

**ПРОГНОЗ  
2004****Основные показатели**

<b>Индекс РТС</b>	740 - 840
<b>Доллар/рубль</b>	27,5-26,5
<b>ВВП</b>	6,5%
<b>ЗВР</b>	110 млрд. долларов
<b>Brent</b>	28,5 (максимум 36)

**Фишки (на конец года)**

<b>Газпром</b>	70 руб.
<b>РАО ЕЭС</b>	13 руб.
<b>Ростелеком</b>	80 руб.
<b>Сбербанк</b>	12 000 руб.
<b>Лукойл</b>	1138 руб



## ПРОГНОЗ ПОВЕДЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ НА 2004 ГОД

Введение	2
События и итоги 2003 года	3
Тенденции	9
Ликвидность и процентные ставки	10
Валютный рынок	12
Товарный рынок. Валюта как фактор стоимости.	13
Нефть	14
Рыночный прогноз-2004	16
Облигации	16
Акции	18

## Введение

В 2003 году российский финансовый рынок вырос, расправил плечи. Окреп он благодаря тому, что помимо спекулятивных средств на нем начали появляться «длинные деньги». Надо сказать, что в 2003 году начали появляться признаки качественных изменений, происходящих в экономике страны. Так, отток капитала сократился почти в 3 раза по сравнению с 2002 годом. Во многом благодаря этому на валютном рынке страны наметилась новая тенденция укрепления рубля к доллару.

В прошлом году доллар сдал свои позиции. Контрнаступление рубля подкреплялось высокими экспортными ценами, реэкспортом капитала, присвоением инвестиционного рейтинга агентством Moody's. Дедолларизация экономики начала набирать обороты. Мы считаем, что в 2004 году процесс дедолларизации достигнет своего апогея. Причем, большая часть средств будет переведена в рубли и направлена в банковскую систему и финансовые инструменты.

За прошлый год в России окончательно сформировался рынок корпоративных и субфедеральных заимствований. Объем рынка превысил 150 млрд. рублей, и это не предел. Долговой рынок корпораций и субъектов Федераций имеет все шансы увеличиться еще на 110-150 млрд. рублей в 2004 году. В условиях расширения рыночного объема ставка заимствований демонстрировала тенденцию к снижению. Например, процентная ставка для первоклассных заемщиков снизилась за год вдвое с 14-16% до 7-9% годовых. Дальнейшее изменение процентной ставки будет связано с темпами укрепления рубля. В случае продолжения резкого укрепления рубля к доллару США, участники будут ориентироваться не на показатели инфляции в России и доходность в рублях, а на долларовую доходность рублевых инструментов.

Рынок акций также не остался в стороне. Обороты торгов на ММВБ, РТС, АДР в 2003 году составили \$67,6 млрд. Индекс РТС за год вырос на 57,93%. Хотя с учетом укрепления рубля эта цифра оказалась несколько меньше - 46,29%. По-прежнему основные торговые объемы приходятся на акции РАО ЕЭС, Лукойла, Юкоса, Ростелекома, Газпрома, ГМК Норильский Никель. Но с другой стороны, наметилась тенденция к росту капитализации региональных телекоммуникационных компаний, энергетики, металлургии, машиностроения. По мере роста капитализации компаний 2-го эшелона, увеличения количества акций в свободном обращении, массовый инвестор сможет инвестировать и формировать ликвидные портфели ценных бумаг из более широкого спектра ликвидных инструментов.

Кроме того, 2004 год может стать знаковым для рынка IPO, таким же, как 2002 год для рынка корпоративных облигаций. Избыток ликвидности и недостаток эмитентов с одной стороны будут создавать спрос на новые активы. С другой стороны, акционеры компаний и групп, образованных в последние четыре года, желающие превратить в ликвидную форму плоды своего труда, будут создавать предложение.

## События и итоги 2003 года

Наиболее яркой иллюстрацией экономического положения страны в минувшем году стали следующие события:

### **Сделка по продаже 50%-й доли российской ТНК британской нефтяной компании BP**

В результате сделки была образована третья в России по величине нефтяная компания ТНК-BP. Совокупная стоимость сделки, включая продажу Славнефти, составила \$7,5 млрд. Главным следствием покупки ТНК британской компанией стала переоценка инвестиционных рисков России, о чем свидетельствует признание этого факта международными рейтинговыми агентствами Moody's и Standard & Poor's.

### **Сделка между Юкосом и Сибнефтью**

Крупнейшая сделка по слиянию в России. Поглощение Сибнефти оценивалось почти в 15 млрд. долларов, но существование объединенной компании было поставлено под вопрос политическим конфликтом между акционерами Юкоса и властью, в результате которого основной пакет акций Юкоса был арестован. Останутся Юкос-Сибнефть единой компанией? Будут ли они проданы западным нефтяным компаниям? Произойдет ли перераспределение собственности акционеров Юкоса в пользу государства? На эти вопросы мы получим ответы только в 2004 году.

### **Реформа PAO EЭC**

Утверждение программы реформирования PAO EЭC привело к активизации инвесторов и спекулянтов. Этот процесс выразился в массивной скупке акций энергокомпаний. Впервые в России была применена идея проведения скупки акций на заемные средства в таком масштабе. По меньшей мере, 1 млрд. долларов был привлечен с рынка долгов. Капитализация PAO EЭC за год выросла в 2 раза, а на пике скупки рост курса акций компании достигал 150%. Акции региональных компаний изменялись еще более динамично, многократно вырастая в цене. В 2004 году мы ожидаем продолжения скупки акций энергокомпаний. Источником по-прежнему будут выступать заемные средства.

### **Реформа коммунального сектора**

«Приватизация» коммунального хозяйства, начавшаяся в 2003 году, имеет все шансы оказаться единственным по настоящему успешным проектом государства в реструктуризации инфраструктурных отраслей. Российский бизнес (PKC, KЭC) и западные компании договорились с властями более чем в 20 регионах об аренде и управлении коммунальным хозяйством муниципалитетов. Основной проблемой сектора является качество управления. Мы надеемся, что приход частного бизнеса в коммунальный сектор позволит решить эту проблему.

### **Рейтинг Moody's**

В 2003 году России впервые присвоили рейтинг инвестиционной категории. Эксперты Moody's подняли суверенный рейтинг РФ в начале октября до уровня Ваа3, низшей ступени инвестиционной категории. Инвестиционный рейтинг официально «открыл двери» консервативному, долгосрочному капиталу инвестиционных фондов.

### **Рост банковской системы**

В банковский сектор в 2003 году начал резко набирать силу. Почувствовав скорый приход иностранных конкурентов, российские банки стали наращивать капитализацию, укрупняться, расширять сферы деятельности. Попытки не всегда оказывались удачными в силу специфики розничных банков и банков, ориентированных на корпоративных клиентов. Наиболее крупные сделки и планы 2003 года: покупка Росбанком группы ОВК, покупка группой НИКойл Автобанка и банка Уралсиб, слухи о возможной покупке Внешторгбанком ПСБ, Возможная продажа доли Внешторгбанка ЕБРР.

В 2004 году, слияния и поглощения банков будут набирать обороты. Количество независимых банков будет уменьшаться, а их капитализация и активы увеличиваться. Уменьшение маржи банков и ужесточение конкуренции за клиента будет требовать большей консолидации капитала и усилий.

### **Выборы в Думу**

Итоги состоявшихся в декабре 2003 года выборов оказались ожидаемыми лишь отчасти. Прогнозируемая беспартийная победа «партии власти» состоялась на фоне поражения демократических сил. Пропрезидентские фракции возглавили почти все думские комитеты.

На основе парламентских выборов можно со всей очевидностью прогнозировать победу Путина в марте. Это нивелирует политические риски и ставит новые проблемы. Вопрос о том, как воспользуется полученным преимуществом партия власти остается открытым. Однако мы не склонны к панике. Проводимый курс экономических реформ приносит свои положительные результаты для страны, поэтому подрывать рост экономики такими радикальными мерами как отмена результатов приватизации и национализация экономики представляется неразумным и маловероятным.

