%	1,9%
Европа	5,5%	-0,4%	-1,1%	0,9%
Тихоокеанский регион	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%
Всего странами ОЭСР	1,2%	0,3%	0,1%	1,6%
СНГ	-2,2%	9,9%	2,8%	4,5%
Китай	2,0%	1,6%	0,4%	0,7%
Прочие страны Азии	3,2%	2,3%	0,0%	0,4%
Латинская Америка	10,4%	1,4%	0,4%	2,3%
Африка, Бл. Восток и прочие	5,4%	2,6%	1,9%	3,0%
Всего странами за пределами ОЭСР	1,8%	4,7%	1,6%	2,9%
Остатки	1,9%	3,1%	1,6%	1,6%
Предложение странами, не входящими в ОПЕК	1,5%	2,5%	0,9%	2,3%
Спрос на нефть ОПЕК	1,8%	-0,2%	5,2%	0,1%

Источник: BP, IEA, ОПЕК и оценки Альфа-Банка

Предложение

Рост предложения со стороны государств, не входящих в ОПЕК, произошел за счет сокращения рыночной доли ОПЕК

Устойчиво высокие цены на нефть, очевидно, способствовали росту предложения со стороны государств, не входящих в ОПЕК. В 2000 г. ежедневное предложение нефти этими странами составляло 46,1 млн баррелей в сутки, но уже в прошлом году оно достигло 48,1 млн баррелей в сутки. В текущем году эта цифра будет равна 49,2 млн баррелей в сутки. На фоне вялого увеличения спроса этот прирост предложения произошел за счет сокращения рыночной доли ОПЕК.

В Илл. 7 показаны последствия реализации двух ценовых сценариев с точки зрения процентного роста, по сравнению с приростом в 1990-е гг. и за последние четыре года. На Илл. 8 показаны те же сценарии, где единицей измерения служит млн. баррелей в сутки.

Илл. 8. Сценарии спроса и предложения – млн. баррелей в сутки

	1990-е гг.	2003 г.	2010 г., сценарии на основе нефтяных цен	
			Средние	Высокие
Спрос				
Северная Америка	22,1	24,4	27,7	25,7
Европа	14,7	15,1	17,2	16,4
Тихоокеанский регион	8,5	8,7	9,2	9,2
Всего страны ОЭСР	45,3	48,2	54,2	51,4
СНГ	4,8	3,8	4,2	4,1
Китай	3,6	5,2	7,8	7,4
Прочие страны Азии	6,1	7,6	10,2	8,6
Латинская Америка	4,4	4,6	5,4	5,0
Африка, Бл. Восток и прочие	6,9	8,4	9,6	9,4
Всего страны за пределами ОЭСР	25,7	29,6	37,2	34,5
Спрос в целом	71,0	77,8	91,4	85,9
Предложение				
Северная Америка	14,2	14,9	15,5	16,9
Европа	6,2	6,6	6,1	7,0
Тихоокеанский регион	0,7	0,7	0,7	0,8
Предложение странами ОЭСР, всего	21,1	22,2	22,3	24,6
СНГ	7,6	10,2	12,2	13,0
Китай	3,0	3,4	3,5	3,6
Прочие страны Азии	2,1	2,4	2,4	2,5
Латинская Америка	3,1	3,9	4,0	4,5
Африка, Бл. Восток и прочие	4,5	5,3	6,0	6,4
Предложение странами за пределами ОЭСР, всего	20,2	25,2	28,1	30,0
Остатки	1,5	1,8	2,0	2,0
Предложение странами, не входящими в ОПЕК	42,9	49,2	52,4	56,7
Спрос на нефть ОПЕК	28,1	28,6	39,0	29,2
*	2,6	3,6	4,5	4,5
*	0,3	1,0	0,4	0,2
Спрос на сорт ОПЕК Crude	25,8	26,0	34,9	24,9

Источник: BP, IEA, ОПЕК и оценки Альфа-Банка

**Чистый результат**

В итоге рыночная доля ОПЕК уменьшится до 34% (по сравнению с ожидавшимися 43%)

Используя предположение более низкой средней цены, мы прогнозируем в 2010 г. мировой спрос на уровне 91,4 млн. баррелей в сутки (в 2003 г. он составлял 77,8 млн. баррелей в сутки), причем потребность в нефтяных поставках из стран ОПЕК достигнет 34,9 млн. баррелей в сутки (т.е. рыночная доля этих стран составит 42,7%).

Возможности картеля контролировать цены после 2010 г. окажутся под угрозой

На основе предположения высокой средней цены мы ожидаем, что в 2010 г. мировой спрос составит лишь 85,9 млн. баррелей в сутки. Из-за высоких темпов роста предложения со стороны государств, не входящих в ОПЕК, спрос на нефть из стран ОПЕК может быть ограничен 24,9 млн. баррелей в сутки (т.е. будет меньше, чем сегодня).

Тем не менее, благодаря росту средней цены в долларах за баррель, страны ОПЕК не проиграют в финансовом отношении, и к 2010 г. их доходы от продажи сырой нефти, как ожидается, приблизятся к \$313 млрд при низком ценовом сценарии (который означает расширение их рыночной доли) или составят \$299 млрд при высоком ценовом сценарии.

В ближайшие годы эта дилемма вызовет горячие дискуссии

Остается открытым вопрос, готовы ли эти страны поступиться своей рыночной долей, а также частью политического и ценового влияния, ради легких краткосрочных барышей.

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Эпоха низких ставок завершилась

- Стоимость внешних заимствований растет; прогноз золотовалютных резервов по результатам года снижен до \$71 млрд вследствие возможного ослабления притока капитала
- Снижение обменного курса рубля к доллару из-за ухудшения собираемости налогов; по нашим прогнозам, в конце текущего года курс составит 31 руб./\$
- Ожидается восстановление спроса на кредиты российских банков, при этом рентабельность банков сохранится на уровне 7%
- Высокие цены на нефть сдерживают снижение курса; по нашим прогнозам, в 2004-2005 гг. курс достигнет 31-32 руб./\$

Российские облигации отреагируют на резкий рост доходности казначейских обязательств США

Рост котировок еврооблигаций и доходности внутренних бумаг, а также ослабление рубля в июле...

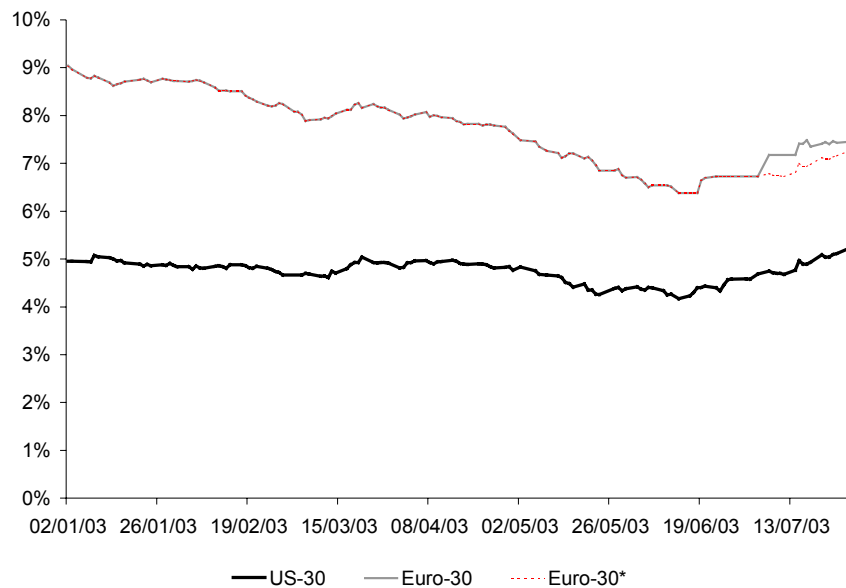
В июле произошли существенные изменения в динамике процентных ставок на российских финансовых рынках. Если в июне российские суверенные инструменты торговались по ставкам 6,4%, сейчас их доходность составляет 7,4%. Помимо этого, упали цены на рынке корпоративных ценных бумаг, что привело к увеличению спреда корпоративных облигаций к суверенным долговым обязательствам. Кроме того, вследствие существенного повышения обменного курса до 30,5 руб./\$ за неделю с 14 по 19 июля замедлился рост номинального курса, начавшийся в начале года. В результате, объем золотовалютных резервов снизился до \$63,8 млрд (по состоянию на 18 июля) после того, как ЦБ РФ пришлось прибегнуть к интервенциям на валютном рынке и выставить на продажу \$1 млрд.

...связываются многими экспертами с делом ЮКОСа, однако мы склонны видеть более существенные причины

Многие связывают изменение направленности тренда на российских финансовых рынках с началом расследования в отношении ЮКОСа, которое, по всей видимости, сыграло роль психологического катализатора, вызвавшего рост доходности и снижение курса рубля. Однако мы не согласны с тем, что происшедшие перемены были проявлением одномоментного влияния, и полагаем, что даже после разрешения конфликта между администрацией и ЮКОСом высокий уровень доходности сохранится, а рост курса рубля приостановится.

Доходность КО США преодолевает рекордно низкий уровень благодаря оживлению рынков ценных бумаг...

Недавние события на финансовых рынках отражают ряд существенных изменений. Во-первых, следует обратить внимание на динамику мировых процентных ставок, которые недавно упали до рекордно низкого уровня. Ставка рефинансирования в США упала до 1,0%, приблизившись к своему минимальному значению. То же самое можно сказать и о небывало низкой доходности казначейских обязательств США, опустившейся до отметки 4-5%. Все это отражает резкое падение котировок на рынках ценных бумаг за последние несколько лет на фоне т.н. «стремления инвесторов переводить средства в первоклассные активы». Тем не менее, в течение последних месяцев на рынках ценных бумаг появились признаки оздоровления, что уже привело к снижению цен казначейских обязательств США.

Илл. 9. Рост спреда российских еврооблигаций вследствие нападков на ЮКОС


Примечание: доходность Евро-30* рассчитана на основе предположения, что спред к КО США сохранится на уровне 200 п.п.
 Источник: Bloomberg

...однако российские облигации стали заложниками этой динамики из-за низкого спреда к КО США

Российский долговой рынок отличается сильной зависимостью от международных рынков. Спред российских облигаций к казначейским обязательствам США составляет 200-300 п.п., поэтому российский рынок является, в определенном смысле, заложником ценовой динамики на мировых рынках. Таким образом, мы полагаем, что котировки российских суверенных бумаг изменятся незначительно относительно текущих уровней и даже немного понизятся, поскольку, по прогнозам, цены казначейских обязательств США продолжат движение вниз.

По нашим оценкам, август будет спокойным, однако в сентябре ставки вырастут и снижение курса продолжится

По всей видимости, эпоха дешевых внешних заимствований заканчивается. Рост внутренних процентных ставок и ускорение темпов падения курса в июле было вызвано повышением доходности на мировых рынках. По нашему мнению, в августе, цены будут колебаться вокруг текущих уровней из-за сезона отпусков, однако, начиная с сентября, влияние указанных тенденций станет более очевидным.

Снижение прогноза золотовалютных резервов по результатам года до \$71 млрд на фоне падения заимствований

Снижение прогноза резервов ЦБ на конец года с \$78 млрд до \$71 млрд на фоне падения заимствований

Вследствие удорожания зарубежных кредитов уменьшится интерес российских компаний к внешним заимствованиям, что, в свою очередь, приведет к снижению притока капитала в Россию и сокращению предложения твердой валюты на валютном рынке. Согласно нашему прогнозу, ЦБ РФ будет стремиться понизить, хотя и незначительно, курс рубля во второй половине текущего года, и поэтому мы полагаем, что объем официальных резервов Центробанка к концу года увеличится. Тем не менее, если ранее мы прогнозировали резервы на уровне \$78 млрд по итогам года, теперь мы полагаем, что они не превысят \$71 млрд. Если рассматривать динамику обменного курса рубля, мы считаем, что уровень 31 руб./\$ в конце года будет вполне приемлемым для ведущих кредитно-денежных институтов.

Однако отток капитала не возрастет из-за необходимости финансировать предвыборную кампанию

В отличие от рынка, мы считаем, что существенного оттока капитала во второй половине текущего года не произойдет, несмотря на то, что валютный рынок уже начал учитывать эту возможность в своих ценах. По нашему мнению, существенной статьей расходов крупного бизнеса будет финансовая помощь политическим партиям накануне парламентских выборов, намеченных на 19 декабря, поэтому экспортная выручка будет возвращаться в Россию и направляться на финансирование предвыборной кампании. Это еще один аргумент в пользу повышения золотовалютных резервов ЦБ РФ по итогам года.

Рост спроса на заемные средства выгоден для российских банков

В то же время, благодаря необходимости рефинансировать корпоративные долговые обязательства, составляющие 26% ВВП, вырастет спрос на внутренние финансовые ресурсы. Очевидно, что это хорошая новость для банковского сектора. Основной причиной того, что на корреспондентских счетах российских банков лежат \$5 млрд, является нежелание крупных клиентов прибегать к внутренним займам. Не исключено, что теперь крупные нефтяные компании начнут обращаться к российским банкам, и согласятся с их условиями. В свою очередь, у отечественных банков будет больше времени для развития своей клиентской базы, т.е. поисков форм сотрудничества с малым и средним бизнесом.

Корпоративный рынок может пострадать, т.к. нет никаких признаков возможного снижения доходности

Дальнейшее развитие рынка корпоративных бумаг находится под вопросом. Поскольку существует риск продолжительного снижения котировок облигаций, расходы компаний на рефинансирование долга могут превысить стоимость заемных средств. По этой причине, в ближайшем будущем корпорации не будут заинтересованы в размещении новых облигационных займов и обратятся к банковским кредитам. Таким образом, положительные для банковского сектора сдвиги могут навредить рынку корпоративных бумаг.

Будут ли высокие цены на нефть способствовать дальнейшему укреплению рубля?

Если динамика процентных ставок вполне предсказуема, то относительно долгосрочных тенденций движения обменного курса рубля по-прежнему существуют разные точки зрения.

По мнению ЦБ, курс руб./\$ зависит от состояния бюджета, а оно ухудшается

Одной из них придерживается Центробанк, который считает, что долгосрочная динамика курса рубля будет зависеть от состояния российского бюджета. Мы хотели бы напомнить нашим читателям, что за первые пять месяцев 2002 г. налоговые поступления в федеральный бюджет составили 19,5% ВВП, а за первые пять месяцев текущего года – меньше 18,9% ВВП. Кроме того, ежегодные выплаты России по внешнему долгу по-прежнему находятся на уровне \$14-16 млрд (например, в 2004 г. Россия должна направить на эти цели \$15,6 млрд). Таким образом, повышение номинального курса рубля может произойти только за счет существенного улучшения динамики бюджетных поступлений. В противном случае, курс несколько понизится в номинальном выражении.

Илл. 10. Статьи федерального бюджета, % ВВП

	Янв.-май 2002 г.	Янв.-май 2003 г.
Доходы, включая налоговые поступления	20,7	20,7
Расходы, включая непроцентные выплаты	19,5	18,9
Первичный профицит	17,0	17,2
Профицит	14,5	15,1
	6,2	5,5
	3,7	3,5

Источник: *Economic Expert Group*

Высокие ставки по внешним кредитам и недостаток бюджетных поступлений приведут к падению курса рубля

Другие полагают, что из-за высоких цен на нефть ЦБ перестанет накапливать резервы, что приведет к усилению рубля

По нашему мнению, сохранение высокого уровня бюджетных поступлений и цен на нефть будет препятствовать резкому падению курса

ЦБ продолжит накапливать резервы, чтобы предотвратить чрезмерное укрепление рубля

Мы подтверждаем наш прогноз курса рубля на 2004-2005 гг. на уровне 31-32 руб./\$

Эксперты Центробанка считают, что цены на нефть не влияют на обменный курс рубля напрямую, однако от них зависит состояние счетов движения капиталов и стабильность бюджетных поступлений. Таким образом, если высокие цены на нефть сохранятся, а процентные ставки на международных финансовых рынках вырастут, то при низком уровне бюджетных поступлений, по мнению ЦБ, можно будет ожидать снижение обменного курса рубля.

Другая точка зрения, которой придерживаются многие международные эксперты, заключается в том, что цены на нефть будут по-прежнему оказывать определяющее влияние на динамику обменного курса рубля и резервов Центробанка. Хотя международные нефтяные институты склоняются к наихудшему сценарию динамики цен на нефть марки Brent, предполагающему, что 1 баррель будет стоить \$20-24, несмотря на растущую вероятность сохранения высоких цен на уровне \$30-33/барр., эти эксперты обеспокоены тем, что ЦБ будет вынужден продолжать покупать иностранную валюту. Однако из-за угрозы инфляционного давления или неконтролируемого роста денежной массы Центробанку придется отказаться от дальнейшего накопления резервов, что приведет к ускорению темпов укрепления рубля в номинальном выражении.

Мы хотели бы отметить, что представленные выше точки зрения отражают ряд возможных сценариев, реализация которых зависит от взаимодействия нескольких факторов. По нашему мнению, несмотря на снижение бюджетных поступлений за первые пять месяцев текущего года, финансовое положение России по-прежнему можно считать устойчивым. Подтверждением тому служит первичный профицит в размере 5,5% ВВП. Мы также полагаем, что цены на нефть сыграли гораздо более важную роль в улучшение платежного баланса, чем рост внешних заимствований. И, наконец, мы считаем, что внешние заимствования и впредь будут представлять собой привлекательный вариант долгосрочного финансирования, т.к. на внутреннем рынке подобных предложений нет.