### Высокие цены на товары российского экспорта

Цены на экспортные товары весь год росли. Среднегодовые цены на нефть и металлы превысили ожидания специализированных исследовательских агентств. Рост цен был вызван девальвацией доллара и сохранением спроса на высоком уровне. Мы считаем, что в 2004 году эти тенденции продолжаться.

### Итоги 2003

2003 год стал успешным для российской экономики в целом и для фондового рынка частности. Высокие цены на сырьевых рынках (нефти, цветных металлов) обеспечили поступательное развитие российской экономики в прошлом году: по предварительным оценкам ВВП за год увеличился на 6,6%, промышленное производство увеличилось на 6,7%. Опасения вывода капитала из страны после «дела ЮКОСа» не оправдались. Хотя в 3 квартале отток капитала вырос по сравнению с первыми двумя кварталами 2003 года (наряду с этим золотовалютные резервы в период июль-сентябрь снижались на \$2 млрд.), ситуация исправилась в последнем квартале. По данным Центробанка объем прямых иностранных инвестиций в 4 квартале превысил отток на \$2,5 млрд. В результате отток капитала по итогам всего 2003 года составил \$2,7 млрд. Это значительно меньше показателя 2002 года, тогда отток составил \$8,3 млрд.

Наряду с ростом иностранных инвестиций (\$6,5 млрд. в 2003 году по сравнению с \$4 млрд. в 2002 году) увеличился объем внутренних инвестиций - \$68 млрд. против \$57 млрд. в 2002 году (по текущему курсу в долларовом выражении). В 2003 году объем инвестиций в расчете к ВВП составил, по предварительным оценкам, 16,2%, в то время как в прошлые годы он был в пределах 2-3%.

	1999	2000	2001	2002	2003 (ожидания)	2004 (прогноз)
Номинальный ВВП, млрд. руб.	4 823	7 306	9 040	10 863	12 977	14 500
Прирост реального ВВП к предыдущему периоду, %	6.4	10.0	5.0	4.3	6.6	6.5
Прирост объема промышленной продукции к предыдущему периоду, %	11.0	11.9	4.9	3.7	6.7	7.0

Данные Госкомстата РФ, оценка Вэб-инвест Банка

### Инфляция

Инфляция по итогам 2003 г., согласно расчетам Минфина, достигла верхней запланированной правительством границы в 12%. Наряду с этим Центробанк проводил активную политику по наращиванию золотовалютных резервов и параллельному увеличению денежной массы. Объем ЗВР за год увеличился на 63% и достиг \$77,8 млрд. на конец года. Этот уровень резервов создает дополнительный запас прочности российской экономики к изменению внешних факторов. Несомненно, что высокий темп прироста ЗВР стал одним из главных факторов, способствовавших присвоению России рейтинга инвестиционной категории (Ваа3) международным рейтинговым агентством Moody's в 2003 году.

Темпы прироста денежной рублевой массы сопоставимы с темпами прироста ЗВР. За год она выросла на 40% и на конец года составила 1392,1 млрд. руб. В условиях контролируемой инфляции увеличение денежной массы было приоритетной задачей ЦБ, поскольку недостаточность рублевых средств была важнейшей проблемой, затруднявшей развитие финансовых рынков после кризиса 1998 года.

### Социальная политика

Основным достижением социальной политики в 2003 году можно считать повышение жизненного уровня населения: рост реальных доходов россиян составил 13,5% против 9,9% в позапрошлом году. Важным событием прошлого года стало проведение пенсионной реформы. О ее результатах говорить пока рано, поскольку на данный момент основным итогом реформы стала передача частным управляющим компаниям пенсионных накоплений 0,5% трудоспособного населения, участвующего в реформе. Остальные 99,5% будущих пенсионеров оставили свои средства в управлении государства. Сумма, переданная в управление частным управляющим компаниям, оценивается в 200 млн. рублей, что несущественно в условиях российского финансового рынка (при этом половина средств накопительной пенсионной системы приходится на башкирские управляющие компании). Но факт того, что пенсионная система РФ перестала быть распределительной и стала накопительно-распределительной сам по себе является позитивом, как в социальном плане (снижается зависимость одного поколения от другого), так и в финансовом (приход «длинных» денег на фондовый рынок повышает его устойчивость).

### Инвестирование пенсионных накоплений

В 2004 году влияние пенсионной реформы на фондовый рынок будет минимальным, поскольку 99,99% всех пенсионных накоплений россиян, оцениваемых в 38 млрд. рублей, будет направлено в государственные облигации. Наибольший объем средств накопительной части пенсии будет инвестирован в ГСО (государственные сберегательные облигации, специально созданные целей пенсионной реформы), которые Минфин планирует выпустить в 2004 году на сумму 30 млрд. рублей. Остальные 8 млрд. рублей могут быть направлены в российские еврооблигации, выпуск которых также запланирован на этот год. Максимальный объем пенсионных накоплений, который будет направлен на рынок акций в 2004 году мы оцениваем в 80-100 млн. рублей (0,21-0,25% от совокупной суммы пенсионных накоплений). В дальнейшем пропорции должны существенно измениться. Более или менее точные прогнозы по инвестиционному портфелю на 2005 и последующие годы, сформированному из средств накопительной части пенсии, можно будет строить в конце 2004 года, когда граждане, задействованные в пенсионной реформе, снова будут определяться с выбором управляющей компании на 2005 год.

### Рынок облигаций

По большинству макроэкономических показателей 2003 год повторил и улучшил год 2002, однако в прошлом году возникла новая тенденция на валютном рынке, которая, по всей вероятности, продолжится и в 2004 году, а именно - укрепление рубля к доллару. За год рубль вырос по отношению к доллару более чем на 7%. Это обстоятельство повысило привлекательность рублевых активов, что проявилось в динамике цен на рынке российских акций и облигаций.



По итогам года индексы долгового рынка и рынка акций закрылись с хорошими плюсами. Так, индекс корпоративных облигаций RUX-Cbonds за год продемонстрировал прирост в размере 22,57%, тенденция роста цен и падения доходностей облигаций наблюдалась и на других сегментах долгового рынка - государственном, субфедеральном и муниципальном. Темпы развития телекоммуникационного сектора можно назвать наиболее выдающимися в этом году - большинство существующих в России компаний этого сегмента выпустили собственные долговые обязательства. Таким образом, из разрозненных выпусков, к концу года

был сформирован эшелон облигационного рынка, который можно отдельно выделять при анализе рыночной конъюнктуры.

Расчеты Вэб-инвест Банка

Выпуск	Дата погашения	Доходность к погашению		Доходность за период, % годовых
		15.01.03	23.12.03	
<b>ГКО-ОФЗ</b>				
ОФЗ 27015	04.02.04	12.2	3.7	13.3
ОФЗ 46001	10.09.08	13.25	8.1	31.5
<b>Субфед. Обл.</b>				
СПБ 25031	16.11.05	14.15	9.75	22
СПБ 26002	28.09.11	13.93	10.15	34.7
Мгор-25	27.03.04	13.67	4.78	16.1
Мгор-24	02.09.05	13.7	8.37	22.2
ХантМан-01	08.12.05	14.7	9.9	23.4
Коми 05	24.12.07	16.5	13.3	26.7
<b>Корп. Обл</b>				
<b>Высший эшелон</b>				
Алроса-19	23.10.05	16.2	9	28.7
Газпром 02	03.11.05	14.5	8.33	25.4
ТНК-5	28.11.06	15.2	8.6	32.9
<b>Первый эшелон</b>				
Уралсвязьинформ-02	06.08.05	17.2	11.17	26.3
Центртелеком -2	21.04.05	16.4	12.02	21.8
<b>Второй эшелон</b>				
ИРКУТ-02	02.11.05	17.3	12.17	25.9
Выкс МЗ -01	31.08.05	16	11.2	23.5
Сфинв 01	02.11.04	15.9	9.65	21.2