С другой стороны, мы не считаем, что России грозит существенное повышение курса рубля к доллару. По нашему мнению, ЦБ РФ не беспокоят возможные инфляционные последствия роста золотовалютных резервов, поскольку влияние этого роста на спрос денежных средств ограничено. Суммарный объем кредитов, предоставляемых российскими банками, составляет всего 18% ВВП, тогда как на краткосрочных депозитах хранится \$5 млрд. Другими словами, создается впечатление, что экономика не способна «усвоить» растущие объемы ликвидности, поэтому банковскому сектору приходится расплачиваться за происходящие изменения, что приведет к снижению рентабельности банков.

В заключение, мы хотели бы сказать, что риски, связанные с сильным рублем, сейчас опаснее, чем риски, связанные с ускорением темпов его ослабления. Мы подтверждаем наш прогноз обменного курса на уровне 31 руб./\$, основываясь на предположении, что ЦБ продолжит накапливать резервы. В 2004-2005 гг. курс может вырасти до 31-32 руб./\$ при сохранении высоких цен на нефть и устойчивого положительного платежного баланса.

Динамика и оценка акций
Илл. 11. Динамика АДР, с начала месяца, на 31 июля 2003 г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
Нефть и Газ									
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	19,3	-2,0	63,6	21,5	10,0	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	71,5	0,0	18,6	83,5	54,5	
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	21,5	0,0	0,7	28,3	16,5	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	19,0	0,0	19,5	28,0	14,3	
Татнефть	2	20 в 1	25,0	18,6	0,0	23,1	24,1	11,1	
Юкос	1	4 в 1	20,0	46,5	0,0	25,5	80,0	32,8	
Энергетика									
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	4,0	0,0	60,0	5,4	1,8	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	32,9	0,0	40,5	39,1	20,6	
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	6,5	0,0	113,1	7,8	2,2	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	26,5	0,0	118,1	28,8	7,5	
Телекоммуникации									
ВымпелКом	3	3 в 4	Н/Д	44,8	0,0	39,9	49,1	21,4	
Голден Телеком	3	1 в 1	Н/Д	27,7	0,0	118,7	31,3	10,2	
МТС	3	20 в 1	17,0	55,3	0,0	48,8	63,3	23,8	
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	6,5	-3,2	5,8	7,0	5,0	
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	8,5	5,0	50,0	86,7	25,0	1,3	
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	9,5	0,0	33,6	11,2	5,8	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	4,3	4,6	65,1	4,8	1,5	
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	4,6	0,0	36,7	5,5	2,4	
Прочие сектора									
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	37,4	0,0	85,3	49,5	15,9	
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	6,7	0,0	13,2	6,6	3,8	
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,6	-0,3	4,8	5,1	2,0	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	19,8	0,0	10,1	22,7	16,0	
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	4,6	1,2	-1,2	7,7	2,9	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка

Илл. 12. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 31 июля 2003 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2002П	2003П	2002П	2003П			
Нефть и Газ														
Газпром	1,175	8	53	1,328	0,639	65,2	30 405	27,6	3,9	5,8	3,6	1,75	49	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	17,85	-10	14	20,53	13,77	4,6	15 183	8,2	5,9	4,9	4,6	22,75	27	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	2,15	-18	-4	2,78	1,715	0,5	10 194	8,8	6,7	6,6	5,3	2,2	2	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,379	-9	18	0,525	0,29	1,1	8 775	5,7	5,8	1,5	1,4	0,38	0	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	0,9375	-1	22	1,200	0,563	1,2	2 122	4,3	4,6	3,6	2,6	0,85	-9	ПРОДАВАТЬ
Юкос	11,47	-18	24	14,55	8,45	4,1	24 375	8,0	6,5	5,3	4,0	13	13	ДЕРЖАТЬ
Petrobras	19,0	-6	3	20,7	9,7	6,7	20 131	7,3	3,8	5,7	3,0			
MOL	0,9	20	9	0,9	0,5	2,0	1 874	Н/Д	13,5	5,7	7,4			
PetroChina	0,3	15	44	0,3	0,2	23,6	50 164	9,2	8,2	4,3	3,9			
Среднее								8,2	8,5	5,2	4,8			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,092	-6	15	0,112	0,062	0,1	439	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,460	-2	65	0,470	0,247	0,0	352	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,063	-14	94	0,078	0,024	0,4	1 781	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,273	2	108	0,293	0,076	11,1	11 184	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	-6,8	9,7	8,9	3,2			
Eletrobras	8,3	1	0	11,3	5,0	1,2	4 469	11,5	4,0	3,8	6,0			
Среднее								3,7	5,7	5,4	4,4			
Телекомы														
МГТС	7,4	3	16	7,4	6,0	0,0	657	19,5	13,9	5,0	4,1	9,0	22	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			
Среднее								24,4	16,1	3,9	4,2			
Ростелеком	1,585	-9	29	1,930	0,978	0,6	1 417	41,4	23,9	3,7	3,7	1,70	7	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			
Среднее								9,1	8,2	4,3	3,8			
Вымпелком	44,8	0	40	49,1	21,4	14,2	2 408	18,6	11,4	8,0	5,3	59,0	32	ПОКУПАТЬ
MTC	55,3	0	49	63,3	23,8	16,7	5 507	19,9	13,5	8,7	5,4	66,0	19	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	9,81	8	37	10,7	4,550	0,6	829	21,2	15,9	5,9	5,1			
Среднее								11,1	13,0	5,5	5,8			
Голден Телеком	27,7	0	119	31,3	10,2	4,1	666	22,4	12,1	10,5	5,2	Н/Д	Н/Д	ПЕРЕСМОТР
Netia	1,2	18	17	1,5	0,5	3,3	417	Н/М	Н/М	Н/М	5,7			
Металлургия														
Норильский Никель	37,5	10	85	37,5	16,5	0,7	8 021	25,5	11,1	6,9	5,4	35,0	-7	ДЕРЖАТЬ
Amplats	31,0	-2	-27	52,7	25,9	0,3	6 668	8,6	8,1	4,9	4,3			
Inco	23,5	0	-2	25,5	17,4	1,0	4 324	н/м	19,2	11,3	8,9			
Implats	62,9	0	-14	87,2	46,4	0,2	4 191	6,8	8,8	5,1	4,7			
Среднее								7,7	12,0	8,1	6,6			
Северсталь	79,0	7	59	80,0	47,0	0,0	1 744	14,1	8,8	4,4	3,4	83,0	5	ДЕРЖАТЬ
China Steel	0,7	1	28	0,8	0,4	102,2	6 689	15,0	12,2	7,4	5,5			
POSCO	122,4	2	23	123,7	76,8	0,3	11 116	10,9	9,4	4,7	4,8			
Среднее								12,9	10,8	6,1	5,1			
Продукты														
Балтика	12,3	0	-6	15,3	11,9	0,0	1 441	10,5	10,6	6,4	6,0	14,4	17	ПОКУПАТЬ
Сан Интербрю	4,6	1	-1	7,7	2,9	0,0	504	Н/Д	11,0	9,6	6,9	5,7	23	ПОКУПАТЬ
Вимм-Билль-Данн	19,8	0,0	10,1	22,7	16,0	0,1	869,4	24,3	21,0	10,9	9,1	23,5	18,9	ПОКУПАТЬ
Okocim	4,3	3	29	4,4	2,9	0,0	124	171,7	Н/А	9,6	11,8			
Grupo Modelo-C	2,4	0	0	2,5	2,0	3,1	7 780	19,5	16,8	7,5	6,9			
Среднее								95,6	16,8	8,6	9,3			
Торговля														
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	3,7	-2	17	3,8	3,0	0,0	315	20,4	19,0	14,6	13,5			
Matahari Putra Prima	52,3	-2	-11	79,3	42,3	2,7	141	11,4	10,1	4,7	3,7			
Среднее								15,9	14,5	9,6	8,6			
Машиностроение														
ОМЗ	7,1	0	23	7,1	4,1	0,2	249	14,7	12,3	4,3	4,1	9,3	32	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	22,6	6	40	23,4	13,3	0,4	1 717	5,8	5,0	5,7	5,2			
Atlas Copco	28,7	3	21	28,8	21,2	1,2	7 426	17,2	17,5	8,8	8,1			
Среднее								17,2	11,3	7,3	6,7			

Примечание: н/д – нет данных, н/з – не значимо

Источники: РТС, Блумберга оценки Альфа-Банка

Илл. 13. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 31 июля 2003 г.

Тикер Компания Тикер	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2002П	2003П	2002П	2003П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	8,3	-8	-5	10,45	4,695	7,6	955	51,7	5,8	12,9	3,6	11,1	34	ПОКУПАТЬ
Башнефть	3,05	-12	13	3,85	2,61	9,2	570	3,1	2,6	1,4	1,5	3,4	11	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	1,4	-2	19	1,5	1,16	0,9	142	6,1	4,1	5,0	4,2	1,6	12	ПОКУПАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,230	-2	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	0,320	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	0,1325	24,1	131	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,024	0	118	0,02613	0,007	0,7	112	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекомы														
Башинформсвязь	0,073	0	58	0,073	0,042	7,9	71	3,5	103,7	4,2	3,1	0,08	5	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	1,87	4	48	1,993	0,81	67,3	557	12,9	6,3	3,8	2,5	2,21	18	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,37	0	-3	0,437	0,345	25,2	316	39,0	10,8	3,3	3,2	0,4	8	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,03	-3	7	0,03	0,02	76,35	315	22,3	4,1	2,7	1,7	0,05	66	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,022	-4	63	0,026	0,009	58,3	701	29,7	14,5	5,1	2,7	0,033	52	ПОКУПАТЬ
Центр Телеком	0,2805	-5	5	0,305	0,191	84,3	546	16,9	6,6	3,6	1,9	0,39	39	ПОКУПАТЬ
Юж Телеком	0,085	-3	17	0,0955	0,05	70,3	308	6,6	5,2	3,0	1,7	0,15	76	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
АвтоВАЗ	20,75	-10	-5	32,8	19,15	163,9	628	25,2	17,4	3,8	3,2	28,0	35	ПОКУПАТЬ
ГАЗ	16	12	3	27,5	14	37,3	86	10,6	1,8	3,9	2,9	17	6	ДЕРЖАТЬ
Красный Октябрь	4,05	0	1	5	4	1,1	37	3,4	2,9	1,7	1,5	9,00	122	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	253,8	-8	33	283	134,4	233,5	5 023	N/A	N/A	N/A	N/A	338	33	ПОКУПАТЬ
Челябинский труб- ный з-д	0,1805	0	101	0,1875	0,09	6,2	85	10,8	9,6	3,5	3,0	0,22	22	ПОКУПАТЬ

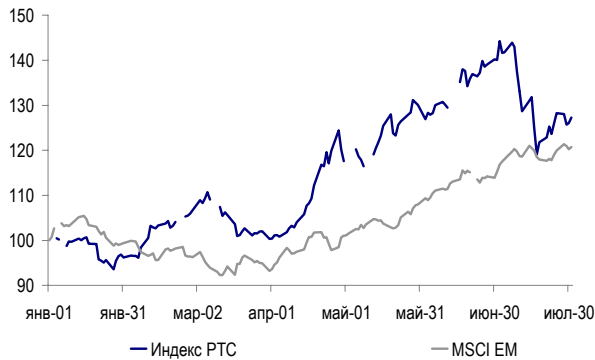
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 14. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 31 июля 2003 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2002П \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Сургутнефтегаз прив.	0,229	-10	-9	0,293	0,193	182,3	40	0,0031	1	0,23	-1	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	0,540	0	20	0,540	0,375	4,8	42	0,0319	6	0,51	-6	ДЕРЖАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,246	9	135	0,258	0,066	84,7	10	0,0050	2	Н/Д	Н/Д	ЗАПРЕЩЕНО
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	1,080	-2	36	1,200	0,530	13,2	32	0,0267	2	1,10	2	ДЕРЖАТЬ

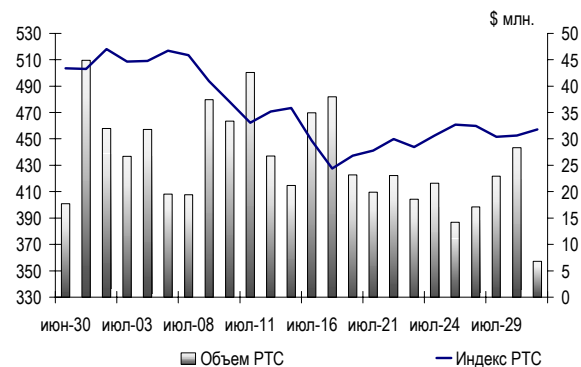
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Графики

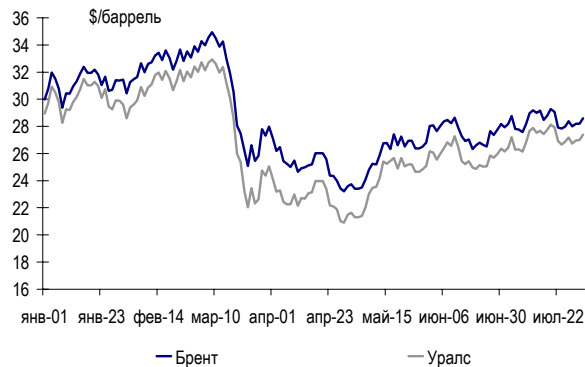
Илл. 15. РТС и индекс MSCI EM, с начала года


Источники: РТС, Рейтер

- Индекс РТС снизился в июле на 9,2% на фоне среднего объема \$25,9 млн.

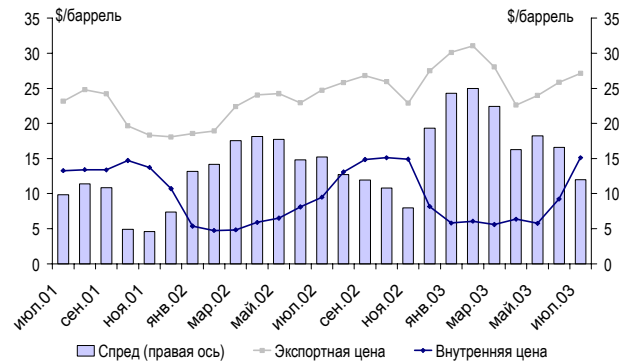
Илл. 16. Динамика РТС, с начала месяца


Источник: РТС

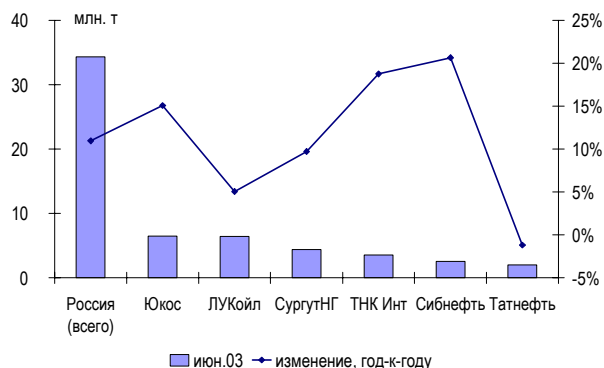
Илл. 17. Динамика цен на нефть, с начала года


Источник: Блумберг

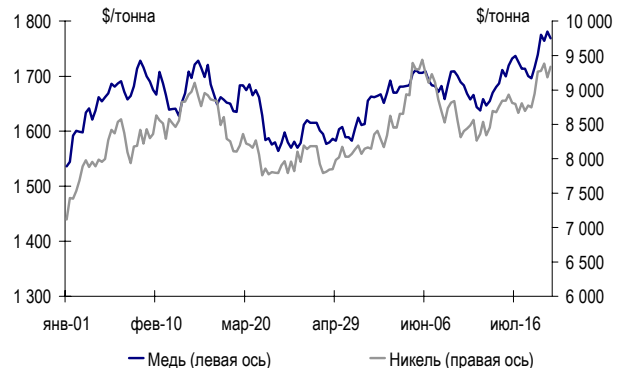
- Цена нефти осталась высокой (в июле смесь Brent в среднем стоила \$28,4/барр.) из-за медленного восстановления нефтяной отрасли Ирака
- Внутренние цены на нефть продолжили рост (в среднем \$15,1/барр. в июле), так как проблемы с транспортом были урегулированы

Илл. 18. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2003


Источник: Министерство энергетики

Илл. 19. Добыча нефти компаниями, июнь 2003 г


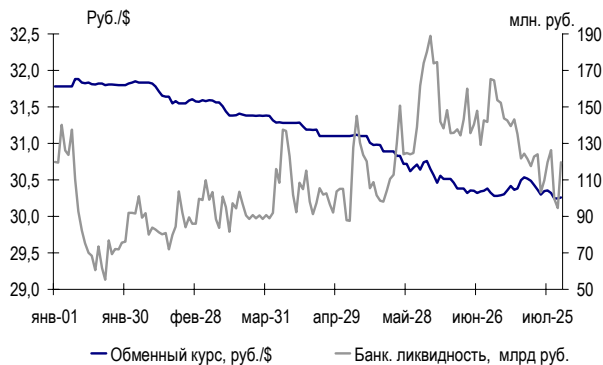
Источник: Министерство энергетики

Илл. 20. Цены на медь и никель, с начала года


Источник: Блумберг

- Добыча нефти сохранила высокий темп роста (+11% год-к-году в июне); в среднем 8,23 млн. б/с
- В июле цена меди выросла 9,7%, темп роста цены никеля был еще выше +11,7%

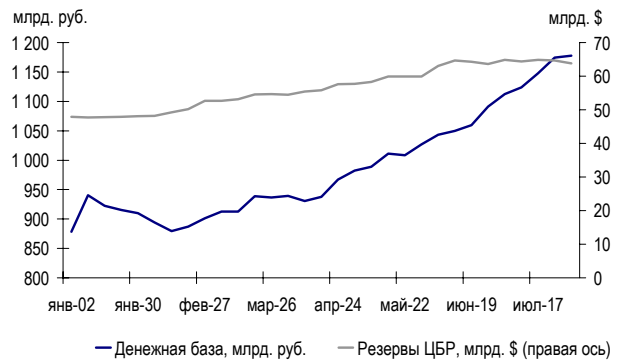
Илл. 21. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года