Данные ММВБ, СПВБ, расчеты Вэб-инвест Банка

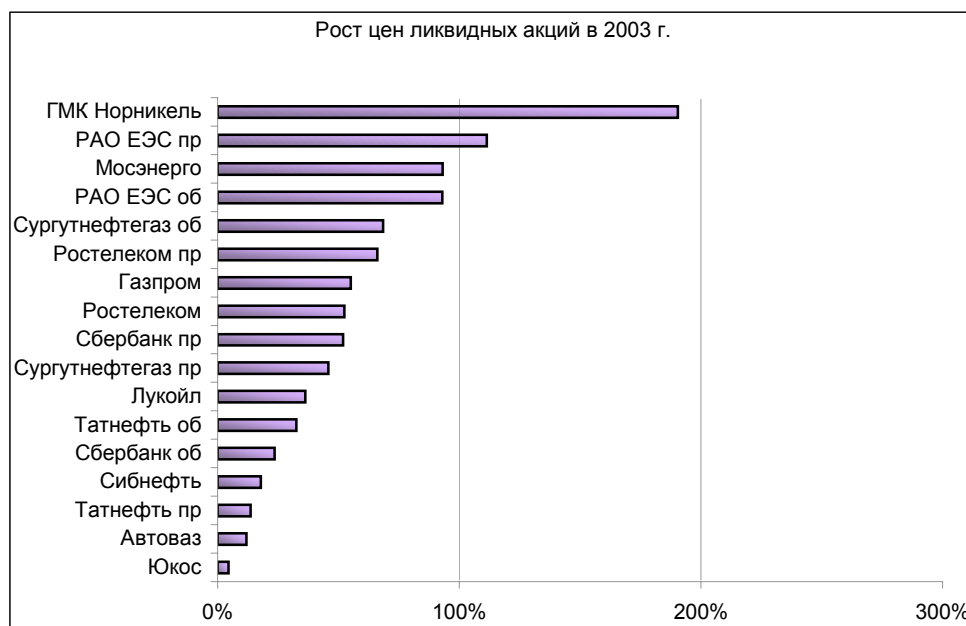
### Рынок акций

В новейшей истории российского фондового рынка прошлый год стал одним из самых успешных и динамичных. В первом полугодии доминировал первый признак, во втором полугодии - второй. За год долларový индекс РТС вырос на 57,98%. С учетом падения курса доллара повышение индекса РТС в рублях составило 46,36% годовых. Структура рынка акций в 2003 году практически не изменилась. По-прежнему концентрация российского рынка акций оставалась высокой, объем сделок по наиболее ликвидным акциям 11 эмитентов в 2003 году превысил 97% совокупного торгового оборота на биржах. По сравнению с 2002 годом повысилась ликвидность в секторе металлургических, энергетических и телекоммуникационных бумаг, что в первую очередь связано с процессами перераспределения собственности в компаниях этих отраслей.

#### Российский рынок акций

2003 год	Обороты, долл.	Капитализация, долл.	Оценка рыночной капитализации (с поправкой на free-float)	Оборот/Капитализация с поправкой на free-float
июнь	7 209 450 900	157 451 442 073	42 511 889 360	17.0%
июль	10 764 975 739	148 243 588 008	40 025 768 762	26.9%
август	5 695 644 939	167 322 418 292	45 177 052 939	12.6%
сентябрь	6 928 051 034	180 307 044 570	48 682 902 034	14.2%
октябрь	10 838 378 506	170 030 613 728	45 908 265 706	23.6%
ноябрь	6 348 583 913	176 065 853 939	47 537 780 564	13.4%
декабрь	6 333 233 613	188 948 924 159	51 016 209 523	12.4%

Данные РТС, ММВБ, расчеты Вэб-инвест Банка



Данные ММВБ

Прирост долларового индекса РТС

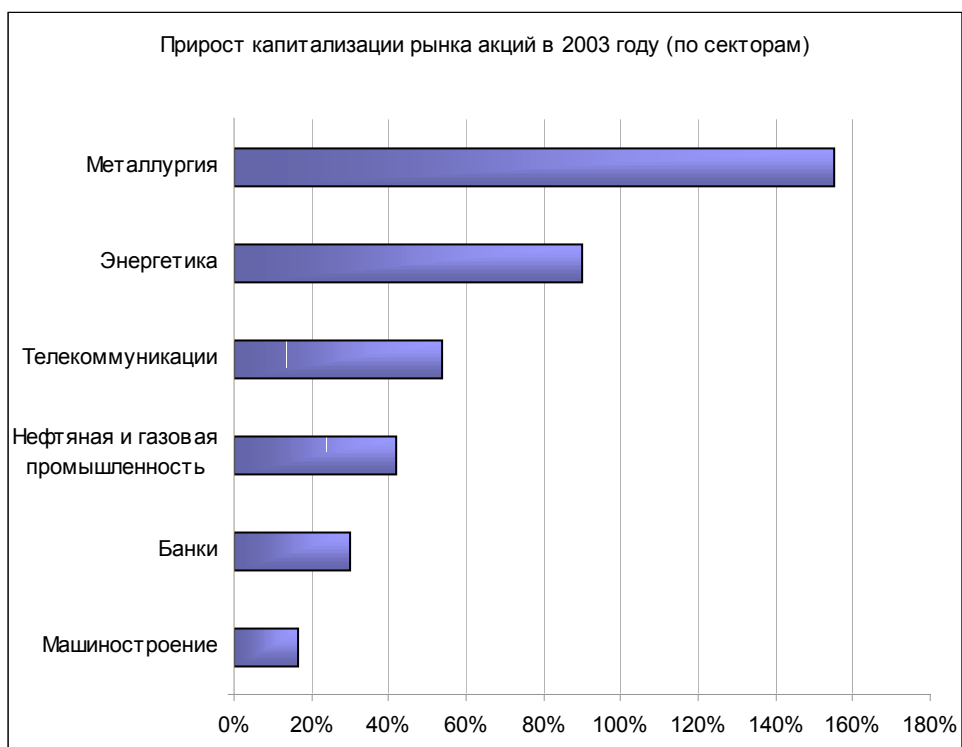
	1999	2000	2001	2002	2003
номинальный прирост долларового индекса РТС	201.56%	-19.37%	81.49%	38.08%	57.98%
прирост долларового индекса РТС с учетом изменения курса USD/RUR	294.29%	-15.90%	94.25%	45.61%	46.40%
прирост долларового индекса РТС с учетом изменения курса USD/RUR и рублевой инфляции	150.38%	-34.41%	58.12%	23.62%	28.83%

Данные РТС, Центробанка РФ, Госкомстата РФ, расчеты Вэб-инвест Банка

Наблюдавшийся в 2003 году спрос на акции топливно-энергетического комплекса был обусловлен, во-первых, начавшейся в 2003 году реформой электроэнергетической отрасли, во-вторых, начавшимся процессом слияний и поглощений в нефтяной отрасли, в-третьих, благоприятной конъюнктурой сырьевых рынков, в-четвертых, продолжающимся ростом российской экономики.

Инвестиционная привлекательность телекоммуникационного сектора в прошлом году продолжала улучшаться за счет укрепления рубля. Удаленность телекоммуникационного бизнеса от «олигархических» структур стало серьезным преимуществом: в 4 квартале наблюдался переток средств из акций нефтяного сектора в акции телекоммуникационных компаний.