Источник: ЦБР

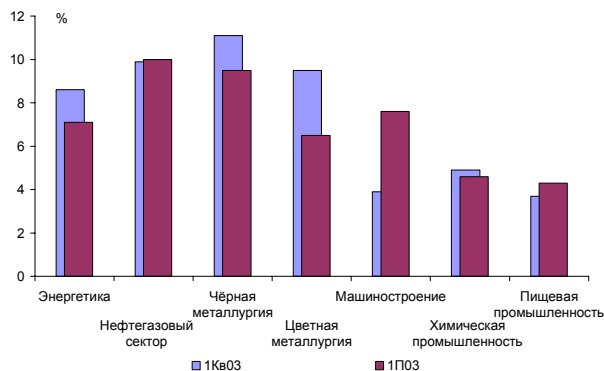
- Расследование по делу Юкоса привело к снижению курса доллара до уровня 30,5 руб./\$
- Резервы ЦБР в июле не изменились, благодаря 1 млрд. интервенции ЦБР на валютный рынок

Илл. 22. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года



Источник: ЦБР

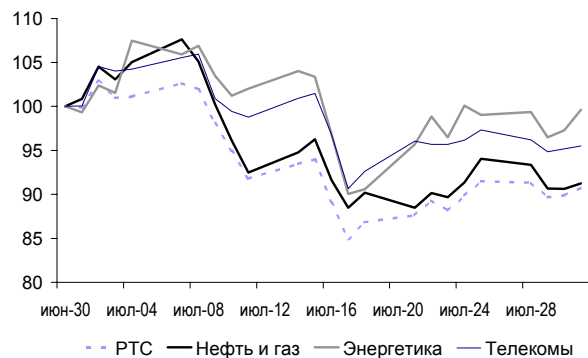
Илл. 23. Динамика промышленного производства, 1Кв03-1П03



Источник: Госкомстат

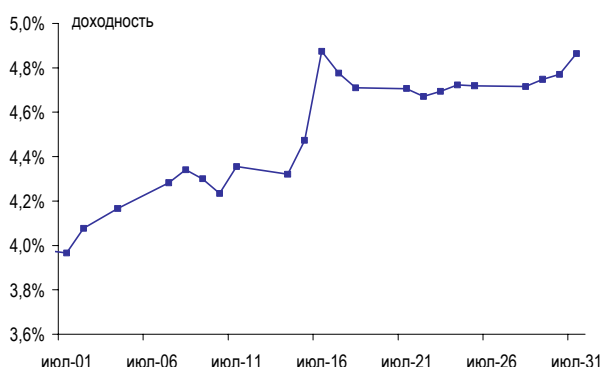
- Машиностроение выиграло от сильного евро в 2Кв03, показав рост в 1П03 на 8%
- Оторвавшись от общего тренда, энергетика вернулась к уровням начала месяца

Илл. 24. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца



Источники: оценки Альфа-Банка

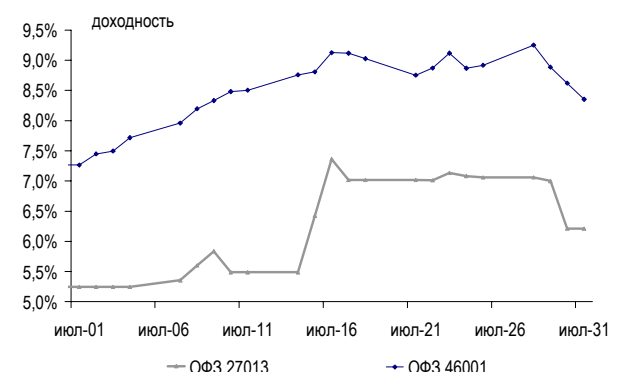
Илл. 25. Динамика Евро-07, с начала месяца



Источник: Рейтер

- Российский долговой рынок сохранил в июле высокую корреляцию с казначейскими обязательствами США; признаки роста экономики США снизили цены еврооблигаций на 3-10%
- Массированная продажа на рынке ГКО-ОФЗ в середине июля была частично компенсирована в конце месяца скупкой облигаций банками перед закрытием балансов

Илл. 26. Динамика ОФЗ 27013–46001, с начала месяца



Источник: Рейтер

Календарь событий**Илл. 27. Календарь корпоративных событий**

Дата	Компания / Сектор	Событие
6 августа	ГМК Норильский Никель	Результаты аукциона о приобретении 38% рудника им. Матросова
6 августа	Юкос	С этой даты акционеры компании могут подавать заявки на продажу акций компании
9 августа	Красный котельщик	Ежегодное собрание акционеров
14 августа	Юкос	Начало размещения 1 млрд. акций
18 августа	Сибнефть	Собрание акционеров утвердит поправки к Уставу компании о скупке акций у миноритариев
Конец августа	Северсталь	Отчётность Северстали по МСФО

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Повышение доходности облигаций вслед за КО США на фоне снижения курса рубля

Главные вопросы августа – подготовка бюджета и динамика рынка

Июль стал поворотным пунктом как для бумаг с фиксированной доходностью, так и для валютного рынка. На первый взгляд, неопределенность, возникшая в связи с расследованиями вокруг ЮКОСа, подогрела спекулятивные настроения, направленные на рост курса доллара. В результате, курс дошел до 31,5 руб./\$ и остановился на этой отметке только благодаря интервенциям ЦБР. Та же самая неопределенность поразила рынок облигаций, который отреагировал подъемом на 1 п.п. во всех сегментах кривой доходности. Однако мы полагаем, что дело ЮКОСа вызвало лишь незначительную коррекцию, тогда как главной причиной изменений было повышение международных процентных ставок. Российские суверенные долговые инструменты стали заложниками рынка американских облигаций, поскольку их спрэд к казначейским обязательствам США составляет 200-300 п.п. По этой причине, цены на российском долговом рынке могут упасть вслед за снижением котировок казначейских обязательств США. Тем временем, валютный рынок уже учел в своих ценах возможное обмеление потока иностранного капитала в Россию.

Мы полагаем, что в августе все внимание будет сосредоточено на двух моментах. Во-первых, на рынках будет царить затишье из-за сезона отпусков. Однако в конце месяца ожидается ускорение роста доходности облигаций, а также более быстрое ослабление рубля, особенно в том случае, если продолжится укрепление доллара по отношению к евро. Во-вторых, мы будем внимательно следить за обсуждением федерального бюджета на 2004 г., проект которого должен быть представлен в ГД РФ 26 августа. Обсуждение бюджета будет жарким, поскольку формирование стабилизационного фонда основано исключительно на накоплении выручки, поступающей от нефтяного сектора. Очевидно, что это противоречит интересам крупных нефтяных компаний.

Илл. 28. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003П
На июль							
Инфляция, %	0,9	0,2	2,8	1,8	0,5	0,7	0,7
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,8	6,2	24,2	27,8	29,3	31,44	30,3
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	24,5	18,4	11,9	23,3	36,5	43,3	64

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

Илл. 29. Основные события

Дата	Событие
3 июля	Золотовалютные резервы РФ с 20 по 27 июня сократились на \$500 млн до \$64,4 млрд – ЦБР. Снижение золотовалютных резервов в этот период носит технический характер и связано с купонными выплатами по еврооблигациям. 24 июня РФ выплатила \$159 млн по Евро-28, а 26 июля – \$120 млн по Евро-07.
3 июля	В соответствии с Постановлением правительства, с 2004 г негосударственные управляющие компании получают право инвестировать накопительную часть пенсий не только в государственные ценные бумаги, но и в муниципальные, корпоративные, ипотечные облигации, а также акции российских компаний. Структура инвестиционного портфеля управляющей компании в 2004 г будет выглядеть следующим образом: - доля государственных, муниципальных, ипотечных облигаций – в пределах 40%; - доля корпоративных облигаций – в пределах 50%; - доля акций – в пределах 40%. Первоначально, влияние пенсионных средств на фондовый и корпоративный долговой рынок будет умеренным. По нашей оценке около 90% средств останутся в управлении Государственного Пенсионного Фонда. Управляющие компании получат в свое распоряжение лишь 10% из \$3 млрд, которые будут аккумулированы к концу года. В этом случае объем свежих ресурсов, которые поступят на корпоративный и фондовый рынки составит в 2004 г. около \$120 млн.
3 июля	В первом полугодии 2003 г по-прежнему ключевым фактором роста потребительских цен стал опережающий рост тарифов на платные услуги населению (+15,6%). В то же время удорожание продуктов питания (+7,4%) и непродовольственных товаров (+4,6%) происходило более медленными темпами по сравнению с общим показателем инфляции за январь-июнь.
8 июля	Финансовый резерв РФ снизился в первом полугодии 2003 г. на 61,7 млрд. руб. (\$2 млрд) до 166,5 млрд. руб. Таким образом, на 1 июля финансовый резерв составил \$5,5 млрд, снизившись по сравнению с началом года на 24%. Основной причиной снижения финансового резерва в первом полугодии было использование средств на обслуживание внешнего долга. Всего в январе-июне РФ выплатила по внешнему долгу порядка \$3,8 млрд. Необходимость использования средств финансового резерва на обслуживание долга связано с резким увеличением не процентных расходов бюджета. Несмотря на высокие цены на нефть, размер первичного профицита бюджета в первом полугодии 2003 г снизился до 4,2% ВВП по сравнению с 5,1% ВВП за аналогичный период прошлого года. Кроме того, привлечение средств из финрезерва может быть связано с желанием правительства снизить долговую нагрузку.
8 июля	ЦБР намерен понизить норматив обязательной продажи валютной выручки до 25% с текущих 50%. Данное решение связано с тем, что с 9 июля вступили в силу изменения к закону о валютном регулировании и контроле, снижающие норматив обязательной продажи валютной выручки до уровня не выше 30%. Данные изменения норматива вряд ли окажут заметное влияние на валютный рынок. Практически вся выручка сырьевых экспортеров, доля которых в российском экспорте составляет около 70%, с начала этого года возвращается в страну. Это связано с ростом привлекательности депозитов в рублях по сравнению с валютными счетами. На начало года ставки по рублевым счетам были вдвое выше, чем по долларovým. В частности, это и было одной из причин резкого укрепления номинального курса рубля в первой половине 2003 г.
15 июля	Рост промышленного производства в первом полугодии 2003 г. составил 6,8%. В I квартале рост производства в промышленности составлял 6%. Резкое увеличение промпроизводства во II квартале связано с удвоением производства продукции машиностроения.
21 июля	Минфин планирует в 2004 г реформировать часть портфеля госбумаг Банка России на сумму до 70 млрд. руб. – директор департамента открытых операций на рынке ЦБ РФ Сергей Швецов Какая часть бумаг из этой суммы будет рыночной, пока не определено. По словам Швецова, объем рыночных выпусков может составить около 50 млрд. руб. В начале 2003 г был реформирован портфель госбумаг ЦБ РФ на сумму 300 млрд. руб. Из этой суммы 32 млрд. руб. были реформированы в рыночные выпуски. Более половины этого объема ЦБ уже разместил на рынке. До конца 2003 г Банк России планирует реализовать на рынке все рыночные бумаги.
21 июля	Объем эмиссии гособлигаций в августе составит 11 млрд. руб. В частности, 6 августа состоится аукцион по размещению ГКО объемом 5 млрд. руб. 20 августа Минфин выставит на аукцион ОФЗ на 6 млрд. руб.
28 июля	Агентство Moody's поставило суверенный рейтинг России в список на возможное повышение. В настоящее время рейтинг РФ по методологии агентства Moody's находится на уровне Ba2 – на две ступеньки ниже инвестиционного рейтинга. В заявлении агентства отмечается, что повышение рейтинга будет основываться на политической стабильности в стране и улучшении инвестиционного климата для российских и зарубежных инвесторов в основных секторах российской экономики. Кроме того, Moody's намерено изучить ситуации с темпами структурных реформ в ключевых сферах экономики, включая банковскую, естественных монополий и государственного регулирования.

Источник: оценки Альфа-Банка

Новости компаний и отраслей
Метью Томас

(44 20) 7382-4184

Константин Резников

(7 095) 795-3612

Анна Бутенко

(7 095) 795-3745

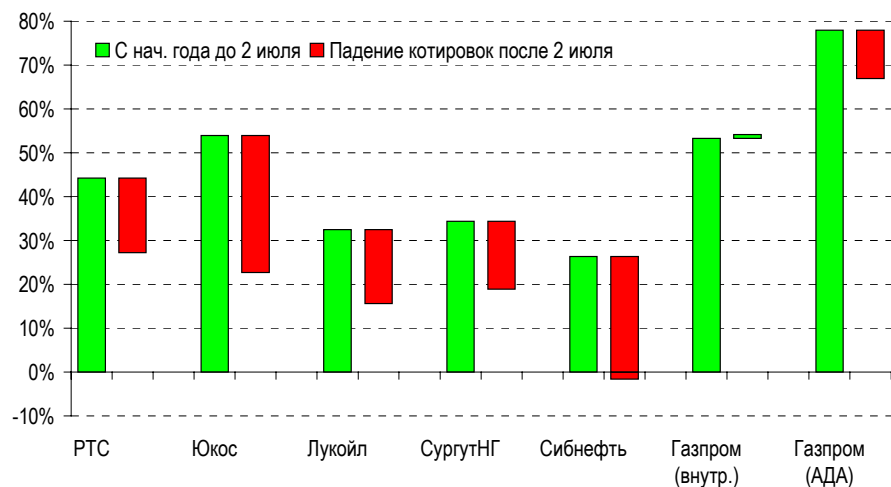
В июле цены акций нефтяных компаний упали на 11-22% из-за начатого Генпрокуратурой расследования в отношении Юкоса

Глубже других «провалились» акции Юкоса (-20%) и Сибнефти (-22%)

Нефть и газ

После достижения в начале июля исторических максимумов котировки акций российских нефтяных компаний (также как и весь российский рынок) только и ждали повода для резкой коррекции вниз. И он был найден, причем какой повод! Генпрокуратура начала широкомасштабное расследование в отношении крупнейшей российской компании (на пике цены 2 июля рыночная капитализация Юкоса превышала \$32 млрд) и ее крупнейших акционеров. С момента начала этого расследования в начале июля котировки акций нефтяных компаний упали на 11,5-22,1% (индекс РТС потерял 11,8%) и, достигнув дна в середине месяца, начали постепенно расти.

Неудивительно, что больше всего пострадали бумаги Юкоса (-20,3%) и его партнера в предстоящем слиянии Сибнефти (-22,1%). Подконтрольный государству Газпром, акции которого на фоне последних событий выглядят более безопасной бумагой, уже в основном компенсировал потери и с начала года прибавил в цене 54,2% (АДР выросли на 66,9%). Менее ликвидный Сургутнефтегаз, у которого «проблем» с приватизацией не было, также демонстрировал относительную стабильность (со 2 июля его акции упали лишь на 11,5%).

Илл. 30. Цены акций российских нефтяных компаний до и после 2 июля


Источник: РТС, оценка Альфа-Банка

Мы все еще надеемся на благополучный исход...

Мы по-прежнему считаем самым вероятным благополучное завершение событий: М. Ходорковский останется во главе компании, а процесс слияния ЮКОСа и Сибнефти продолжится. Более того, мы полагаем, что вероятность расследования деятельности других олигархов или массовой национализации слишком мала.

...хотя котировки уже снизились

Тем не менее, инвестиционной привлекательности ЮКОСа и нефтегазовой отрасли в целом, хотя и в меньшей степени, нанесен определенный ущерб.

Так, например, возникают вполне обоснованные сомнения в том, что компании дадут свободно развиваться, и государство перестанет вмешиваться, поскольку интерес Генеральной прокуратуры к отдельным лицам,

связанным с ЮКОСом, не ослабевает. На этом основании мы увеличили премию за риск по акциям ЮКОСа до 5% (в соответствии с нашей оценкой корпоративных рисков в среднем по России) с прежнего уровня 3%, установленного благодаря самому продвинутому в отрасли менеджменту и успехам корпоративного управления ЮКОСа и Сибнефти. Необходимо также отметить, что с тех пор, как началось прокурорское расследование, российская безрисковая ставка, исчисляемая на основе суверенных еврооблигаций со сроком обращения 30 лет, также выросла почти на 100 п.п. По этой причине, мы снизили соответствующие «справедливые» показатели (уровни *текущей* оценки, а не прогноз на год вперед) акций ЮКОСа и Сибнефти до \$11,3 (на 8,9% ниже текущей цены) и \$2,2 (на 6,0% ниже рынка). При этом мы подтверждаем нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции обеих компаний.

Не исключена опасность отрицательного влияния возможного повышения налогообложения в среднесрочной перспективе из-за ослабления нефтяного лобби, хотя мы воздержались от включения этого риска в наши оценочные коэффициенты.

Был ли Ходорковский ключевой фигурой, благодаря которой ЮКОС смог бы выйти на новый уровень?

В течение нескольких недель до недавних массовых продаж, вызванных политическими причинами, мы встречались с инвесторами из США, Великобритании, Европы и России и постоянно говорили о том, что российские нефтяные голубые фишки либо уже достигли уровня «справедливой» стоимости, либо приближаются к нему. Мы не спорили с теми, кто утверждал, что еще можно было продавать, скорее считали, что в будущем годовая доходность от инвестиций, теоретически, не должна превышать средневзвешенную стоимость капитала. Иными словами, мы благожелательно относились к большинству нефундаментальных аргументов в пользу покупки и сохранения акций российских нефтяных компаний в инвестиционном портфеле. В частности, это относится и к предположению о том, что благодаря интеграции ЮКОСа и Сибнефти Ходорковский сможет возглавить наступление на российскую газовую отрасль, что позволило бы обеспечить создание новой стоимости и выход за рамки нынешнего состояния рынка. Таким образом, хотя абсолютное большинство инвесторов соглашалось с тем, что основные финансовые и оценочные коэффициенты уже достигли своего предельного уровня или были близки к нему, многие подчеркивали свою непоколебимую уверенность в способности Ходорковского создавать новую стоимость и приносить выгоду акционерам.