Расчеты Вэб-инвест Банка

Доходность инвестиций в 2003 году	
Наличный доллар	-7.33%
Наличный евро	11.07%
Банковский депозит в рублях (в среднем)	10-12%
Банковский депозит в долларах (в среднем)	6.5-7.5%
Банковский депозит в евро (в среднем)	6.0-7.0%
Акции российских предприятий (индекс РТС)	57.98%
Корпоративные облигации (индекс RUX-Cbonds)	22.57%
Паи ОПИФ акций	30-50%
Паи смешанных ОПИФ	20-40%
Паи ОПИФ облигаций	15-20%

Данные Центробанка РФ, официальная информация банков, РТС, Интерфакс, Национальной Лиги Управляющих

По оценке The Boston Consulting Group доля российских акций в свободном обращении в прошлом году составляла 27%. По этому показателю Россия достаточно сильно уступает развитым рынкам, где нормальной практикой считается публичное размещение на рынке 70-90% акций компании. Однако эта тенденция свойственна устоявшимся рыночным экономикам. В России пока наблюдается обратная ситуация, связанная с проведением энергетической реформы – инвесторы, имеющие стратегический интерес в энергетике скупали акции РАО ЕЭС, АО-энерго и электростанций. Это привело к сокращению free-float акций РАО ЕЭС почти вдвое: с 15% до 8% (по нашей оценке).



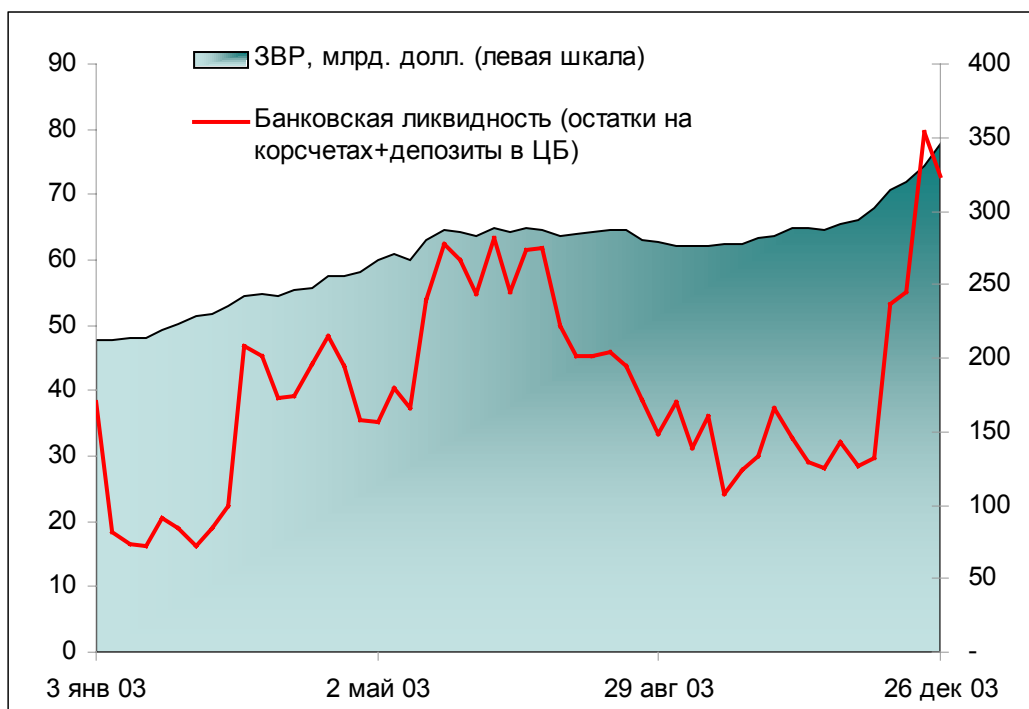
## Тенденции

Наши ожидания на 2004 год формируются под воздействием следующих факторов и процессов, происходивших в 2003 году:

- **На фондовом рынке продолжится скупка энергокомпаний, акций компаний связи, машиностроения, химической промышленности.** Особый интерес инвесторов будет проявлен к нереструктурируемому и находящемуся в процессе реструктуризации госкомпаниям. С новой силой разгорится интерес к приватизации телекоммуникационных компаний. **Индекс РТС достигнет 740 – 840 пунктов.**
- **Продолжится обесценение доллара к основным мировым валютам и рублю.** В течение года курс евро/доллар может достигнуть 1,35-1,4 долларов за евро, рубль имеет все шансы укрепиться к доллару до 27,5-26,5 рублей.
- **Цены на российские экспортные товары (нефть, газ, металлы) с высокой вероятностью останутся на уровне 2003 года и ли вырастут в цене.**
- **Президентские выборы мало повлияют на расклад сил на финансовых рынках.** Итог выборов известен заранее. Вероятность переизбрания Путина на 2-й срок очень высока.
- **Продолжится дедолларизация экономики.** Продажа долларов и реэкспорт капиталов, и рост зарубежных заимствований, резко повысят ликвидность российской банковской системы и насыщенность экономики деньгами. Избыток ликвидности составит до 300 млрд. рублей. Величина остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ в отдельные моменты может достигать 700-1000 млрд. рублей.
- **ЦБ может снизить процентную ставку с 14% до 12%.** Ставки по рублевым облигациям первоклассных заемщиков прочно зафиксируются ниже 10% годовых. Спрэд между еврооблигациями и корпоративными облигациями одного эмитента станет отрицательным.
- **Россия может получить полный инвестиционный рейтинг (в национальной и в иностранной валюте) еще от одного рейтингового агентства.** Сейчас у России есть полный инвестиционный рейтинг только от Moody's. Агентство Standard & Poor's несколько опередила ожидаемые события и присвоило кредитный рейтинг инвестиционной категории России до мартовских выборов-2004. Однако рейтинг заимствований РФ в иностранной валюте S&P подняло только на 1 ступень, оставив за границей инвестиционной категории. Но это не является существенным ограничением для потока зарубежных инвестиций и без того уже готовых к приходу на российский рынок. Дальнейшее повышение российских рейтингов будет определяться успехами РФ на мировой политической и экономической арене, в частности вступлением РФ в ВТО.
- **Изменится база для оценки активов. На смену доллару придет евро или рубль.** Мы полагаем, что оценочную стоимость активов необходимо будет проводить в рублях, а не иностранной валюте.
- **Продолжится всплеск M&A активности.** Слияния и поглощения затронут все сектора экономики. Активизация этого процесса будет в легкой и пищевой промышленности, банковской сфере, химии и нефтехимии, розничной торговли.
- **Ожидается рост количества IPO российских компаний.** На текущий момент известно как минимум о 3х потенциальных эмитентах: Иркут, Амтел, Концерн Калина. Настоящий бум IPO начнется не ранее второй половины 2004 начала 2005 года.
- **Кредитный бум 2003 года и рост числа эмитентов корпоративных облигаций средней и низкой надежности может иметь печальные последствия для устойчивости банковской системы страны.** Главный вопрос 2004 года будет заключаться в том, смогут ли банки устранить ошибки своей кредитной экспансии. На данный момент отношение активов и пассивов банковского сектора свидетельствует о высокой концентрации рисков банков. Увеличение доли «плохих» кредитов в кредитном портфеле российских банков на фоне низких процентных ставок в будущем может стать предпосылкой кризиса.

## Ликвидность и процентные ставки

Мы полагаем, что ликвидность банковской системы в 2004 г. может вырасти на 50%.



Данные Центробанка РФ

К таким выводам мы пришли исходя из следующих предположений:

- **Продажи долларов населением и предприятиями в 2004 году достигнут пика, а, следовательно, наличные рубли и остатки на рублевых счетах предприятий будут расти.** По приблизительным оценкам в России до недавнего времени находилось как минимум 30- 50 млрд. долларов. В условиях обесценения доллара к большинству валют, отношение физических и юридических к доллару как средству сбережения изменится кардинальным образом, в сторону полного или частичного изменения структуры сбережений. Если предположить, что в этом году будет продана 1/3 долларовых сбережений (8-10 млрд. долларов) то объем свободных рублей увеличится на 220 –300 млрд. рублей, что сопоставимо с остатками на корсчетах банков в начале 2004 года.
- **В 2003 году российские банки и корпорации заняли за рубежом более 15 млрд. долларов. По нашим оценкам 2004 год может принести новые сюрпризы, и объем зарубежных заимствований на фоне падающего рубля может возрасти до 20 млрд. долларов.** Часть этих денег будет также конвертирована в рубли. Рублевая ликвидность от зарубежных заимствований в своей большей части будет направлена на инвестиции, но сумма до 150 млрд. рублей время от времени будет появляться в качестве свободного ресурса на рынке.
- **Активизация деятельности западных инвестиционных фондов и банков на российском рынке может принести еще дополнительных 5-8 млрд. долларов (150-240 млрд. рублей)**

**Таким образом, только благодаря этим трем факторам ликвидность банковской системы будет расти как на дрожжах. Объемы свободной наличности могут возрасти до 700 – 1000 млрд. рублей (остатки на корсчетах + депозиты в ЦБ).**

В виду этого наиболее острым становится вопрос использования неожиданно высокой ликвидности, ее стерилизации Центробанком и Минфином, а также динамики процентной ставки.