Если это так, что ждет инвесторов?

Теперь следует переосмыслить такую уверенность. Последние события, без сомнения, ослабили политические позиции Ходорковского, поэтому снизилась вероятность развития газового рынка по пути, чрезвычайно благоприятному для ЮКОСа (включая создание беспрецедентного по своему размаху СП с Газпромом).

Это означает, что прибыль ЮКОСа на инвестированный капитал может превысить текущий уровень лишь в том случае, если возникнет перспектива участия иностранного инвестора в конгломерате ЮКОС-Сибнефть.

Крупные американские нефтяные компании придут на помощь?

На рынке можно постоянно слышать предположения, связанные, главным образом, с двумя компаниями: ExxonMobil и ChevronTexaco. Первую часто упоминают из-за ее мощи: она является одной из немногих компаний, которые все еще значительно возвышаются над ЮКОС-Сибнефтью. Однако история развития ExxonMobil свидетельствует о том, что поглощение российского концерна меньше соответствует корпоративной культуре этой компании, которая предпочитает начинать крупные проекты с нуля. Это слишком далеко от того, чем располагает ЮКОС-Сибнефть.

Компании ChevronTexaco недостает масштаба, но у нее есть гораздо более веские краткосрочные стимулы. При осуществлении своего флагманского проекта «Тенгиз» в 2002 г. ей пришлось столкнуться с полити-

ческим вмешательством со стороны правительства Казахстана. Хотя в середине и конце 90-х годов считалось, что казахское правительство более благосклонно относится к иностранным инвесторам и в стране существует более благоприятный налоговый режим по сравнению с Россией, сейчас это уже не столь очевидно. Не исключено, что по этой причине ChevronTexaco может попытаться счастья в России, особенно если учесть ее более высокие затраты на добычу, разведку и разработку по сравнению с другими глобальными нефтяными компаниями из-за обширного наследия в Северной Америке.

Возможно все, но вряд ли в ближайшем будущем

По нашему мнению, ни та, ни другая не захочет купить только ЮКОС (да и ЮКОС не будет продаваться отдельно, т.к. в случае отказа от слияния с Сибнефтью ему придется заплатить штраф в размере \$1 млрд). Поэтому, учитывая только временной фактор, будет разумно предположить, что иностранным инвесторам нужна полная уверенность в том, что слияние ЮКОСа и Сибнефти будет завершено. Это означает, что они не пойдут на заключение сделки в ближайшем будущем. Более того, если бы Ходорковский был уверен в благоприятных перспективах ЮКОСа, он, без сомнения, требовал бы крупную премию за 25% пакет.

Запасы не настолько дешевы, как кажется!

Можно ли утверждать, что складываются благоприятные условия для такой премии? Стоит ли надеяться на ее получение? Мы неоднократно говорили о том, что, судя по текущему и совсем недавнему уровню рыночных оценок, 25% акций ЮКОС-Сибнефть может стоить \$10-12,5 млрд. Это довольно дорогой «входной билет» к российским запасам. Хотя мы постоянно подчеркиваем значение модели DCF для понимания происходящих в секторе слияний и для их прогнозирования, за последние три года «средневзвешенные» расходы на разведку, разработку и приобретение запасов среднестатистической крупной фирмы составили около \$4,75/барр., при этом цена запасов по сделкам явно зашкаливала за \$5,00/барр.

Если предположить, что BP платила около \$2,00/барр. (на основе самой высокой, а не консервативной, оценки запасов ТНК), то создается впечатление, что российские запасы по-прежнему стоят дешево. Однако следует учитывать, что а) средневзвешенная реализованная цена российской сырой нефти обычно на \$2-3/барр. ниже цен нефти марки Brent из-за разницы в качестве и, что еще важнее, б) структурного недостатка, который заключается в удаленности месторождений от рынков или средств доставки. Таким образом, если мы попытаемся определить реальную цену отечественной сырой нефти в условиях неограниченных экспортных мощностей, только из-за удаленности добывающих регионов от рынков сбыта структура реализованной цены будет ниже.

Более того, в России выручка от экспорта сырой нефти облагается налогом, что еще больше сказывается на экономике реализации. Помимо этого, возможности добычи и сбыта определяют сроки извлечения запасов при текущей добыче, которые в России превышают 20 лет, что примерно в два раза выше среднемировых значений. Таким образом, если инвестор покупает две нефтедобывающие компании с совершенно одинаковыми запасами, но при этом срок извлечения запасов одной в два раза превышает аналогичный показатель другой (из-за ограниченного объема добычи и дефицита перерабатывающих мощностей), компания с более длительным сроком извлечения запасов будет иметь дисконт.

Что движет Ходорковским?

Может быть, конечно, размышляя о выходе на рынок в данных условиях, стратегический инвестор, думает как раз о том, что позиции Ходорковского ослабли и российский нефтепромышленник нуждается в «защите», которую может обеспечить влиятельный стратегический инвестор (т.е. новые расследования деятельности ЮКОСа будут затрагивать стратегического инвестора и, по определению, правительство его страны). Тем не менее, при такой мотивации, предвкушение может вылиться в разочарование. Можно ли надеяться на то, что миноритарный пакет будет продан

с существенной премией к текущей рыночной цене в нынешних условиях, если Ходорковский действительно ищет защиту? Согласятся ли даже наиболее стойкие «быки» ЮКОСа с тем, что потенциал роста акций ЮКОС-Сибнефть за счет «поглощения/слияния» будет ограничен вследствие появления стратегического покупателя, который стремится выгодно использовать сложившееся положение как можно быстрее?

Наши рекомендации:
осторожность по отношению к бумагам ЮКОСа, ограниченная покупка акций ЛУКОЙла

Итак, мы по-прежнему советуем проявлять осторожность в отношении ЮКОСа (ДЕРЖАТЬ). Наша позиция по ЛУКОЙлу немного иная: мы выступаем за небольшие по объему покупки его акций, несмотря на отсутствие явного среднесрочного фактора, который бы способствовал росту котировок. Эту роль может сыграть продажа буровых сервисов (об этом уже давно говорят, что дело решенное) или часто упоминаемый \$1 млрд чистой прибыли за счет выхода из проекта «АСГ», что должно повлиять на финансовую отчетность за 2 кв. Кроме того, ЛУКОЙлу следует приоткрыть завесу и подать какой-нибудь знак, хотя бы самый прозаичный, в подтверждении того, что процесс внутренних реформ продолжается.

Внутренние акции Газпрома остаются очень привлекательными, АДА Газпрома сильнее зависят от новостей

Если говорить о других основных бумагах, то следует отметить, что мы рекомендуем покупать обыкновенные акции Газпрома, но ведем себя гораздо осторожнее в отношении его американских депозитарных акций. Недавние сообщения о возможном введении 30% налога на экспорт газа может служить ярким примером проблемы «ожиданий», которую мы особо выделяли во время нашего последнего обзора. По нашему мнению, рынок смотрит на все новости вокруг Газпрома сквозь розовые очки, будь то внутренние или экспортные цены, реструктуризация газового гиганта, ring fence, соотношение объемов добычи и капиталовложений или либерализация внутреннего рынка газа. Основные сообщения, без всякого сомнения, повышают привлекательность внутренних акций. Несмотря на это, мы считаем, что котировки АДА в большей степени зависят от «разочарования, вызванного потоком новостей» из-за их более низкой ликвидности и более высокой относительной оценки. Мы полагаем, что акции Газпрома можно будет считать самыми привлекательными в том случае, когда обнадеживающими выглядят не только его основные финансовые и оценочные коэффициенты (как теперь), но и когда на рынке установится более пессимистический прогноз относительно упомянутых выше факторов (как было прошлой осенью).

Газпром

Илл. 31. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	19 160	23 130	23 239	24 606
ЕБИТДА, млн. \$	7 175	11 701	8 201	9 399
Чистая прибыль, млн. \$	861	6 131	3 466	4 372
P/E	27,6	3,9	8,0	6,4
EV/ЕБИТДА	5,8	3,6	5,1	4,4
Капитализация, млн. \$	30 405			
EV, млн. \$	41 547			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	104			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 32. 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. 33. Основные события

Дата	Событие
1 июля	ЛУКОЙл и Газпром договорились создать СП на условиях 50:50, которое будет называться ООО «ЦентрКаспнефтегаз», для разработки структуры «Центральная» в Каспийском море. Извлекаемые запасы структуры оцениваются в 3,8 млрд. бнз. Объединение финансовых ресурсов и добывающих мощностей двух компаний позволит им разделить риски и достичь максимальной отдачи от разработки многообещающей структуры. В целом, ЛУКОЙл ожидает достичь к 2011 г. уровня добычи в Северном Каспии 0,28 млн. бнз/с и ожидает, что разработка этих запасов совместно с запасами Тиман-Печоры, помогут компании достичь ежегодного темпа роста добычи в 5%-6% в среднесрочной перспективе.
2 июля	Газпром пошел на уступку Турции для того чтобы заполнить газопровод «Голубой поток», который бездействует с марта (его строительство завершено в феврале этого года). Компания предложила снизить цены и объемы поставок газа в Турцию в течение ближайших пяти лет по всем трем долгосрочным контрактам со страной. В дополнение к «Голубому потоку» это включает два контракта на поставки через Трансбалканский газопровод. Если Турция примет данное предложение Газпрома, объем ежегодных поставок в Турцию может быть сокращен с изначально запланированных 14 млрд.куб.м. до 12 млрд.куб.м. в этом году, что приведет к снижению выручки от экспортных продаж в этом направлении на \$180-200 млн. Тем не менее, быстрое решение проблемы было бы благоприятно для Газпрома, так как данный конфликт мог бы стать аргументом в пользу предлагаемой ЕС системы спотовых контрактов вместо долгосрочных контрактов, используемых Газпромом.
8 июля	Компания планирует выпустить среднесрочные евробонды в размере до \$4 млрд. Срок обращения составит 3-4 года, и бумаги будут размещаться несколькими траншами. На конец 2002 общий долг компании превышал 580 млрд. руб. (\$18 млрд.), из которого более половины составляли банковские кредиты, и на сумму \$1,2 млрд. – евробонды (кроме того, еще \$1,75 млрд. евробондов было выпущено в феврале текущего года). Новые заимствования позволят компании рефинансировать долги по более низкой стоимости и диверсифицировать источники фондирования. Основываясь на доходности находящихся в обращении облигаций Газпрома, доходность к погашению нового выпуска может составить 7%-8%.
10 июля	Наша встреча с представителями Газпрома подтвердила наш новый (более оптимистичный) взгляд на планы компании по снижению затрат и поддержала наше недавнее увеличение расчетной цены (+29,6% для акций до \$1,75/акция и +19,4% для АДА до \$21,5). В частности, компания сообщила, что значительный прогресс достигнут в отношении снижения затрат уже в этом году: Газпром снизил затраты на \$0,8 млрд. (23,4 млрд.руб.) только в 1Кв03 по сравнению с целевым уровнем \$1,3 млрд. (40 млрд.руб.) для года в целом. Газпром достиг этого, путем перехода на более дешевое заимствование (средняя стоимость заимствования снизилась с 8,6% до 5,9%), увеличения эффективности системы транспортировки газа и выбирая подрядчиков через конкурсный процесс. Также Газпром переходит на более долгосрочные и более дешевые заимствования, доля которых в общем объеме долга должна быть на уровне 65,5% в конце 1П03, что выше чем 50,8% на конец 2001. Более того, компания раскрыла планы по увеличению объема добычи газа до 541 млрд.куб.м. в этом году, что на 3,3% выше объемов прошлого года, и на 2,1% выше 530 млрд.куб.м., заложенных в нашей модели.
11 июля	Газпром опубликовал финансовые результаты по IAS за 2002, которые были близки к ожиданиям. Выручка снизилась на 9,6% до \$20,175 млрд. (хотя все еще на 5,4% выше нашего прогноза) в результате снизившихся цен на газ в Европе, в то время как цены на газ на внутреннем рынке выросли. Выручка от экспорта в Европу снизилась на 17,7% до \$10,5 млрд., в то время как выручка от продаж на внутреннем рынке возросла на 9,5% до \$4,47 млрд. В то же время, компания смогла снизить операционные издержки на 2% до \$15,513 млрд. в результате снижения себестоимости материалов, резервов по сомнительным долгам и снизившейся амортизации. В этом году компания планирует снизить затраты на \$1,3 млрд. (40 млн. руб.), и уже сократила их на \$0,8 млрд. в 1Кв03. Среди других позитивных факторов можно отметить снижение долгового бремени на 3,9% до \$15,5 млрд., в то время как чистый долг сократился на 8,5% до \$12,6 млрд. К концу 2003 компания намерена сократить чистый долг на \$2 млрд. Компания также стремится реструктурировать долги в сторону более дешевого долгосрочного финансирования.
16 июля	Газпром провел конференцию, темой которой были финансовые результаты компании за 2002 по IAS. Среди участников были глава Департамента корпоративного финансирования Андрей Круглов, генеральный директор ООО «Газэкспорт» Александр Медведев и несколько других представителей топ-менеджмента Газпрома. Наиболее интересные темы, затронутые в ходе конференции следующие: <ul style="list-style-type: none"> • Компания подтвердила, что планирует снизить затраты на 40 млрд. руб. (\$1,3 млрд.) в текущем году, что станет результатом оптимизации портфеля долгов (что, в свою очередь, снизит стоимость заимствования); роста использования субподрядчиков (что снизит инвестиционные затраты); и технологических усовершенствований, которые должны снизить операционные затраты. Наша модель предполагает среднее ежегодное снижение операционных затрат на \$300 млн. в год в реальном выражении до 2010. • Газпром подтвердил объявленные ранее планы по капитальным вложениям в размере \$50 млрд. в течение 2002-2010, что соответствует среднему ежегодному уровню в \$5,5 млрд., заложенному в нашей модели. • Компания намеревается объявить о подписании соглашения о создании СП с германским газовым концерном Wintershall. Компании объединят усилия в развитии глубокозалегающих ачимовских залежей Уренгойского месторождения, с оцениваемыми запасами газа в 1558 млрд.куб.м и 366 млн. тонн газового конденсата. Тот факт что столь опытный партнер присоединиться к Газпрому в этом проекте поможет газовому гиганту разделить риски, снизив при этом затраты на развитие и разработку посредством использования современных технологий.
17 июля	Газпром и немецкая компания Wintershall подписали соглашение о создании СП для разработки глубоко залегающих ачимовских залежей Уренгойского месторождения (ЯНАО). Доли в СП, которое будет называться Ачимгаз будут разделены 50 на 50. Уренгойское месторождение одно из крупнейших месторождений компании, однако, добыча в последние годы снижается в связи с истощением запасов. Объединив усилия с западным экспертом, Газпром сможет использовать передовые технологии бурения и добычи в разработке данных глубокозалегающих запасов. Компании намереваются добыть всего 200 млрд. куб. м. за время разработки данных залежей, планируя выйти на годовую добычу в 10 млрд. куб. м к 2010 году. Wintershall профинансирует пилотную фазу проекта стоимостью в \$90 млн, и при положительных результатах, компании начнут промышленную разработку, с суммарными инвестициями оцениваемыми в \$700 млн. которые будут поступать из прибыли Ачимгаза. Весь добываемый газ будет продаваться Газпрому, для дальнейшей реализации, по цене определяемой по формуле с учетом цены на газ на границе с Германией и цены в ЯНАО.
24 июля	Правительство либерализует рынок акций Газпрома после увеличения прямого участия в компании. По словам первого заместителя Министра экономического развития и торговли Андрея Шаронова, Правительство не намерено либерализовать рынок акций Газпрома до тех пор, пока не будет уверено в полном контроле над компанией. Государство владеет 38,4% акций Газпрома, тогда как около 15% акций компании контролируется дочерними предприятиями Газпрома и, тем самым, косвенно Правительством. Правительство намерено принять решение, имеет ли оно на данный момент достаточный контроль над компанией. Если да, оно позволит увеличить иностранное участие в Газпроме до 20%. Если же нет, Правительство рассмотрит возможности установления прямого контроля над дополнительными 13% компании, чтобы довести пакет до 51%.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 34. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	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	8,2	5,8	8,8	7,5
EV/EBITDA	5,0	4,6	5,2	4,6
Капитализация, млн. \$	15 183			
EV, млн. \$	17 314			
Добыча, млн. бнэ	595			
Запасы, млн. бнэ	19 604			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 35. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Сибнефть

Илл. 36. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	4 777	6 020	5 799	6 339
EBITDA, млн. \$	1 798	2 220	1 977	2 066
Чистая прибыль, млн. \$	1 161	1 521	1 194	1 212
P/E	8,8	6,7	8,5	8,4
EV/EBITDA	6,6	5,3	6,0	5,7
Капитализация, млн. \$	10 194			
EV, млн. \$	11 810			
Добыча, млн. бнэ	192			
Запасы, млн. бнэ	4 718			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 37. 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. 38. Основные события

Дата	Событие
30 июня	Конфликт между Сибнефтью и Sibir Energy (которая наряду с правительством Москвы управляет Московским НПЗ) снова разгорелся , на этот раз относительно добывающего актива – СП Сибнефть-Югра. СП Сибнефть-Югра было создано в 2001 г. Сибнефтью и 99%-ной дочерней компанией Sibir Energy Югранефть для разработки двух месторождений в Западной Сибири, с общим объемом запасов 1825 млрд. бнэ. По информации отчёта Sibir Energy, компания не смогла получить никаких деталей от Сибнефти, касающихся процесса реализации проекта, и это заставило Sibir Energy учитывать проект как «инвестицию», а не долю в СП.
9 июля	По запросу депутата Госдумы, Генпрокуратура начала проверку некоторых нефтяных компаний на предмет уклонения от уплаты налогов. Данная новость усилила коррекцию на рынке и привела к падению акций компаний Юкос и ЛУКОЙЛ на 6,2% и 7,3%. Однако по нашему мнению данные обвинения в адрес нефтяных компаний совершенно не обоснованы. В то время как эффективная ставка налога на прибыль выплачиваемая нефтяными компаниями варьируется (к примеру эффективная ставка Юкоса и Сибнефти составляет 12-13%, что ниже официальной ставки налога в 24%) схемы минимизации налоговых выплат которые используются нефтяными компаниями полностью легальны. Более того, львиная доля налоговых выплат компаний приходится на налоги отличные от налога на прибыль (такие как экспортные пошлины, акцизы и единый налог на добычу) на эти выплаты приходится более 80% выплат в бюджет и данные налоги выплачиваются всеми компаниями полностью. Так, Юкос заплатил более \$3 млрд. в бюджет в форме налогов отличных от налога на прибыль и более \$3,5 млрд. в целом, а ЛУКОЙЛ заплатил более \$4,8 млрд. суммарных налогов.
11 июля	Сибнефть созвала внеочередное собрание акционеров 18 августа, на котором акционеры проголосуют за поправки к уставу компании. Изменения включают освобождение от пункта из устава, по которому кто-либо, приобретающий более 30% компании, должен выкупить акции миноритарных акционеров. В случае одобрения это значит, что Юкос не будет обязан предложить выкуп акций акционерам Сибнефти после выкупа 20% у основных акционеров и обмена 72%.
25 июля	Совет Директоров Сибнефти принял решение рекомендовать выплату промежуточных дивидендов за 1П03 на общую сумму \$1006 млн. (30,53 млрд. руб.) акционерам компании на внеочередном собрании акционеров, которое пройдет 15 сентября 2003 г. Список акционеров, имеющих право на получение этих дивидендов будет составлен 31 июля 2003 г. Размер дивидендов на акцию – 6,44 руб. (\$0,21), что подразумевает дивидендную доходность 10,1%, относительно цены акции до объявления о выплате. Коэффициент выплаты на основе прогнозируемого размера чистой прибыли за 2003 г. составит 66,1%. Это не первый раз, когда компания платит такие щедрые дивиденды, в прошлом году годовой дивиденд составил \$1,09 млрд., а за предыдущий год – \$993 млн. По условиям соглашения, Юкос и Сибнефть намерены иметь \$5 млрд. чистой долговой позиции в новой компании ЮкосСибнефть. Доля Сибнефти в ней составит \$1,4 млрд. По нашим оценкам способности компании генерировать денежные средства (включая доходы от 50% доли в Славнефти и \$825 млн., полученных от продажи пакетов ОНАКО и Оренбургнефти), максимально она могла бы выплатить вплоть до \$1,3 млрд.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 39. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	7 068	7 902	7 221	8 053
EBITDA, млн. \$	2 517	2 596	2 374	2 503
Чистая прибыль, млн. \$	1 546	1 515	1 218	1 172
P/E	4,7	4,8	5,9	6,2
EV/EBITDA	1,5	1,4	1,5	1,5
Капитализация, млн. \$	8 775*			
EV, млн. \$	3 666*			
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. 40. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

- Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Источники: оценки Альфа-банка

Татнефть

Илл. 41. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	4 578	4 547	4 194	4 412
EBITDA, млн. \$	770	1 049	903	796
Чистая прибыль, млн. \$	497	458	295	198
P/E	4,1	4,5	6,9	10,3
EV/EBITDA	3,8	2,8	3,3	3,7
Капитализация, млн. \$	2 122			
EV, млн. \$	2 942			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 972			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 42. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

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

Возможности

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

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 43. Основные события

Дата	Событие
30 июня	Чистая прибыль Татнефти по US GAAP за 2002 г. упала на 29% до \$497 млн , что на 6% ниже наших ожиданий в связи с более высокими издержками. Акционеры Татнефти утвердили на ежегодном собрании акционеров размер дивидендов за 2002 на уровне 1 руб. (\$0,03) на привилегированную акцию и 10 коп. (\$0,003) на обыкновенную, что аналогично прошлогодним выплатам. Дивидендный доход, таким образом, составит 6,4% на привилегированную акцию и 0,3% на обыкновенную. Согласно годовому консолидированному отчету компании по стандартам U.S. GAAP, выручка выросла на 2,1% г-к-г в 2002 г. до \$4,575 млрд. Операционная прибыль упала на 18,7% до \$539 млн, в то время как чистая прибыль упала на 29,2% г-к-г до \$497 млн. Таким образом компания показала наиболее существенное снижение прибыли среди крупных российских нефтяных компаний, так как наиболее пострадала от снижения цен и роста затрат.
2 июля	ОАО «Татнефть» по результатам аукциона установило ставку купона на 1-й год обращения облигаций на уровне 8,50 % годовых. Размещение проводилось на ММВБ по номиналу в форме аукциона по определению ставки 1-го купона. Второй купон приравнивается к ставке 1-го купона. Ставка последующих купонов составляет 12% годовых. Объем выпуска – 1,5 млрд. руб. Срок обращения – 3 года с полугодовой выплатой купонного дохода. Спрос на аукционе составил 2,1 млрд. руб. Объем размещения на аукционе – 1,43 млрд. руб. Оставшаяся часть выпуска была реализована в ходе дополнительной торговой сессии.

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос
Илл. 44. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	11 373	14 883	12 585	13 799
EBITDA, млн. \$	3 942	5 227	3 979	4 112
Чистая прибыль, млн. \$	3 058	3 733	2 727	2 832
P/E	8,0	6,5	8,9	8,6
EV/EBITDA	5,2	3,9	5,1	4,9
Капитализация, млн. \$	24 375*			
EV, млн. \$	20 345*			
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. 45. 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. 46. Основные события

Дата	Событие
1 июля	Юкос может разместить Евробонды на сумму свыше \$1 млрд. По источнику, пожелавшему остаться неизвестным, лид-менеджерами выпуска назначены UBS, Morgan Stanley и Citigroup. Так как компания на данный момент находится в очень хорошем финансовом состоянии – текущий финансовый рычаг находится на уровне 4,7% против 35,4% в среднем по сектору, а уровень доходности один из самых высоких – компания сможет привлечь данные фонды по относительно низким ставкам. Кредитный рейтинг Юкоса от S&P, присвоенный в конце прошлого года, является высочайшим среди конкурентов в отрасли (вместе с рейтингом Транснефти) и находится на уровне суверенного рейтинга России – ВВ.
3 июля	Юкос подписал долгосрочный контракт на ежегодные поставки в течение следующих 10 лет 7,2 млн. тонн нефти венгерской MOL. Соглашение вступает в силу с января 2004, и цены поставок будут привязаны к мировым ценам на нефть. Ежегодный объем данных поставок составит около 14% от прогноза общего объема экспорта компаний в следующем году. Этот шаг соответствует общей стратегии компании переключиться на долгосрочные контракты поставок, что гарантирует рынок сбыта для нефти компании. В конце прошлого года компания уже заключила семилетний контракт с Польской PKN Orlen на поставки общим объемом в 31 млн. тонн нефти. Компания планирует увеличить долю долгосрочных экспортных контрактов в общих экспортных объемах до 80% с 55%. Эти контракты помогут компании в достижении амбициозных целей поддерживать долю экспорта выше 60% общего производства.
7 июля	Юкос и ЛУКОЙл опубликовали финансовые результаты по US GAAP за 1Кв03, который, вероятно, станет лучшим кварталом года. При росте экспортных цен на 47,8% год-к-году и 16,3% кв-к-кв в 1Кв03 наряду со значительным ростом цен на нефтепродукты и ростом объемов производства, обе компании показали значительный рост выручки. Выручка Юкоса возросла на 13,8% кв-к-кв до \$3898 млн., в то время как выручка ЛУКОЙла выросла на 17,4% до \$5098 млн. (более существенный рост выручки ЛУКОЙла объясняется значительным ростом операций по перепродажам). Эти цифры были соответственно на 4,8% ниже и на 2,8% выше нашего прогноза из-за сложности прогноза операций по перепродажам. В то же время, обе компании смогли сохранить затраты под контролем: затраты и прочие вычеты ЛУКОЙла возросли менее быстро, чем выручка (+16%), в то время как Юкос смог даже сократить затраты на значительные 7,3% (в то время как мы ожидали рост затрат на 13,6% кв-к-кв). В результате чистая прибыль оказалась выше на поквартальной основе, а также значительно выше результатов 1Кв02. Чистая прибыль Юкоса (до кумулятивного эффекта бухгалтерских изменений) составила \$1,256 млрд. (+ 27,1% кв-к-кв, 171,9% год-к-году), что на 19,6% выше нашего прогноза, в то время как чистая прибыль ЛУКОЙла выросла на 38,7% кв-к-кв и на 183,1% год-к-году до \$688 млн. (на 12,5% выше нашего прогноза)
7 июля	В соответствии с решением, принятым советом директоров, Юкос объявил о выкупе 10% собственных акций по 505 руб. (\$16,61) за акцию. Это подразумевает выкуп 223,7 млн. акций, что на наш взгляд эквивалентно дивидендам в размере \$1,65/акция (что эквивалентно общей сумме выплаты в \$3,7 млрд.). Датой регистрации для акционеров, желающих продать акции компании, установлена на 4 июля. Акционеры могут обратиться с продажей своих акций между 6 августа и 5 сентября, 2003. Если число заявок на продажу акций, поданных акционерами, превысит 10% от общего числа акций в обращении, они будут удовлетворяться на пропорциональной основе.
8 июля	Финансовый директор Юкоса Брюс Мизамор в ходе телефонной конференции вновь подтвердил планы компании выплатить промежуточные дивиденды до слияния с Сибнефтью, используя денежные средства, оставшиеся после выкупа собственных акций. Юкос планирует занять \$3 млрд. покупки 20% доли в Сибнефти, и распределить значительные денежные средства с тем, чтобы поднять финансовый рычаг к уровню, запланированному для компании ЮкосСибнефть. С учетом планируемых затрат компании на выкуп 10% собственных акций, оцениваемых в \$3,7 млрд., в форме дивидендов может быть распределено до \$1,6 млрд., или \$0,7 на акцию.
21 июля	Юкос завершил консолидацию Восточной Нефтяной Компании (ВНК). Компания прекратила свое существование после исключения записи из Единого государственного реестра юридических лиц. Юкос теперь напрямую контролирует 100% Томскнефти, добывающей дочерней компании бывшей ВНК, которая оперирует в Восточной Сибири и добывает 278 тыс. б/с (20% от суммарной добычи Юкоса). Юкос увеличил свою долю в ВНК до 90,8% после второго аукциона по продаже акций компании, который прошёл в марте предыдущего года. После этого шага Юкос предложил выкупить акции миноритарных акционеров за \$0,0727 за акцию или обменять их на собственные акции с коэффициентом 120:1.
21 июля	ФКЦБ зарегистрировала новую эмиссию Юкоса в размере 1 млрд. акций. Эти акции выпущены для обмена акций Сибнефти, однако, те акционеры, кто голосовал против, воздержались, или не участвовали в голосовании, получают преимущественное право купить акции по цене 502,53 руб. (\$16,53/акцию). Таким образом, пока неизвестно, сколько акций из этой эмиссии останется для конвертации. В дополнении к новому выпуску Юкос также планирует использовать для процесса конвертации акции, которые в текущий момент находятся на балансе компании и акции, которые планируется выкупить у акционеров (до 10% акционерного капитала, или 223,7 млн. акций). Акционеры Юкоса, заинтересованные в продаже своих акций (зарегистрированные на 4 июля), могут подать заявки компании в период с 6 августа по 5 сентября 2003 (включительно). В период между 5 и 6 сентября все заявки будут подсчитаны, и в случае превышения максимума в 223,7 млн., заявки будут удовлетворяться на пропорциональной основе. Когда произойдет поставка акций акционерами, их число не должно превысить зарегистрированное число акций на 4 июля, и должны быть соответствия по номеру выпуска.

Источник: оценки Альфа-Банка

Виталий Зархин
(7 095) 788-0320

Энергетика

РАО ЕЭС

Илл. 47. Основные события

Дата	Событие
1 июля	<p>Премьер-министр РФ Михаил Касьянов утвердил план мероприятий по реформированию электроэнергетики до 2005 Этот план предполагает принятие 49 резолюций и директив и устанавливает четкие сроки мероприятий по реформированию электроэнергетики.</p> <p>Наиболее значимые задачи, запланированные на текущий год:</p> <p>3 квартал 2003 – Подписание Правительством постановления о создании, составе и функционировании оптовых генерирующих компаний (ОГК);</p> <p>3 квартал 2003 – Подписание документов по определению границ ценовых зон оптового рынка;</p> <p>3 квартал 2003 – Утверждение поправок в постановление правительства о поэтапном прекращении перекрестного субсидирования в электроэнергетике и доведении уровня тарифов на электроэнергию для населения до ее фактической стоимости;</p> <p>3 квартал 2003 – Разработка постановления правительства, устанавливающего порядок согласования инвестиционных программ субъектов естественных монополий в электроэнергетике;</p> <p>4 квартал 2003 – Разработка правил заключения и исполнения публичных договоров на оптовом и розничных рынках электроэнергии.</p>
7 июля	<p>РАО "ЕЭС России" публикует финансовую отчетность за 2002 г., подготовленную в соответствии с МСФО Доходы Группы РАО "ЕЭС России" от основной деятельности в 2002 г. составили 503,4 млрд. рублей, что на 42,7 млрд. рублей больше, чем в 2001 г. Расходы Группы по основной деятельности в 2002 г. увеличились на 37,1 млрд. рублей и составили 485,1 млрд. рублей. В результате, прибыль от основной деятельности Группы РАО "ЕЭС России" за 2002 г. составила 18,3 млрд. рублей, что почти в 1,5 раза выше уровня 2001 г. (12,5 млрд. рублей). Чистая прибыль Группы РАО "ЕЭС России" за 2002 г. составила 35 млрд. рублей.</p>
10 июля	<p>РАО ЕЭС увеличит экспорт электроэнергии в Финляндию на 28,2 % до 10 млрд. кВт/ч Минэнерго РФ, РАО ЕЭС и его финские партнеры договорились об увеличении экспорта электроэнергии РАО ЕЭС в Финляндию с 7,8 млрд. кВт/ч в 2002 году до 10 млрд. кВт/ч в 2003 году.</p>
11 июля	<p>Оптовый рынок электроэнергии переходного периода, на котором будет продаваться по нерегулируемым ценам 5-15% электроэнергии, будет запущен 1 октября Об этом сообщил вице-премьер РФ и председатель правительственной комиссии по реформированию электроэнергетики Виктор Христенко. Правительственная комиссия по реформированию электроэнергетики в настоящее время обсуждает правила сектора «5-15%». Постановление правительства РФ о правилах функционирования оптового рынка электроэнергии на переходный период, на котором будет продаваться 5-15 % электроэнергии по нерегулируемым ценам должно быть подписано Премьер-министром РФ Михаилом Касьяновым не позднее 1 сентября 2003 года.</p>
24 июля	<p>Постановление правительства РФ о создании ОГК будет подписано в третьем квартале 2003 года Вице-премьер РФ Виктор Христенко сообщил, что проект постановления правительства РФ по созданию и функционированию оптовых генерирующих компаний полностью готов и постановление правительства может быть принято правительством в третьем квартале текущего года, в соответствии с ранее утвержденным графиком. Христенко подчеркнул, что Правительство РФ не намерено пересматривать согласованный ранее состав ОГК.</p>
31 июля	<p>Армения и РАО "ЕЭС России" подписали договор о передаче Разданского Каскада ГЭС (560 Мвт, \$25 млн.) в собственность РАО ЕЭС Армения и РАО "ЕЭС России" подписали договор о передаче в собственность российской компании имущественного комплекса государственного ЗАО "Севано-Разданский каскад" за \$25 млн. Каскад ГЭС передается РАО "ЕЭС" в счет погашения государственного долга за поставленное Армянской АЭС ядерное топливо. По данным на май текущего года, госдолг Армении перед Россией составлял \$100 млн.</p>
1 августа	<p>Американская энергокомпания AES Corp. объявила о продаже своих распределительных и генерирующих (820МВт) активов в Грузии РАО ЕЭС Как сообщили представители AES, РАО ЕЭС приобрело тбилисскую распределительную компанию AES-Теласи, которая поставляет электроэнергию и газ в столицу Грузии Тбилиси, а также генерирующую компанию AES-Мтквари, с общей установленной мощностью в 820 мегаватт.</p>
1 августа	<p>Заседание совета директоров РАО ЕЭС Совет директоров перенес рассмотрение вопроса о внесении изменений в проект реформирования региональных энергетических систем Тульской, Орловской, Калужской и Брянской областей и решил вернуться к данному вопросу после его обсуждения на Комиссии Правительства РФ по реформированию электроэнергетики. Совет директоров принял решение переименовать Комитет по вопросам реформирования при Совете директоров РАО ЕЭС в Комитет по стратегии и реформированию и поручил комитету решение стратегических задач, в том числе рассмотрение стратегии развития РАО ЕЭС и планов развития предприятий холдинга, а также выработку рекомендаций по их реализации и мониторинг исполнения этих планов. Помимо этого, в сферу деятельности комитета было включено решение инвестиционных задач – в частности, рассмотрение инвестиционной политики и выработку рекомендаций по всем проектам энергохолдинга с совокупным объемом инвестиций свыше \$20 млн.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 48. Основные события

Дата	Событие
2 июля	<p>Правительство Москвы планирует получить контрольные пакеты в распределительных и сбытовых компаниях, которые будут созданы в результате реструктуризации Мосэнерго</p> <p>Об этом сообщил заместитель Мэра Москвы Валерий Шанцев. Он сказал, что правительство Москвы будет использовать различные методы для получения контроля над распределением и сбытовыми компаниями, включая обмен акций Мосэнерго, принадлежащих Правительству Москвы на акции этих компаний, а также схемы получения акций компаний за долги.</p> <p>По словам Шанцева, долги Мосэнерго перед Москвой составляют 660 млн. долларов и включают активы, переданные Мосэнерго московскими властями без какой-либо компенсации.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Ленэнерго

Илл. 49. Основные события

Дата	Событие
28 июля	<p>S&P повысило рейтинг корпоративного управления "Ленэнерго с РКУ-5,7 до РКУ-5,9</p> <p>Международное рейтинговое агентство Standard & Poor's повысило рейтинг корпоративного управления (РКУ) российской электроэнергетической компании ОАО "Ленэнерго" до уровня РКУ-5,7 до РКУ-5,9 в связи с совершенствованием стандартов корпоративного управления в компании, а также улучшением регуляторной среды в отрасли.</p> <p>Тем не менее, остаются и недостатки, обусловленные повышенным влиянием основных акционеров (РАО ЕЭС и Fortum Oyj) по сравнению с ограниченным влиянием миноритарных акционеров и независимых членов совета директоров.</p> <p>Общий РКУ компании является результатом следующих баллов по компонентам (по шкале от 1 до 10):</p> <ul style="list-style-type: none"> Структура собственности и влияние акционеров – 5,5 (не изменился) Права финансово-заинтересованных лиц (акционеров) и отношения с ними – 7,0 (был – 6,7) Финансовая прозрачность и раскрытие информации – 6,2 (был 5,7) Состав и практика работы совета директоров – 5,0 (не изменился).