Исходя из объявленной Минфином программы заимствований видно, что на рынок будут выпущены рублевые бумаги общим объемом 291 млрд. рублей. Из них 141 млрд. рублей. или 4,8 млрд. долларов в качестве новых эмиссий, и 150 млрд. рублей в качестве рефинансирования предыдущих выпусков.

Объем эмиссий корпоративных и субфедеральных облигаций повторит успехи 2004 г. и составит более 110 – 150 млрд. рублей. (только на первый квартал 2004 года придется размещений как минимум на 30-40 млрд. рублей).

**Таким образом, чистое предложение облигационных займов составит от 250 до 290 млрд. рублей, что не компенсирует избыточную ликвидность появившуюся в результате конвертации валюты.**

Первое время ликвидность будет абсорбироваться займами российских монополий и субфедеральными займами. Затем спрос активизируется в бумагах 2-го и 3-го эшелона, вновь сметая все на своем пути, и сужая установившиеся между эшелонами спреды по доходности.

Повысится спрос на короткие бумаги со сроками погашения/оферты до года. Избыток краткосрочных средств (остатки на корсчетах) будут вынуждать банки вкладываться в краткосрочные облигации корпоративных и субфедеральных эмитентов в виду их пониженной волатильности, и более высокой эластичности по изменению валютного курса (особенно это важно, если в основе имеются долларовые пассивы)

**Куда пойдут процентные ставки?..**

## Россия

С 15 января 2004 года ЦБ РФ снизил ставку рефинансирования с 16 до 14 процентов. В своем комментарии к снижению ставки зампред ЦБ Вьюгин высказал логичное мнение, что процентная ставка в России должна начать влиять на экономику.



Данные Центробанка РФ

Мы считаем, что в этом году шаги к увеличению влияния ставки рефинансирования на денежный и кредитные рынки будут продолжены. Мы ожидаем снижения ставки рефинансирования в 2004 году до 12 – 10% в зависимости от темпов инфляции. Снижение ставки по-прежнему будет совпадать с общемировой тенденцией на сохранение низких процентных ставок.

### Процентные ставки

США	Базовая ставка ФРС	1.00%
Япония	Ставка overnight	0.15%
Великобритания	Базовая ставка	2.75%
ЕЦБ	Ставка рефинансирования	2.00%
РФ	Ставка рефинансирования	14.00%
Бразилия	Ставка SELIC	16.50%

Данные Reuters, Центробанка РФ

## США

Мы ожидаем сохранения низких процентных ставок в США до конца 2004 года. Повышение процентной ставки на 25 базисных пунктов будет возможно только после того, как экономика США покажет полноценный рост ВВП как минимум в течении еще 3-4 кварталов, и при этом будет обозначена тенденция к уменьшению отрицательного сальдо торгового и платежного балансов. Таким образом, повышение процентной ставки произойдет не ранее чем в 4-м квартале 2004 года.

## Европа

Несмотря на чрезмерный консерватизм, свойственный забюрократизированным странам ЕС, ЕЦБ в 2004 году может прибегнуть к понижению ставки рефинансирования на 25 базисных пунктов. Этому не мешает даже относительно высокая инфляция в Еврозоне. Снижение ставки необходимо самой крупной экономике Европы – Германии, темпы экономического роста которой балансируют на грани впадения в рецессию.

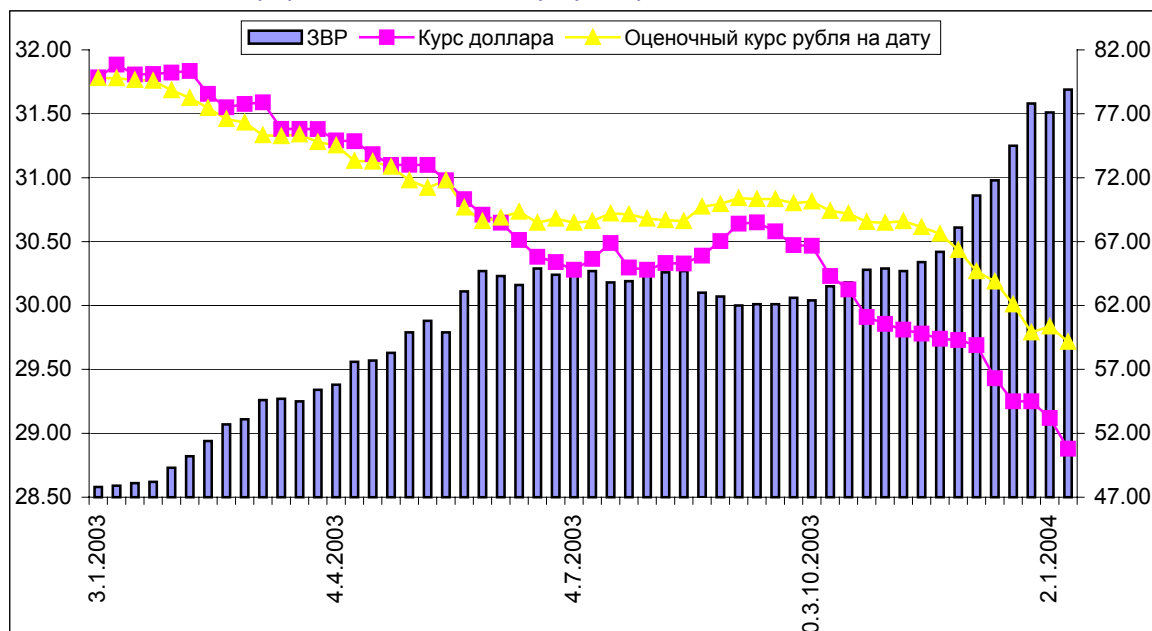
После фактического отхода от части Маастрихтских соглашений, в частности пакта о бюджетной стабильности, снижение учетной ставки стало бы, логичным продолжением, смягчения денежной политики в странах Еврозоны.

## Валютный рынок

Мы по прежнему считаем, что тенденция к укреплению рубля в 2004 году продолжится. По итогам года мы ожидаем соотношение доллар/рубль на уровне 26,5-27,5 рублей, а среднегодовой курс на уровне 27,9-28,3 рублей. Наш прогноз основан на предположении, что текущие уровни цен на основные экспортные товары сохранятся на уровнях близких к средним ценам 2003 года.

Предпосылки модели:

- Цена нефти марки Brent на уровне 28-28,5 \$/баррель или выше
- Цена на никель 10 000 –12 000\$ за тонну
- Чистый приток капитала составит 6-10 млрд. долларов
- Золотовалютные резервы на конец 2004 года достигнут 100-120 млрд. долларов
- Годовая инфляция не превысит 9,5-10%
- Прирост ВВП в 2004 году будет равен 6,5%



Данные Центробанка РФ, оценка Вэб-инвест Банка

При росте золотовалютных резервов в 2004 году до 80-130 млрд. долларов справедливый курс доллар/рубль может составить от 29,64 до 26,32. Как показывает практика, разница между оценочным (справедливым) курсом и реальным рыночным может составлять от 20 копеек до 1 рубля, в зависимости от спекулятивного настроения участников.

## Вставка

### Зачем ЦБ столько долларов?

Накопленная в результате реэкспорта капитала и роста экспортной выручки валюта оседает на счетах ЦБ, и инвестируется в так называемые высоконадежные ценные бумаги. Таким образом, Россия кредитует западные страны, инвестируя в бумаги которые являются надежными только в рамках нескольких десятков лет. Ведь никто не отменял кризисы ни в США ни в странах Европы.

Конечно, наиболее предпочтительным на наш взгляд, было бы использование части «неожиданных накоплений» для инвестиций внутри России, в целях реконструкции инфраструктурных мощностей государственных монополий, того же РАО ЕЭС (это было бы намного более эффективно, чем текущий вариант реструктуризации отрасли) и фундаментальную науку.

И хотя, это бы противоречило, установившимся в 20-м веке экономическим теориям, экономический эффект для России от такого применения золотовалютных резервов был бы намного больше, чем финансирование долгов США и Европы.

К сожалению, в реализацию этого варианта верить не приходится. Хотя так хотелось бы.

Другим вариантом, сбережения средств могло бы стать увеличение доли золота в резервах.

Страны Старого света и сами США почему то настолько не доверяют своим торговым партнерам, насколько это делает Россия. Доля золота в резервах наиболее развитых стран ЕС и США колеблется от 32% в Швейцарии до 58% в США, в то время как в России доля золота составляет всего 7%.

Почему же руководители ЦБ упорно придерживаются политики кредитования западных стран, не политики создания полноценного финансового резерва – основой которого является незаменимое золото?

Мы надеемся, что структура резервов ЦБ РФ изменится в сторону увеличения доли золота, что реально, а не номинально увеличит способность России пережить не только собственные экономические кризисы, но и мировые экономические потрясения вероятность которых не исключена в ближайшие 10-15 лет.

Другим источником стабильности государственных финансов, помимо резервов ЦБ, по мнению правительства должен стать финансовый резерв. Здоровое использование, которого пока стоит под большим вопросом. По словам Беллы Златкис, финансовый резерв может быть направлен только в ценные бумаги зарубежных стран, стран с развитой экономикой, при этом МинФин будет вынужден для рефинансирования задолженности выпускать новые займы, вместо того, чтобы досрочно погашать задолженность. Сейчас власти молча соглашаются с текущим положением дел, но если план по использованию средств из финансового резерва для инвестиций в иностранные ценные бумаги не будет изменен, или в него не будут внесены дополнения о возможности использования резерва для управления госдолгом, организации дополнительных дотаций и субвенций в инфраструктурные отрасли и науку, то можно будет предположить, что наше правительство недостаточно грамотно управляет денежными потоками страны. А это чревато усилением неэффективности денежной политики государства в будущем, когда процентные ставки во всем мире начнут расти.

## Товарный рынок. Валюта как фактор стоимости.

В условиях обесценения основной мировой валюты, 2003 год обозначил тенденцию к изменению правил ценообразования на товарных и финансовых рынках. Не секрет, что цены на большинство товаров и финансовых инструментов в условиях усиления экономических связей, так или иначе, формируются в долларах США (либо напрямую, либо в качестве единой валюты для сопоставления уровня цен на рынках разных стран).

Поэтому, обесценение доллара в тот момент, когда был преодолен некий психологический барьер, привело к тому, что реально базовой валютой становятся евро и йена, в то время как товары и финансовые инструменты продолжают номинироваться или переводиться для сравнения в доллары США.

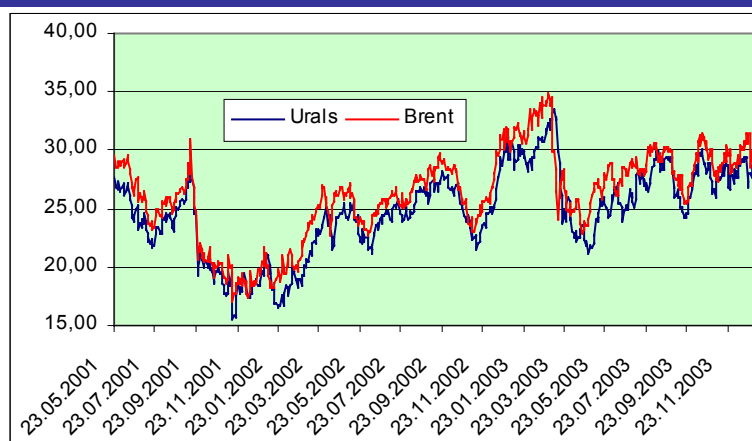
Если до девальвации доллара основными спекулятивными факторами влиявшими на цены товаров и услуг были уровни процентных ставок, спрос на товары, объем производства, уровень запасов нефти и

нефтепродуктов, войны и катаклизмы, то после «критического» ослабления американской валюты и продолжения этой тенденции в течение еще нескольких лет, реальная оценка товаров и финансовых инструментов стала осуществляться в евро (процесс еще только начинает набирать обороты).

Мы полагаем, что курс евро/доллар будет еще долго (2-3 года) оставаться на высоком уровне в диапазоне 1,1-1,5, что будет способствовать сохранению долларовых цен на товарных рынках на уровнях близких к сегодняшним уровням или даже более высоким.

Часть товаров, таких как золото, будет испытывать рост как в напрямую в связи с девальвацией доллара, так и в результате повышенного спроса со стороны центральных банков. В условиях долгосрочной политики слабого доллара, страны будут вынуждены переводить свои средства в более надежные активы т.е. наращивать долю золота в резервах.

## Нефть



Данные Reuters

Ценообразование на нефтяном и газовом (с незначительным лагом) рынках в 2004 году будет осуществляться в условиях действия следующих факторов:

- Рост экспорта иракской нефти. Добыча нефти к концу 2004 года достигнет довоенного уровня 2,8 млн. бар в сутки, Партизанская война и угроза терактов на нефтепроводах будет сдерживать дальнейший прирост добычи нефти.
- Рост мировой экономики и экономики стран ASEAN будет способствовать росту спроса на нефть. Максимальный прирост спроса будет зафиксирован в ЮВА (в первую очередь Китай +4%, Япония +4% и в США +5%).
- Девальвация доллара и проблема выбора расчетной валюты станет определяющей для участников товарного рынка
- Политика ОПЕК будет сведена к удержанию квот на текущем уровне или их сокращению вне зависимости от цен на нефть. США не будут активно влиять на такую политику ОПЕК, поскольку, судя по последним заявлениям представителей ФРС, нынешние высокие цены на нефть соответствуют текущему бизнес-циклу. Так или иначе, доля нефти в ценах товаров и услуг в США не превышает 10% для конечных потребителей. Поскольку в корпоративной среде наметился подъем, основной проблемой для США является стимулирование потребительского сектора, нечувствительного к ценам на нефть и нефтепродукты.
- Рост добычи нефти в странах не входящих в ОПЕК, столкнется с острой проблемой транспортировки нефти (в первую очередь это коснется стран СНГ, на которые в 2003г. пришлось более половины производства нефти в странах, не входящих в ОПЕК)
- Уровень нефтяных резервов в США по-прежнему будет существенным спекулятивным фактором на рынке нефти

**Таким образом, при условии сохранения курса евро в диапазоне 1,15-1,35 и продолжения экономического роста в США и ЮВА, цены на нефть Brent будут колебаться около верхней границы ценового диапазона ОПЕК т.е. 26- 28\$ и выше.**

**В случае дальнейшего обесценения доллара рост долларовых цен нефть будет пропорционален девальвации. Т.е. при росте Евро до 1,35 средняя цена на нефть Brent установится в диапазоне 28-35\$ долларов за баррель.**

**По нашему мнению, среднегодовая цена нефти в 2004 г. превысит цену 2003 года 28,5 \$/бар. Кроме того в течении года будут достигнуты новые ценовые максимумы вплоть до достижения уровня в 40\$/bar.**



## Рыночный прогноз-2004

### Облигации

**- Более дешевые и долгосрочные заимствования в виде евробондов будут ограничивать выпуск рублевых облигаций эмитентов, относящихся к категории «голубых фишек».**

В этом году можно ожидать восстановления интереса иностранных инвесторов к российским активам. Во-первых, этому будет способствовать повышение рейтинга России до инвестиционного уровня еще одним международным рейтинговым агентством. Во-вторых, если давление на олигархов будет ограничено делом Юкоса, то постепенно его негативное влияние на рынок будет уменьшаться, а инвесторы со временем начнут абстрагироваться от новой поступающей информации по данному процессу. Таким образом, это может подстегнуть зарубежных инвесторов к покупке российских активов, в первую очередь еврооблигаций.