Источник: оценки Альфа-Банка

Иркутскэнерго

Илл. 50. Основные события

Дата	Событие
10 июля	<p>Иркутскэнерго в 2002г. получило \$10,61 млн. чистой прибыли, рассчитанной по стандартам US GAAP, против \$1549,49 млн. чистого убытка в 2001г.</p> <p>Прибыль Иркутскэнерго от основной деятельности в 2002 г составила \$32,1 млн. против убытка в \$1550,5 млн. за 2001 г, прибыль за 2002 г до доли меньшинства составила \$10,6 млн., доля меньшинства \$33 млн., в 2001 г – убыток до доли меньшинства \$1549,7 млн, доля меньшинства \$197 млн.</p> <p>Иркутскэнерго в 2002г. реализовало продукцию на сумму \$383,34 млн., что на 11,2% больше, чем в 2001г.</p> <p>Операционные расходы предприятия уменьшились в прошлом году по сравнению с предыдущим годом на 25% и равнялись \$351,26 млн.</p>
17 июля	<p>Решение относительно продажи государственной доли в Иркутскэнерго отложено</p> <p>Правительство России приняло решение не включать в программу приватизации на 2004 год 40% акций АО "Иркутскэнерго", принадлежащих государству.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Андрей Богданов

(7 095) 795-3613

Елена Роговина

(7 095) 795-3742

В августе будут опубликованы данные по МТС и ВымпелКому за 2 кв. 2003 г.

Телекомы

В августе будут опубликованы данные финансовой отчетности МТС и ВымпелКома за 2 кв. 2003 г. Мы полагаем, что выручка и прибыль обеих компаний существенно возрастут, а коэффициенты рентабельности повысятся за счет такого фактора, как сезонной пик. Однако мы считаем, что, несмотря на сезонный рост эфирного времени на одного абонента, значительное увеличение числа низкодоходных клиентов, отрицательно скажется на средней выручке на одного абонента. По нашему мнению, ARPU как МТС, так и ВымпелКома понизится на 4% по сравнению с предыдущим кварталом. Оценивая возможные результаты МТС, мы также учли влияние более низкого коэффициента ARPU по Украине в связи с тем, что со 2 кв. компания стала учитывать финансовые показатели UMC в консолидированной отчетности.

Мы полагаем, что норма EBITDA ВымпелКома сохранится на уровне 44%

Во 2 кв. текущего года выручка и коэффициент EBITDA ВымпелКома вырастут на 14% по сравнению с предыдущим кварталом, при этом норма EBITDA не изменится и составит 44%. Мы полагаем, что она могла бы увеличиться, если бы не расходы, связанные с расширением присутствия компании на рынке СПб.

Илл. 51. Сравнительная оценка финансовых показателей ВымпелКома, \$ млн

	2 кв. 2003 г. (оц.)	1 кв. 2003 г.	Изменение, %
Выручка	278	244	14
EBITDA	123	108	14
Норма EBITDA, %	44	44	
Чистая прибыль	49	41	19
Чистая рентабельность, %	18	17	
ARPU	12,9	13,5	-4
Кол-во абонентов	7 455 000	6 188 000	20

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Консолидация данных UMC окажет положительное влияние на норму EBITDA МТС

Мы полагаем, что рост выручки МТС будет более значительным, главным образом, за счет полного учета данных компании UMC, которые были включены в финансовую отчетность 1 кв. только с 1 марта. В результате, выручка и коэффициент EBITDA МТС вырастут на 23% и 27% соответственно. Консолидация данных UMC окажет также положительное влияние на норму EBITDA благодаря тому, что у UMC норма EBITDA выше по сравнению с показателем МТС по России.

Илл. 52. Сравнительная оценка финансовых показателей МТС, \$ млн

	2 кв. 2003 г. (оц.)	1 кв. 2003 г.	Изменение, %
Выручка	549	446	23
EBITDA	285	225	27
Норма EBITDA, %	52	50	
Чистая прибыль	112	80	39
Чистая рентабельность, %	20	18	
ARPU	17,7	18,5	-4
Кол-во абонентов	11 320 000	9 336 800	21

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

Мы сохраняем наш положительный прогноз как по ВымпелКому, так и по МТС и подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции обеих компаний. Расчетные цены также остаются неизменными на уровне \$59 и \$66 соответственно.

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 53. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	199	343	384	415
EBITDA, млн. \$	61	123	142	158
Чистая прибыль, млн. \$	30	55	65	46
P/E	N/3	12,1	10,2	14,4
EV/EBITDA	10,5	5,2	4,5	4,1
Капитализация, млн. \$	666			
EV, млн. \$	644			
Кол-во акций, млн.	24			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 54. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Сильные балансовые показатели
- Предоставляет полный набор телекоммуникационных и Интернет услуг
- Альфа Групп как стратегический инвестор

Слабые стороны

- Очень низкая ликвидность

Возможности

- Создание одного из крупнейших российских альтернативных операторов на базе Совинтела и ТелеРосса
- Экономия на масштабе на рынке интернет-провайдеров

Угрозы

- Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источники: оценки Альфа-банка

МТС

Илл. 55. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 362	2 275	2 895	3 338
EBITDA, млн. \$	674	1 103	1 341	1 548
Чистая прибыль, млн. \$	277	466	643	753
P/E	19,9	11,8	8,6	7,3
EV/EBITDA	8,7	5,3	4,4	3,8
Капитализация, млн. \$	5 507			
EV, млн. \$	5 837			
Число абонентов, '000	6 690			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-банка

ВымпелКом

Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	768	1 172	1 447	1 637
EBITDA, млн. \$	322	511	673	785
Чистая прибыль, млн. \$	130	232	321	380
P/E	18,6	10,4	7,5	6,3
EV/EBITDA	8,0	5,0	3,8	3,3
Капитализация, млн. \$	2 408			
EV, млн. \$	2 574			
Число абонентов, '000	5 155			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 59. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	326	372	457	484
EBITDA, млн. \$	149	168	219	222
Чистая прибыль, млн. \$	36	51	82	79
P/E	19,5	13,9	7,2	7,5
EV/EBITDA	5,0	4,4	3,4	3,3
Капитализация, млн. \$	657			
EV, млн. \$	744			
Используется линий, '000	4 040			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 61. Основные события

Дата	Событие
9 июля	<p>Во время объявления финансовых результатов АФК Система по US GAAP за 2002, руководство холдинга сделало несколько заявлений касающихся будущего его телекоммуникационных активов:</p> <p>Система активно проводит переговоры со Связьинвестом относительно продажи 28%-ой доли Связьинвеста в МГТС. Тем не менее, если соглашение не будет достигнуто к ноябрю 2003, Система будет искать дополнительное финансирование, например долговое, для привлечения капитала, необходимого для развития МГТС. Если соглашение будет достигнуто, МГТС может провести первичное размещение в марте 2004.</p> <p>МГТС увеличит свои пакеты в принадлежащих ей операторах альтернативной связи, расположенных в Москве, до 100%. Затем эти операторы альтернативной связи будут объединены.</p> <p>Система планирует объявить о ряде приобретений.</p> <p>Система рассматривает возможность участия на индийском рынке фиксированной и мобильной связи. По словам первого вице-президента компании Левона Васадзе, два наиболее вероятные сценария вовлекают 1) покупку индийских операторов фиксированной связи MTNL и/или BSNL, и 2) прямое присутствие МТС на индийском рынке мобильной связи (подлежит лицензированию). Тем не менее, по словам Системы, любые широкомасштабные инвестиции в индийский рынок возможны только при поддержке российского правительства.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 56. 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

- Покупка Таиф Телкома
- Экспансия на новые рынки

Угрозы

- Сокращение предельной ARPU в регионах

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 58. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Низкий ARPU новых абонентов

Возможности

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

Угрозы

- Дорогой выход на рынок Санкт Петербурга

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 60. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Контрольный пакет МТУ-Информ

Слабые стороны

- Одни из наиболее устаревших региональных сетей
- Сильная оппозиция росту тарифов и введению поминутной тарификации

Возможности

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

Угрозы

- Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах

Источники: оценки Альфа-банка

Ростелеком

Илл. 62. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	845	885	887	914
EBITDA, млн. \$	352	370	348	343
Чистая прибыль, млн. \$	37	77	91	60
P/E	41,4	20,0	16,9	25,6
EV/EBITDA	3,7	3,5	3,8	3,8
Капитализация, млн. \$	1 417			
EV, млн. \$	1 304			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 63. Краткий обзор компании

Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Бизнес не диверсифицирован
- Отсутствие стратегии развития

Возможности

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

Угрозы

- Альтернативные операторы связи

Источники: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Наталья Шевелёва
(7 095) 795-3725

В соответствии с новой долгосрочной политикой Северсталь планирует выплату дивидендов в размере не менее 25% чистой прибыли (по МСФО)

Северсталь объявила о планах осуществить к концу года эмиссию АДР

Металлургия

В металлургическом секторе основным июльским событием стала объявленная Северсталью долгосрочная дивидендная политика. Этому предшествовало неожиданное известие о выплате ею промежуточных дивидендов за 1-е полугодие 2003 г. (194 руб. или \$6,4 на акцию, с дивидендной доходностью 8%). В соответствии со своей новой политикой Северсталь планирует выплату дивидендов в размере не менее 25% чистой прибыли (по МСФО). При этом расчетный коэффициент выплат у Северстали – на том же уровне, что и у Норильского Никеля (т.е. 20-25% чистой прибыли по МСФО). Этот шаг Северстали знаменует собой существенное улучшение ее корпоративного управления.

Кроме того, Северсталь объявила о планах осуществить к концу года эмиссию АДР. Мы полагаем, что уже к 2004 г. компания сможет иметь в свободном обращении 12-15% своих акций. Северсталь вновь – до второй половины августа – отложила публикацию отчетности за 2002 г. по МСФО. В прошлом месяце Северсталь обнародовала впечатляющие предварительные итоги за 2002 г. по МСФО, и мы ожидаем подробного аудированного отчета, чтобы включить его данные в нашу модель. Между тем мы сохраняем по ее акциям рекомендацию: ДЕРЖАТЬ и расчетную цену \$83.

Илл. 64. Производство черных металлов за 1-е полугодие 2003 г., млн. тонн

	1-е полугодие 2002 г.	1-е полугодие 2003 г.	Изменение, %	Прогноз Альфа-Банка, 2003 г.
Северсталь	4,1	4,3	5,1	8,7
ММК	4,9	5,0	2,8	10,0
НЛМК	3,9	4,1	6,3	8,2
ЗСМК	2,3	2,2	-5,4	4,7
НТМК	1,9	2,0	8,1	4,0
Мечел	1,4	1,3	-3,3	2,9
НОСТА	1,0	1,2	19,7	2,1
ОЭМК	1,0	1,0	7,2	2,2
Россия в целом	24	25	5,0	49,59

Источники: Госкомстат, оценка Альфа-Банка

В 1-м полугодии 2003 г. производство проката в России выросло на 5% (до 25 млн. т)

За 1-е полугодие 2003 г. российское производство стального проката выросло на 5% год-к-году (с 24 млн. т за 1-е полугодие 2002 г. до 25 млн. т.) Этот рост соответствовал нашим ожиданиям, поэтому мы сохраняем наш прогноз производства проката на 2003 г. без изменения (на уровне 49,6 млн. т). Рост производства проката Северсталью соответствовал среднему за первое полугодие российскому показателю, и за 1-е полугодие 2003 г. его объем достиг 4,3 млн. т. Поэтому мы ожидаем, что в текущем

году Северсталь доведет объем производства проката до 8,73 млн. т, (что соответствует нашим предположениям на 2003 г). Мы также подтверждаем наши годовые прогнозы производства проката для других российских металлургических компаний (см. Илл. 64).

Норильский Никель

Илл. 65. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	3 094	3 851	3 979	3 730
ЕБИТДА, млн. \$	1 195	1 530	1 534	1 304
Чистая прибыль, млн. \$	315	723	745	566
P/E	25,5	11,1	10,8	14,2
EV/ЕБИТДА	6,9	5,4	5,3	6,3
Капитализация, млн. \$	8 021			
EV, млн. \$	8 189			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 66. 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. 67. Основные события

Дата	Событие
30 июня	Общее собрание акционеров ГМК Норильский Никель избрало новый совет директоров (9 мест). Группа Интеррос, которая контролирует около 60% акций компании, напрямую будет представлена только 4 директорами: Андрей Бугров, Андрей Клишас, Леонид Рожецкий и Михаил Прохоров. Владимир Долгих, заместитель председателя правления общества «Красноярское землячество», формально не входит в группу Интеррос, но в течение 3 лет он был в совете директоров «Норильского Никеля». Таким образом, мы не рассматриваем его в качестве независимого директора. Таким образом, в совет директоров Норильского Никеля входит один из наибольших среди российских компаний процент независимых директоров. Данная новость является позитивной, и говорит о том, что менеджмент компании и основные акционеры заинтересованы в улучшении стандартов корпоративного управления.
14 июля	Норильский Никель купил 20% Архангельского морского торгового порта в ходе аукциона. К концу 2001 г. Норильский Никель уже консолидировал 35% акций порта, и посредством данного шага мог консолидировать контрольный пакет. Мы оцениваем стоимость покупки контрольного пакета в \$6 млн., и, таким образом, что представляет P/S в размере 1,3. Архангельское морское пароходство активно используется Норильским Никелем, и контроль над ним позволит снизить затраты в будущем. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции Норильского Никеля.
22 июля	Норильский Никель объявил о том, что Norimet сделал тендерное предложение по цене \$7,50 для до 4,3 млн. акций Stillwater Mining Company. Предложение соответствует условиям соглашения между Norilsk и Stillwater, объявленным в ноябре 2002. По соглашению, Норильский Никель должен был сделать тендерное предложение, если средняя цена закрытия Stillwater опустится ниже \$7,5 в течение 15 последующих торговых дней после закрытия сделки 23 июня, 2003. Средняя цена составила около \$5,2, и мы полагаем, что Норильский Никель купит весь блок в 4,3 млн. акций по цене около \$33 млн. В результате, компания консолидирует 56% в Stillwater по общей цене около \$290 млн. (\$5,8 за акцию).

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 68. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	1 897	2 103	1 991	1 975
ЕБИТДА, млн. \$	416	527	430	371
Чистая прибыль, млн. \$	124	199	117	63
P/E	N/3	8,8	14,9	27,7
EV/ЕБИТДА	4,4	3,4	4,2	4,9
Капитализация, млн. \$	1744			
EV, млн. \$	1819			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 69. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма ЕБИТДА (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. 70. Основные события

Дата	Событие
9 июля	Совет директоров Северстали рекомендовал выплату промежуточных дивидендов в размере 194 руб., или \$6,4 на акцию , что подразумевает дивидендную доходность на уровне 7,8%. Таким образом, совет предложил выплатить 4,3 млрд. руб., или \$141 млн. Чистая прибыль по РСБУ за 1Кв03 составила 4,3 млрд. руб. (\$136 млн.) против убытка в размере 545,8 млн. руб. (\$17,7 млн.) за 1Кв02. Коэффициент выплаты долга за 1Кв03 по РСБУ составит 100% в рублевом выражении. Дивиденды за 2002 составили 72 руб. (\$2,3) на акцию. Право на получение дивидендов имеют акционеры, зарегистрированные в реестре до 30 июня 2003 года включительно, и внеочередное собрание для утверждения данных дивидендов пройдет 15 августа.
17 июля	Согласно объявленной долгосрочной дивидендной политике Северстали, в среднесрочной перспективе (к 2008) компания планирует выплачивать не менее 25% чистой прибыли по IAS. В долгосрочной перспективе (после 2008), в случае снижения капитальных вложений, компания может пересмотреть коэффициент выплаты долга в сторону увеличения. Дивидендные выплаты компании за 2002 год составят 53 млн. долл., или 30% чистой прибыли. Процент выплат у Северстали значительно выше соответствующих показателей других сталелитейщиков – ММК и НЛМК, у которых он составил 5% и 18% соответственно, а также превысил процент выплат Норникеля – 25%. Северсталь стала второй металлургической компанией России после Норникеля, которая четко сформировала свою дивидендную политику. Объявленные 25% соответствуют выплатам российских компаний с наилучшей корпоративным имиджем: Норникель, ЛУКОЙЛ, Юкос. Средние выплаты компаний развивающихся рынков составляют 40%.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Павел Соколов
(7 095) 795-3735

**Северсталь-Авто
предстоит дальнейшая
реорганизация**

**Холдинг планирует
привлечь к сотрудничеству
иностранных производителей
автомобилей и запчастей к ним**

**Основной упор – на
экспортные рынки**

Машиностроение

В июле Северсталь-Авто представила стратегию развития до 2007 г., которая предусматривает реструктуризацию холдинга, включающего в себя УАЗ и ЗМЗ:

- сами УАЗ и ЗМЗ станут только сборочными заводами;
- часть производства будет выведена с заводов УАЗ и ЗМЗ. Отдельные мощности войдут в новое подразделение холдинга по производству запчастей, другие – будут проданы.