**- Возможна постепенная переориентация компаний телекоммуникационного сектора на выпуск еврооблигаций.** На наш взгляд в первой половине 2004 года эмитенты данного сектора воспользуются сложившейся на рынке рублевых облигаций ситуацией для продолжения активного размещения собственных обязательств на внутреннем рынке. Однако не исключено, что ко второй половине года, будет создана почва для возможности масштабного выхода этих компаний и на зарубежные рынки заимствования. Поэтому возможно, что постепенно и эти предприятия будут переориентировать на более выгодное размещение бумаг за рубежом.

**- Снижение налога на выпуск ценных бумаг привлечет на рынок большое количество предприятий второго и третьего эшелона.**

Тенденции второй половины 2003 года найдут свое развитие и в 2004 году. Колебания рынка с определенной периодичностью привлекают на него новых эмитентов, как правило, компаний второго и третьего эшелона. Скорее всего, порядка 70% от этих размещений будут составлять займы объемами менее 1 млрд. рублей и кредитным качеством эмитента чуть ниже среднего, которые будут ориентированы на инвесторов, предпочитающих доходность риску. Структура таких займов также как и сейчас будет наверняка предусматривать краткосрочные оферты – полгода или год, и, в конечном счете, такие бумаги наверняка осядут в портфелях организаторов, а также части консервативных портфелей. Таким образом, говорить о формировании какого-либо ликвидного сегмента по этим бумагам не стоит – эти выпуски будут ориентированы на покупку до погашения, либо как защитные при неустойчивом движении рынка.

Однако остаются еще 30% займов, которые во многом будут удовлетворять условиям включения их в ликвидный второй эшелон. Объем более 1 млрд., большие масштабы деятельности, умеренные кредитные риски, достаточный спред по доходности к ориентирам рынка – эти факторы могут стать предпосылками для организации нормального вторичного обращения. В следующем году, прогнозируя развитие текущей тенденции по изменению распределения долей эшелона в совокупности долгового рынка, можно предположить, что найдется определенный круг и объем бумаг, которые могут создать предпосылки для организации обособленного и ликвидного эшелона облигаций второго уровня.

**Таким образом, в 2004 году можно ожидать:**

- Продолжение тенденции к снижению доли сделок с облигациями высшего эшелона
- Увеличение доли оборота облигаций телекоммуникационного сектора в первом полугодии 2004 года. В дальнейшем - стабилизация на достигнутых уровнях
- Значительный рост объемов операций с долговыми обязательствами второго эшелона.

**Увеличение количества и объема облигаций второго эшелона может привести к:**

- Формированию нового ликвидного сектора облигационных займов
- Созданию или выделению подразделений, специализирующихся на junk bonds в банках и инвестиционных компаниях – как аналитических, так и торговых
- Формирование паевых фондов или схем доверительного управления, подразумевающих ориентацию на инвестирование средств в облигации второго эшелона.

Вложения в федеральные облигации в 2004 году могут принести порядка 6-13%, в зависимости от срочности приобретаемого выпуска. В планах Минфина на 2004 год размещение облигаций общим объемом 291 млрд. рублей, в том числе нетто привлечение составит 141 млрд. рублей против 9 млрд. в 2003 году. Столь значительный объем вновь выпускаемых бумаг при текущей ограниченной ликвидности рынка государственных облигаций вряд ли будет способствовать продолжению резкого снижения доходности по долговым инструментам. Таким образом, вполне возможно 2004 год будет закрываться на уровнях ставок лишь несколько ниже текущих. В итоге доходность вложения в федеральные облигации по итогам года, скорее всего, превысит запланированный уровень инфляции, может оказаться в пределах 11-13% годовых.

Рынок корпоративных и субфедеральных облигаций в 2004 году сохранит тенденцию к волнообразному движению доходности, то есть периоды снижения ставок будут сменять ростом доходности, что предоставит возможности для более активного управления облигационным портфелем. В среднем доходность инвестиций в эти финансовые инструменты по итогам года может оказаться на уровне 13-15% годовых. Таких цифр можно достигнуть либо активным управлением облигациями высшего эшелона, доходность к погашению которых составила по итогам первой половины января порядка 8% годовых, либо консервативными инвестициями в долговые бумаги второго-третьего эшелона с более высоким кредитным риском, но и более прибыльных.

## Акции

### Индекс РТС 740 –840 пунктов

Определяющими факторами на фондовом рынке в 2004 году будут:

- Высокая ликвидность банковской системы, образовавшаяся в результате продажи валютной выручки экспортерами, переводом долларовых накоплений в рубли, а также импорта капитала.
- Присвоение России полного инвестиционного рейтинга агентством Moody's в октябре 2003 года и рублевого инвестиционного рейтинга агентством Standard & Poor's в январе 2004 года, приведет к открытию (увеличению) лимитов на Россию фондами, уставные документы которых требуют от активов наличия инвестиционного рейтинга как минимум от 2х рейтинговых агентств. Приток средств от консервативных западных фондов вызовет вторую волну спроса на российские активы ориентировочно в конце 3-го – начале 4-го квартала 2004 года. Спрос будет направлен в первую очередь в акции госмонополий (Газпрома, холдинга РАО ЕЭС, холдинга Связьинвест) и в акции компаний второго и третьего эшелона – потенциальных претендентов на слияния и поглощения.
- Реформирование монополий и продолжение приватизации государственной собственности:

**Энергетика.** В 2004 году будет продолжена скупка энергетики. Акции РАО ЕЭС и его дочерних энергокомпаний достигнут пика своей стоимости в преддверии этапа окончательного реформирования отрасли.

**Связь.** Интрига вокруг предстоящей приватизации Связьинвеста будет нарастать по мере прояснения деталей приватизационного процесса. До сих пор не определены ни сроки проведения аукциона Связьинвеста, ни размер пакета, предполагаемого к продаже. Крупные российские ФПГ будут продолжать скупку акций телекоммуникационных компаний для себя или под заказ западных инвесторов.

**Газпром.** Газпром до сих пор остается «неразыгранной картой» российского фондового рынка. Вне зависимости от темпов продвижения реформирования газовой отрасли, объединения или не объединения внутреннего и внешнего рынков акций Газпрома, капитализация компании будет расти благодаря внутренней реструктуризации компании, получению Газпромполным контролем над нефтехимическими активами Сибурга, скупке акций со стороны компаний, близких к государству.

Мы полагаем, что 2004 год станет началом новой фазы волны слияний и поглощений. Наибольшее количество сделок M&A придется на предприятия розничной торговли, банки, предприятия пищевой, химической и нефтехимической промышленности. Помимо этих отраслей, взор инвесторов может обратиться на легкую промышленность, которая впервые за несколько лет показала прирост промышленного производства в 2003 году. Активизация сделок M&A отразится на фондовом рынке повышенным спросом на акции второго и третьего эшелонов.

Также мы прогнозируем повышение зависимости российских акций и облигаций от тенденций на мировых рынках. Присвоение инвестиционного рейтинга несет в себе не только положительные стороны, но и увеличивает влияние международного спекулятивного капитала.

Бурные темпы экономического роста на уровне 5,5-7% роста ВВП, реэкспорт капитала, инвестиции западных фондов будут создавать фон 2004 года, но как ни парадоксально, повышенная нестабильность на фондовом рынке будет сохраняться и впредь.