Планом предусмотрено привлечь иностранных партнеров к участию в широком перечне проектов в рамках холдинга, от создания внедорожников до производства запчастей. В частности, предполагается собирать автомобиль одной из устаревших зарубежных моделей, что позволит УАЗу войти в сегмент производства более дорогостоящих джипов. В настоящее время завод ведет переговоры с зарубежными компаниями, по слухам, японскими.

В будущем линейка фирменной продукции марки УАЗ начнется со следующих моделей:

- УАЗ 315195 – недорогая модификация старой модели внедорожника, позволяющая заводу занять нишу былых моделей УАЗ в нижнем ценовом сегменте.
- УАЗ 3163 «Симбир», более дорогостоящий внедорожник с современным дизайном.
- УАЗ 2360 – машина коммерческого класса, призванная частично заменить автомобиль «Газель».

Программа для ЗМЗ включает разработку двигателей, отвечающих стандарту Euro-3. В настоящее время ЗМЗ завершает переговоры о производстве двигателей по OEM для не названного пока зарубежного автомобилестроительного предприятия.

Как ЗМЗ, так и УАЗ планируют увеличить долю экспорта, особенно в развивающиеся страны, что создаст новые рынки для старых моделей УАЗ, а также для двигателей стандартов Euro-2 и Euro-3 (последние смогут – после введения норм соответствия стандартам – использоваться местными автомобилестроителями в их машинах старых марок).

УАЗ планирует к 2007 г. вывести производство на уровень 75 тыс. автомобилей в год. Капитальные затраты в период 2003-2007 гг. достигнут \$40 млн. Ожидается, что к 2007 г. ЗМЗ достигнет объема производства

295 тыс. двигателей в год. Капитальные затраты в период 2003-2007 гг. вырастут до \$57,5 млн.

Мы сохраняем рекомендацию **ПОКУПАТЬ** по акции Северсталь-Авто с расчётной ценой \$5,4.

Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 71. 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	14,7	12,3	12,9	12,8
EV/EBITDA	4,3	4,1	4,1	4,0
Капитализация, млн. \$	249			
EV, млн. \$	270			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 72. 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. 73. Основные события

Дата	Событие
30 июня	<p>ОМЗ провели ежегодное собрание акционеров, которое не принесло никаких сюрпризов:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Были одобрены отчётность по РСБУ. Эти цифры, совместно с информацией для инвесторов, были опубликованы месяц назад. 2. Дивидендная политика не изменилась: никаких дивидендов по обыкновенным и микроскопическим дивиденды по привилегированным акциям (0,012 руб.) Это подразумевает дивидендную доходность 0,01%. 3. Несколько поправок и добавлений было внесено в Устав общества, наиболее существенная из которых касается статуса независимых инвесторов. Теперь независимые директора не могут занимать менее четверти мест в Совете. 4. Совет Директоров из семи человек был переизбран в том же составе, в том числе четыре независимых директора. 5. По просьбе менеджмента, кандидатуры всех аудиторов из «Большой четвёрки», предложенных для проведения аудита международной отчётности по US GAAP за 2003 г., были отклонены акционерами. Менеджмент намерен использовать это на переговорах с аудиторами для понижения стоимости аудита.
1 июля	<p>Альянс российской компании ОМЗ и одной из мировых лидирующих нефтесервисных компаний Schlumberger Ltd. отозвал своё предложение на покупку бурового подразделения ЛУКойла ЛУКойл-Бурение. Компания продаёт подразделение в рамках программы выведения неосновных активов для оптимизации деятельности. Наиболее вероятной причиной отзыва стало несогласие о цене. Финансовый консультант ЛУКойла по этой продаже, Morgan Stanley порекомендовал установить цену около \$200 млн. В то же время ЛУКойл объявил, что уже близок к завершению переговоров с крупной нефтесервисной компанией и намерен завершить сделку в ближайшем будущем</p>
21 июля	<p>ОМЗ опубликовали свою отчётность за 2002 г. по US GAAP, которая продемонстрировала дальнейший рост выручки. Выручка составила \$435 млн., на 39% больше год-к-году, что выше 30%, зафиксированных в 2001 г. Прошлогодний рост произошёл в основном благодаря сегменту нефтегазового оборудования, который увеличил продажи на 208% год-к-году до \$141 млн. и сгенерировал 33% суммарной выручки. Другим фактором роста выручки стал сегмент судостроения, который произвёл 11% выручки. Совместно с ростом год-к-году на 150% до \$46 млн., этот сегмент значительно повлиял на суммарный показатель. Рост выручки сопровождался сравнительным ростом себестоимости, которая выросла на 36% в 2002 г. до \$339 млн. и подняла норму валовой прибыли на 2 п.п. до 22%. В 2002 г. ОМЗ заработали значительную сумму операционной прибыли \$20 млн., что предполагает норму 4,7% (против всего 0,3% в 2001 г.) Отчётность ОМЗ за 2002 г. по US GAAP отражает постепенное улучшение на операционном уровне, и мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ и расчётную цену \$9,3.</p>
23 июля	<p>ОМЗ опубликовали полную отчётность за 2002 г. по US GAAP, в которой были приведены следующие объяснения. Освобождение от штрафов и пеней по налогам произошло в результате Постановления правительства РФ № 251 (апрель 2002 г.), предоставляющего освобождение от штрафов и пеней, начисленных на 1 января 2002 г., предприятиям, в 1994-1999 гг. вовлечённым в выполнение оборонного заказа. По словам компании, более 90% списанных в 2002 г. уже были реструктурированы. Освобождение от обязательств по государственному финансированию связано с поставками оборудования в Кремиковицы (Болгария), начатыми в 1994 г. Уралмашем и унаследованными ОМЗ. Эти поставки выполнялись в рамках погашения Россией задолженности перед Болгарией. В 1997 г. проект был остановлен из-за разногласий. В 2002 г. российское и болгарское правительства, наконец, достигли согласия по этому вопросу и в результате Болгария подтвердила отказ принять поставки, а ОМЗ получила официальные документы от Минфина, освобождающие компанию от обязательства вернуть \$34,9 млн. финансирования контракта. Так как оборудование уже было списано, этот доход был отражён как неоперационный.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Александр Свинов
(7 095) 795-3745

Пищевая промышленность и розничная торговля

В июле котировки акций ВБД упали из-за общего негативного настроения рынка,...

...однако они вернулись на прежний уровень, т.к. инвесторы ожидают новостей о сделке с Даноном

В июле Вимм-Билль-Данн заставил рынок гадать по поводу текущего состояния переговоров о сделке с Даноном. После официальных заявлений 16 июня о том, что компания действительно ведет переговоры, наступило полное молчание. Более того, часть инвесторов, обеспокоенная федеральным расследованием вокруг ЮКОСа, начала избавляться от акций ВБД. Тем не менее, котировки быстро вернулись на прежний уровень после того, как на рынок просочились новые слухи по поводу сделки с Даноном.

Согласно другим сообщениям, Вимм-Билль-Данн планирует наладить экспорт своей продукции в Литву на основе соглашения с крупнейшей литовской розничной сетью. Кроме того, Вимм-Билль-Данн намеревается выйти на рынок Узбекистана и купить там молочный комбинат. Однако эти сравнительно небольшие по объему сделки не окажут существенного влияния на оценку компании. Более того, инвесторы сейчас почти не следят за производственными новостями, поскольку ждут сообщений о сделке с Даноном. Если она состоится, то, по нашему мнению, цена выкупа, скорее всего, будет находиться в диапазоне \$22-24 за акцию. По этой причине, рыночная цена будет колебаться вокруг \$20 за акцию, что дает разумную премию за риск (т.е. 10-20%).

На рынке пива в прошлом месяце не было отмечено значительных событий. Сан Интербрю довела свой пакет в пивоваренном заводе «Янтарь» (Украина) до 97,5% и купила 100% акций недавно построенной чувашской пивоварни «Булгар-Хмель». Оба события окажут положительное влияние на компанию. Тем не менее, мы должны дождаться данных об июльских продажах, чтобы сравнить текущее положение Балтики относительно Сан Интербрю.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ Вимм-Билль-Данн

Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	824,7	990,3	1172,6	1379,1
EBITDA, млн. \$	83,4	99,8	110,3	111,5
Чистая прибыль, млн. \$	35,7	41,4	49,9	48,8
P/E	24,32	20,99	17,44	17,81
EV/EBITDA	10,88	9,09	8,22	8,14
Капитализация, млн. \$	869			
EV, млн. \$	907			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 75. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Ведущий российский производитель соков и молочной продукции
- Обширная дистрибуторская сеть; доля прямых поставок молочной продукции 25%

Слабые стороны

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

Возможности

- Успешная стратегия по приобретению компаний позволит расширить рынки сбыта
- Новые сегменты – бутилированная вода, сыры – диверсифицируют риски и увеличивают стоимость марки

Угрозы

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

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 76. Основные события

Дата	Событие
3 июля	Вимм-Билль-Данн (ВБД) инвестировал \$12 млн. в Лианозовский молочный завод (Москва) и \$19,7 млн. в Тимашевский молокозавод (Краснодарский край), таким образом, нарастив мощности соответственно на 33% и 85%. В ходе телеконференции, прошедшей 23 июня, компания заявила, что отстает от графика инвестиций из-за нехватки техников для установки оборудования. Следовательно, последняя новость свидетельствует о том, что компания достигла некоторого прогресса в этом вопросе, которому установила высокий приоритет. Мы сохраняем рекомендацию покупать акции компании Вимм-Билль-Данн.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	683	751	824	886
ЕБИТДА, млн. \$	234	253	270	280
Чистая прибыль, млн. \$	137	136	144	148
P/E	10,52	10,57	10,02	9,72
EV/ЕБИТДА	6,44	5,97	5,58	5,38
Капитализация, млн. \$	1 441			
EV, млн. \$	1 508			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 78. Краткий обзор компании
Сильные стороны

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

Слабые стороны

- Отсутствие полностью интегрированной дистрибьюторской сети
- Низкая ликвидность и незначительный объем акций в свободном обращении

Возможности

- Сохранение текущей высокой доли рынка 23,4%

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-банка

Сан Интербрю

Илл. 79. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	2003П	2004П	2005П
Выручка, млн. \$	409,7	510,1	627,8	728,9
ЕБИТДА, млн. \$	61,5	85,3	109,7	135,1
Чистая прибыль, млн. \$	-3,4	11,7	31,7	45,8
P/E	Н/Д	42,95	15,90	11,00
EV/ЕБИТДА	9,60	6,92	5,38	4,37
Капитализация, млн. \$	504			
EV, млн. \$	591			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 80. 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

- Увеличение доли рынка с помощью новой упаковки – ПЭТ

Угрозы

- Замедление темпов роста потребления пива в России

Источники: оценки Альфа-банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 81. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002П	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. 82. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Наиболее известное российское предприятие розничной торговли
- Удачное местоположение

Слабые стороны

- Зависимость от доходов потребителей, которые в данное время достаточно низки
- Отсутствие внешних источников финансирования

Возможности

- Рост доходов российских потребителей

Угрозы

- Ужесточение конкуренции, особенно в центре Москвы

Источники: оценки Альфа-банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Банковский сектор

Несмотря на незначительный прогресс в области банковского законодательства, розничный банковский бизнес продолжает развиваться

Чистая прибыль Сбербанка по МСФО за 2002 г. составила всего \$960 млн, однако мы подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ, основываясь на высоком курсе руб./\$

В октябре Сбербанк планирует провести очередную встречу с ведущими аналитиками

В июле в банковской отрасли не было никаких заметных событий. Банковское сообщество разочаровано результатами работы Думы за первое полугодие, т.к. никакого прогресса в области создания системы страхования вкладов достигнуто не было. Тем не менее, сами банки уделяют все больше внимания работе с физическими лицами. Так, например, государственный ВТБ подтвердил свое намерение развивать региональную сеть филиалов, а ОВК, наследник СБС-Агро, недавно был куплен Группой Интеррос.

В июле Сбербанк опубликовал, наконец, данные о финансовой отчетности по МСФО за 2002 г. Однако они не оправдали ожиданий. Чистая прибыль составила \$960 млн, что на 15% ниже нашего прогноза, из-за того, что банк понес денежные убытки в размере \$250 млн. Поражает существенный рост денежных средств на счете в ЦБ РФ, увеличившихся на 52%, тогда как активы выросли всего на 33%. Однако, эффективная доходность заимствований оказалась выше расчетной и достигла 193,7%. Операционная прибыль возросла на 20%, что соответствует нашему расчетному показателю. Поскольку в этом году курс рубль/\$ превышает прогноз и благоприятствует рублевым игрокам, таким как Сбербанк, 70% активов которого номинированы в рублях, мы подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ и расчетную цену на уровне \$338 за обыкновенную акцию.

Нас также радует стремление руководства Сбербанка увеличить информационную прозрачность компании. Очередная встреча высшего руководства и ведущих аналитиков запланирована на октябрь этого года. На ней будут обсуждаться предварительные результаты за первые девять месяцев и прогноз на конец текущего года.

Сбербанк

Илл. 83. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2002	2003П	2004П	2005П
Активы, млн. \$	32 815	39 602	45 972	53 025
Чистая прибыль, млн. \$	1 128	1 466	2 005	2 371
P/E	4,3	3,3	2,4	2,0
Капитализация, млн. \$	5 023			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 84. 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. 85. Основные события

Дата	Событие
18 июля	На встрече с аналитиками Сбербанк представил свою отчетность за 2002 г. по МСФО. Банк показал чистую прибыль в размере \$960 млн., что ниже нашего прогноза \$1128 млн., рост относительно предыдущего года составил всего 5,3% из-за \$250 млн. денежных потерь, показанных по МСФО. Однако чистая прибыль до образования резервов выросла на 20%, что соответствует нашему прогнозу роста чистой прибыли на 23% год-к-году. Балансовый отчет Сбербанка показал ослабление спроса на кредиты со стороны реального сектора. В 2002 г. только 43% привлеченных фондов было направлено на эти цели. Это привело к росту денежных средств на счетах в ЦБР на 53% и более низкой доле потребительских кредитов в активах (47,5% против 49,2% в 2001 г.) Однако качество кредитного портфеля в 2002 г. относительно 2001 г. улучшилось из-за снижения доли машиностроения (с 16% до 11%) и энергетики (с 7% до 4%), тогда как количество розничных клиентов значительно выросло (с 7% от всех кредитов до 11%).

Источник: оценки Альфа-Банка

Валентина Крылова

(7 095) 795-3742

Екатерина Леонова

(7 095) 785-9678

Падение КО США на 7-10% вызвало аналогичное же снижение цен на российском долговом рынке

Сохранится сильная зависимость российских долговых инструментов от КО США

Сюрпризов от Комитета по открытому рынку ФРС США не будет

Рынок облигаций

В июле цены на российском долговом рынке реагировали на резкое падение котировок казначейских обязательств США. В частности, американские облигации упали за месяц на 7-10% до уровня июля 2002 г., при этом их доходность увеличилась на 60-90 б.п. до 4,4-5,3%. Российский долговой рынок следовал за колебаниями казначейских обязательств США, не обращая внимания на благоприятные внутренние макроэкономические новости. В результате, к концу месяца котировки российских суверенных инструментов понизились на 3,4-9,6%, а доходность Евро-30 выросла до 7,6%. Однако из-за резкого падения цен на американском долговом рынке, спред российских облигаций к казначейским обязательствам США практически не изменился.

Сложившаяся вокруг ЮКОСа ситуация оказывала дополнительное давление на российские долговые инструменты и ценные бумаги. Больше всего событиями, связанными с ЮКОСом, были обеспокоены внутренние инвесторы, которые и стали наиболее активными продавцами. Иностранные инвесторы периодически использовали рост предложения для покупки бумаг.

Ценовая динамика долгового рынка США будет по-прежнему полностью определять направление тренда на российском долговом рынке, который будет менее чувствительно реагировать на события, происходящие на развивающихся рынках и внутри страны. Август – это период отпусков в банковском секторе. По нашему мнению, в лучшем случае, российские облигации будут колебаться вокруг текущих ценовых уровней, при этом котировки Евро-30 будут изменяться в диапазоне 87-92% от номинала. Тем не менее, нельзя исключить вероятность развития событий по пессимистическому сценарию, согласно которому казначейские обязательства США продолжат свободное падение. В этом случае, цены на российском долговом рынке упадут ниже текущего уровня, и облигации потеряют еще от 2 до 5% в течение месяца. Во-первых, правительство США намерено увеличить объем чистых заимствований в оставшийся до конца года период. В частности, в 3 кв. оно планирует довести объем заимствований до \$104 млрд (что в среднем на \$26 млрд меньше по сравнению с оценками рынка). В 4 кв. объем государственного долга вырастет еще на \$126 млрд. Все это окажет понижающее давление на котировки американских облигаций. Во-вторых, рынок внимательно следит за выходящими в США данными о макроэкономических показателях. При появлении признаков оживления американской экономики, инвесторы начнут перекладывать средства из долговых инструментов в акции.

Намеченное на август заседание Комитета по открытому рынку ФРС США не преподнесет никаких сюрпризов. Процентные ставки, скорее всего, не изменятся, и это решение будет нейтральным для рынка. Однако неожиданное понижение ставок или направленности денежно-кредитной политики может вызвать краткосрочный подъем цен во всех секторах долгового рынка.

Илл. 86. Основные события

Дата	Событие
1 июля	Объем выплат РФ по внешнему долгу в июле составит \$969,5 млн
8 июля	Финансовый резерв РФ снизился в первом полугодии 2003 г. на 61,7 млрд руб. (\$2 млрд) до 166,5 (\$5,5) млрд руб. Основной причиной значительного снижения финансового резерва в первом полугодии было использование средств на обслуживание внешнего долга. Всего в январе-июне РФ выплатила по внешнему долгу порядка \$3,8 млрд. На наш взгляд, снижение объема Резервного фонда можно расценивать положительно, поскольку средства были использованы наиболее эффективно. Вместо увеличения объема заимствований, Минфин использовал для погашения долгов средства, находящиеся на счетах в ЦБ и не приносящие процентный доход.
10 июля	Решение Европейского Центрального банка и Банка Англии относительно уровня ставок. ЕЦБ, как и ожидалось, оставил ставки без изменений, в то время как Банк Англии понизил ставку на 25 б.п. до 3,5%.
15 июля	Выступление Главы ФРС США Алана Гринспена в Финансовом комитете правительства США вызвало агрессивные продажи на долговом рынке США, что, в свою очередь, привело к массовым продажам российских облигаций. Так цена 30-летних облигаций США упала более чем на 3 процентных пункта, и ее доходность составила 4,97% годовых. Евро-30 опускалась до 89,5% от номинала (-2,6% к предыдущему закрытию) с доходностью 7,8% годовых.
17 июля	ММК планирует разместить выпуск еврооблигаций объемом €300 млн в сентябре-октябре
21 июля	Агентство Fitch повысило долгосрочный рейтинг банка «Уралсиб» на одну ступень до уровня «В», прогноз стабильный.
23 июля	Решение бразильского Центробанка относительно ставки «Selic» ожидалось инвесторами. Поэтому снижение ключевой ставки на 150 б.п. (до 24,5%) стало нейтральным для рынка.
24 июля	РФ выплатила \$320,5 млн по купонам еврооблигаций с погашением в 2005 и 2028 гг.
28 июля	Агентство Moody's поставило суверенный рейтинг России в список на возможное повышение. Это сообщение оказало незначительное положительное воздействие на цены российских долговых инструментов. В настоящее время рейтинг РФ по методологии агентства Moody's находится на уровне «Ba2» (на две ступеньки ниже инвестиционного рейтинга), а по шкале агентства «Fitch» – на уровне «BB+» (на один пункт ниже инвестиционного рейтинга). Поэтому, в лучшем случае, агентство Moody's повысит суверенный рейтинг России на один пункт до уровня «Ba1», что соответствует уровню рейтинга по методологии агентства «Fitch».
28 июля	ОАО «Мобильные ТелеСистемы» разместило еврооблигации (FRN) объемом \$400 млн. Предусмотрен опцион «пут» на выкуп облигаций через 6 и 9 месяцев. Ставка купона равна 3-месячной ставке Libor плюс 400 б.п. Размещение прошло по цене 99% от номинала.
30 июля	Бразилия приступила к обмену части облигаций «Brady» (C, Par и Disc) на новые облигации «Global» со сроками погашения в 2011 и 2024 гг. Это событие не оказало существенного влияния на развивающиеся рынки, т.к. все внимание инвесторов было направлено на КО США.

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 87. Динамика валютных облигаций на 31 июня 2003 г.

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

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743

Технический анализ

Индекс РТС: трехволновая корректировка

Илл 88. Индекс РТС – основные технические характеристики

Индекс	Рекомендация	Характеристика тренда	Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Месячный диапазон (1-31 июля)			
			Краткосрочный	Долгосрочный	Краткосрочный	Долгосрочный				
РТС	ДЕРЖАТЬ	464	Медвежий	Бычий	C4	486,44	61,8%-ный откат Фибо	P1 430,00	Линия «шеи»	Откр. 501,87 Макс. 521,75 Мин. 427,64 Закр. 457,02
			МЕНЯЕТСЯ В СТОРОНУ ПОНИЖЕНИЯ	C3	475,53	38,2%-ный откат Фибо	P2 427,64	Канал тренда		
	C2	472,70		28-дневная МА	P3 415,02	Минимум 21.04.03				
	C1	465,24	Максимум 26.06.03	P4 403,01	Основной					

Источник: оценка Альфа-Банка

- Как мы ожидали, в июле индекс РТС почти достиг отметки 527 перед началом глубокой коррекции; новая волна роста на РТС отложена как минимум до осени
- Мы ожидаем, что в августе индекс РТС опустится ниже 427 в соответствии с волной С
- Мы рекомендуем **ДЕРЖАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ**, открытые на уровне 464, с техническим расчетным уровнем 416
- На наш взгляд, индекс РТС может достичь «дна» уже в августе-сентябре; мы видим хорошие возможности для долгосрочных покупок в диапазоне 403-415 с долгосрочным техническим расчетным уровнем выше 500

Илл. 89. Индекс РТС – Характеристика волн Эллиота по состоянию на 4 августа 2003 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка

Классический технический анализ

Потенциал роста в рамках текущей технической коррекции на РТС почти полностью исчерпан

Как мы и ожидали, в июле индекс РТС почти достиг отметки 527, накануне начала глубокой коррекции. Новая волна роста на РТС отложена как минимум до осени. На позапрошлой неделе индекс РТС совершил «отскок» до 460 (см. Илл. 89), точно в соответствии с нашим прогнозом. Мы полагаем, что потенциал роста в рамках текущей технической коррекции на РТС почти полностью исчерпан. Как мы и предполагали, индекс РТС возобновил снижение к нашему среднесрочному техническому расчет-

Согласно Теории волн Эллиота индекс РТС находится в начале корректирующей волны С, что предполагает падение ниже отметки 427

ному уровню 416 от уровня 38,2%-ной коррекции Фибоначчи относительно снижения с внутрисдневного максимума 7 июля (521,75) до минимума 17 июля (427,64) (см. Илл. 89). Временный «отскок» выше этого уровня возможен лишь в силу большой волатильности рынка.

Интересно рассмотреть техническую волновую характеристику индекса РТС в свете Теории волн Эллиота, которая изначально применялась к основным фондовым индексам, особенно к средневзвешенному индексу Доу-Джонса для промышленных компаний (Dow Jones Industrial Average). В несколько упрощенном виде постулат этой теории гласит: фондовый рынок подчиняется повторяющемуся ритму – пять волн роста, три волны падения. На Илл. 89 мы видим пример одного почти полного цикла. Согласно Эллиоту, полный цикл состоит из восьми волн – пять волн роста и трех волн падения. Пять волн, составляющих фазу роста, на Илл. 2 пронумерованы. Восходящие волны (1, 3, 5) называют *импульсными* волнами. Нисходящие волны 2 и 4 развиваются в противоположном направлении. Их называют *корректирующими* волнами, так как они вносят поправки в движение волн 1 и 3. После того как рост, состоящий из пяти волн, завершается, начинается *трехволновая корректировка*. Три корректирующие волны помечены на Илл. 2 буквами «а», «b» и «с». Если подсчитать волны, составляющие цикл, (см. Илл. 89), то можно установить, что индекс РТС, скорее всего, находится сейчас в самом начале корректирующей волны С, которая должна завершиться ниже основания (точка «а») волны А. Это предполагает, что в августе индекс РТС должен опуститься как минимум ниже отметки 427. Есть небольшая вероятность того, что волна В все еще находится в развитии за счет ее растяжения на три «промежуточные» волны. В этом случае волна С начнется от нескольких более высоких уровней.

Обычно волна В предоставляет последнюю возможность закрыть старые длинные позиции и открыть новые короткие позиции

Волна В отражает «отскок» цен вверх при новой нисходящей тенденции. Для нее характерен низкий объем. Появляется последняя возможность покинуть старые длинные позиции, сохранив достоинство. Рынок также предоставляет еще одну возможность открыть новые короткие позиции. Появление волны С уже не оставляет никаких сомнений в том, что восходящий тренд завершен. В зависимости от типа происходящей коррекции волна С нередко опускается гораздо ниже основания волны А, демонстрируя все типы классических сигналов к открытию коротких позиций, известных в техническом анализе. В частности, при проведении линии тренда под основаниями волны 4 и волны А на графике иногда появляется хорошо знакомая модель «голова и плечи».

Наличие растяжения пятой волны подтверждает наш тезис о том, что российский фондовый рынок находится в фазе трехволновой корректировки

В идеальных условиях тенденция роста складывается из пяти. Тем не менее, случается, что одна из импульсных волн растягивается. Другими словами, волна 1, 3, или 5 принимает удлиненную форму, разбиваясь на пять дополнительных волн. На Илл. 89 хорошо видно растяжение пятой волны. Этот случай наиболее типичен для товарных рынков и указывает на сильную корреляцию (по направлению) между российским фондовым рынком и сырьевыми рынками. Наличие растяжения волны 5 подтверждает наш тезис о том, что российский фондовый рынок находится в фазе *трехволновой корректировки*.

Краткосрочный тренд и циклы

Краткосрочный тренд индекса РТС остается «медвежьим»

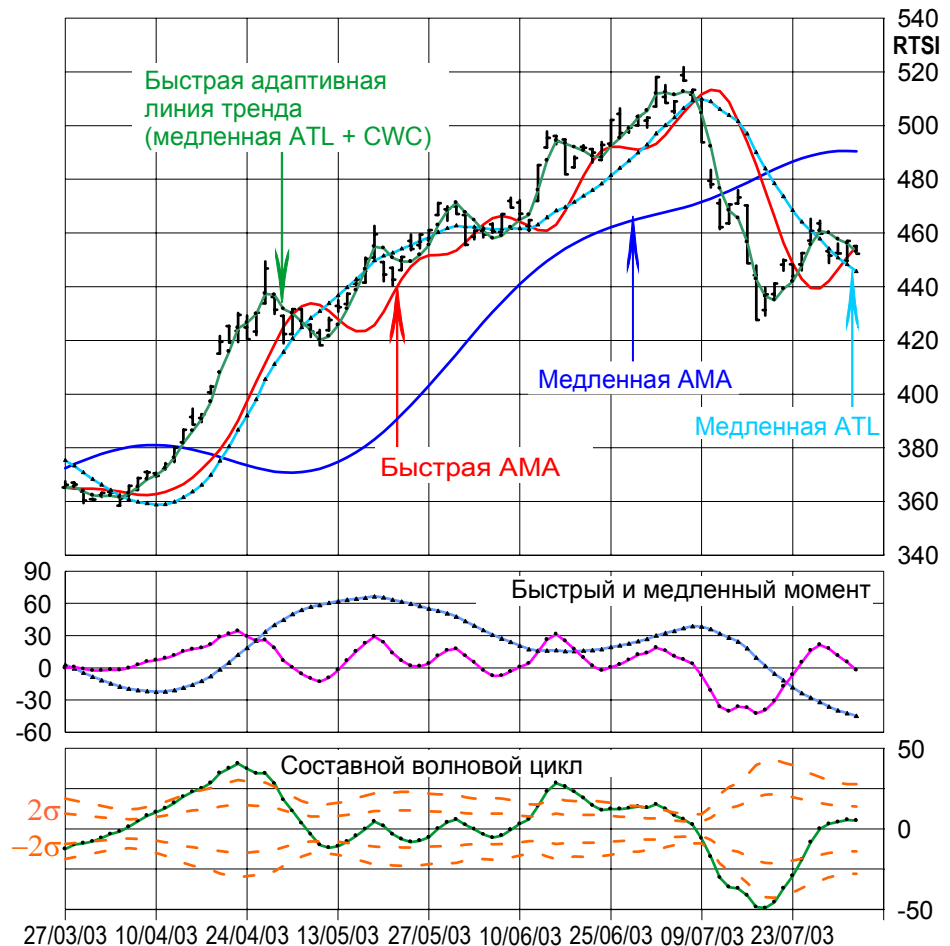
Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 90 продолжает нисходящее движение, что указывает на медвежий краткосрочный тренд. Медленная адаптивная линия тренда (ATL) и медленная адаптивная скользящая средняя (АМА) продолжают расходиться. Быстрая адаптивная линия тренда (ATL) прошла свою локальную «вершину» и начала снижаться в тандеме с медленной ATL, что указывает на возможное ускорение нисходящего тренда в ближайшее время.

Медленный момент является сигналом устойчивого медвежьего тренда

Медленный момент в средней части Илл. 90 в настоящее время продолжает понижаться в области отрицательных значений, что также сигнали-

зирует об устойчивой нисходящей тенденции. Линия быстрого момента сформировала свой локальный максимум в области положительных значений и начала снижаться. По состоянию на 1 августа значение быстрого момента понизилось до нуля, что указывает на близкое завершение фазы коррекции в сторону повышения на фоне краткосрочного медвежьего тренда на РТС. Мы полагаем, что как только быстрый момент станет отрицательным по значению, индекс РТС возобновит падение.

Илл. 90. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 1 августа 2003 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Краткосрочный CWC движется почти вбок в нейтральной области

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 90, движется почти в боковом направлении чуть выше нулевого уровня, что можно считать нейтральным признаком. Мы полагаем, что краткосрочный составной волновой цикл (CWC) должен скоро возобновить падение, а затем показать бычью дивергенцию по отношению к быстрой адаптивной линии тренда (ATL), прежде чем на РТС начнется новая волна долгосрочного роста. Волатильность CWC продолжает понижаться, но в настоящее время находится на нормальном среднем уровне.

Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд остается «бычьим», но меняется на нисходящий

Долгосрочный тренд на РТС, который остается бычьим с декабря 2002 г., в настоящее время меняет свое направление в сторону понижения, поскольку медленная адаптивная линия тренда (ATL) прошла свой локальный «пик» и начала снижаться (см. Илл. 91). Все технические индикаторы в верхней части Илл. 91 в настоящее время движутся вниз, исключая

Медленный момент начал снижаться

медленную адаптивную скользящую среднюю (АМА), что следует рассматривать как фигуру перелома тенденции.

Медленный момент в средней части Илл. 91 прошел локальный максимум в области положительных значений и начал падать, что указывает на начало сближения медленной АТЛ и медленной АМА. Линия быстрого момента формирует локальный минимум в зоне отрицательных значений, что можно рассматривать как предпосылку будущего долгосрочного роста на РТС. Фаза долгосрочного роста может начаться от уровня медленной адаптивной скользящей средней (АМА) на Илл. 91.

Илл. 91. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 1 августа 2003 г



Источник: оценка Альфа-Банка

Долгосрочный составной волновой цикл снижается в сильно перепроданной области

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) продолжает падать в сильно перепроданной зоне ниже уровня минус два сигма, что привело к ощутимому снижению быстрой АТЛ. В настоящее время мы видим явное замедление падения долгосрочного CWC, что, безусловно, является хорошей предпосылкой для восстановления утраченных позиций индекса РТС в среднесрочной перспективе.

Основная поддержки на РТС равна 403

Уровни поддержки и сопротивления

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл 88 и Илл. 89. Уровень ключевого сопротивления задан внутрисдневным максимумом 25 июля (465,24). Основной уровень долгосрочной поддержки составляет 403.

В августе индекс РТС должен опуститься ниже 427 вместе с волной С в рамках трехволновой корректировки Теории волн Эллиота

Мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ при техническом расчетном уровне 416

Потенциал роста и падения

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

1. Как мы ожидали, в июле индекс РТС достиг отметки 527, прежде чем на рынке началась глубокая коррекция в сторону понижения. На наш взгляд, новая волна роста на РТС отложена как минимум до осени, в соответствии с нашим неблагоприятным сценарием.
2. Краткосрочный тренд на РТС вновь стал медвежьим. Согласно Теории волн Эллиота индекс РТС в настоящее время находится в фазе *трехволновой корректировки*, корректирующая волна С которой должна закончиться существенно ниже основания волны А. Из этого следует, что в августе индекс РТС должен опуститься, по крайней мере, ниже отметки 427 (точка «а» на Илл. 89).
3. Мы рекомендуем инвесторам **ДЕРЖАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ**, открытые на уровне 464, при техническом расчетном уровне 416.
4. На наш взгляд, индекс РТС может достичь «дна» в августе или сентябре; мы видим хорошие возможности долгосрочного инвестирования в диапазоне 403-415, при долгосрочном техническом расчетном уровне выше 500.
5. Есть небольшая вероятность того, что волна В еще прогрессирует и будет растянута на три дополнительных волны небольшой амплитуды. В этом случае мы вновь можем прогнозировать индекс РТС между отметками 474 и 486, прежде чем возобновится его падение. В принципе, возможное растяжение волны В представляет собой лишь последний шанс закрыть старые длинные позиции, а также еще одну возможность открыть новые короткие позиции на рынке. В любом случае, принципиально это ничего не меняет: волна С рано или поздно начнет свое движение вниз и завершится ниже основания волны А, как показано на Илл. 89. Положительный момент для инвесторов заключается в том, что после завершения трехволновой корректировки начинается новая фаза роста на рынке, состоящая из новых пяти волн роста.

Эта страница специально оставлена пустой

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

Рынки капиталов/Структурированные
продукты
Адрес

Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс
Начальник управления рынков и акций

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

Продажи
Адрес

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

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

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

© Альфа-Банк, 2002 г. Все права защищены

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

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