По итогам 2004 года мы ожидаем рост фондового индекса РТС до 740-840 пунктов или на 29-47% с начала года. Прирост индекса произойдет в первую очередь за счет продолжения спроса на акции второго и третьего эшелонов, а также акции Лукойла, Ростелекома и других компаний связи. Год окажется также знаковым для акций Газпрома, которые могут оказаться лучше индекса.

## Наиболее перспективные вложения 2004 года (ликвидные инструменты).

## Нефтегазовая промышленность

	Текущая цена, р.	Инвест. Оценка, р.	Потенциал	Рекомендация
<b>Газпром (внутр)</b>	42.500	70	<b>65%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
<b>Лукойл</b>	720	1140	<b>58%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
<b>Сургутнефтегаз</b>	16.5	12	<b>-27%</b>	<b>ПРОДАВАТЬ</b>
<b>Юкос</b>	309	400	<b>29%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
<b>Сибнефть</b>	2.66	2.1	<b>-21%</b>	<b>ПРОДАВАТЬ</b>
<b>Татнефть</b>	37,6	60	<b>59%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>

## Энергетика

	Текущая цена, р.	Инвест. оценка, р.	Потенциал	Рекомендация
<b>РАО ЕЭС</b>	9.22	13	<b>40%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
<b>Мосэнерго</b>	2,14	2.1	<b>0%</b>	<b>ДЕРЖАТЬ</b>
<b>Ленэнерго</b>	20.37	25	<b>22%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>

## Металлургия

	Текущая цена, р.	Инвест. оценка, р.	Потенциал	Рекомендация
<b>ГМК Норильский никель</b>	2 000	1 300	<b>-35%</b>	<b>ПРОДАВАТЬ</b>
<b>Северсталь</b>	4 018	4 000	<b>0%</b>	<b>ДЕРЖАТЬ</b>

## Машиностроение

	Текущая цена, р.	Инвест. оценка, р.	Потенциал	Рекомендация
<b>АВТОВАЗ</b>	800	1150	<b>44%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
<b>ОМЗ</b>	272.6	400	<b>47%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>

## Банки

	Текущая цена, р.	Инвест. оценка, р.	Потенциал	Рекомендация
<b>Сбербанк</b>	8500	12000	<b>41%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
<b>Уралсиб</b>	3.15	5.74	<b>82%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>

## Телекоммуникации

	Текущая цена, р.	Инвест. оценка, р.	Потенциал	Рекомендация
<b>СЗТ</b>	16.5	28.5600	<b>73%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
<b>Уралсвязьинформ</b>	1.2	0.8000	<b>-33%</b>	<b>ПРОДАЖА</b>
<b>Ленсвязь</b>	10	13.0000	<b>30%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
<b>Центртелеком</b>	10.2	14.0000	<b>37%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
<b>СибирьТелеком</b>	1.34	1.7000	<b>27%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
<b>Дальсвязь</b>	36.44	60.2700	<b>65%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
<b>ВолгаТелеком</b>	96.1	100.0000	<b>4%</b>	<b>ДЕРЖАТЬ</b>
<b>ЮТК</b>	3.35	5.0000	<b>49%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
<b>Ростелеком</b>	66	90.0000	<b>36%</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>

## Нефтяные компании

2003 год оказался на удивление удачным для нефтяной отрасли. Среднегодовая цена на нефтяную смесь Brent составила 28,5 долларов за баррель. В 2003 году объемы добычи нефти увеличились на 11% до 407 млн. тонн (без учета газового конденсата).

По предварительным данным компании-лидеры отрасли располагались по уровню добычи 2003г. в следующем порядке:

Лукойл (81,5 млн. тонн) +4,04%

Юкос (80,5 млн. тонн) +16%

Сургутнефтегаз (54,2 млн. тонн) +9,79%

Сибнефть (31,37 млн. тонн) +19,23%  
Татнефть (24,67 млн. тонн) + 0,23%

Мы полагаем, что в 2004 году темпы роста добычи существенно сократятся. По России в целом мы ожидаем снижения темпов роста до 7-7,5%. Снижение темпов прироста добычи произойдет у Юкоса и Сибнефти, при этом увеличение темпов прироста добычи нефти ожидается у Лукойла.

**Газпром** – одна из немногих российских компаний, потенциал которой не учтен в ее капитализации.

Менеджменту Газпрома удалось справиться с проблемой «возврата активов». Полностью возвращен в лоно Газпрома нефтехимический концерн «Сибур» и связанные с ним предприятия, на долю которых приходится около 70% российского рынка нефтехимии. Кроме того, Газпром смог упрочить позиции в ближнем зарубежье. Компании удалось более чем на 1 млрд. долларов снизить производственные и транзакционные издержки. По итогам 2003 года прибыль компании может составить 5,5 млрд. долларов. Мы считаем, что 2004 год будет не менее успешным для компании. Цены на природный газ, также как и на нефть будут оставаться на высоком уровне. Работа по снижению издержек будет продолжена.

Риском для компании является наращивание долга для финансирования инвестиционной программы. Мы надеемся, что Газпром сможет сократить дебиторскую задолженность, а займы на рынках капитала будут направлены только на реструктуризацию текущей задолженности, а не на ее увеличение.

Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** внутренние акции Газпрома. Расчетная цена - **70 рублей**

### Лукойл

Лукойл – крупнейшая в России нефтяная компания. Объем выручки по итогам 2003 года - более 21 млрд. долларов. Прибыль - 4 млрд. долларов. Компания является одной из наиболее стабильных в отрасли. Политические риски компании гораздо ниже, чем у его «конкурента» Юкоса. При этом акции Лукойла торгуются на 22% ниже в среднем по отрасли, и на целых 50% ниже текущих котировок Юкоса (сравнение проводилось на основе сводного мультипликатора, учитывающего объемы добычи, прибыль, выручку, капитализацию компаний сектора).

Дисбаланс акций Лукойла к компаниям нефтяного сектора связан с большой долей акций, находящихся в свободном обращении (55%). В предыдущие годы, при низкокапитализированном рынке большой фри-флоат оказывал негативную роль на динамику котировок Лукойла. Возросшая капитализация рынка и появление на рынке все более крупных инвесторов, на фоне уменьшения фри-флоата наиболее популярного на рынке эмитента - РАО ЕЭС, ставит акции Лукойла в привилегированное положение по сравнению с другими «голубыми фишками».

Наша рекомендация по акциям Лукойла - **ПОКУПАТЬ**. Расчетная цена **1140 рублей**.

### Юкос

Производственные и финансовые показатели компании как обычно на высоте. Выручка по итогам 2003 г. может превысить 16 млрд. долларов, а прибыль составить 4 млрд. долларов. Прирост добычи в 2003 году составил 16% (второе место среди лидеров рынка после Сибнефти). Самый главный вопрос, влияющий на стоимость компании – политический. Разойдутся ли Юкос и Сибнефть? Выпустят ли акционеров Юкоса на свободу? Состоится ли продажа ЮкосСибнефть западным акционерам? На эти вопросы сейчас нет ответа, но есть очень высокая вероятность, что ответ появится в течение 2004 года.

Мы знаем одно, а именно то, что Юкос одна из наиболее динамичных и эффективных компаний в отрасли, справедливая стоимость акций которой составляет 400 рублей (14 долларов США).

Мы понимаем, что наличие негатива может спровоцировать сброс акций Юкоса в случае появления отрицательной информации об акционерах и их взаимоотношениях с властью, но потенциал падения по нашему мнению не превышает 8-10% (от цены 310 рублей), при этом потенциал роста составляет около 30% в течение 12 месяцев.

Рекомендация - **ПОКУПАТЬ**.

### Сургутнефтегаз

Несмотря на стабильно высокие финансовые и производственные показатели Сургутнефтегаза и прирост его запасов за счет лицензии на освоение месторождения Талакан, мы считаем акции компании фундаментально переоцененными как к российским, так и к международным аналогам и рекомендуем их **ПРОДАВАТЬ**.

## Телекоммуникации

Телекоммуникации остаются еще одной отраслью, полностью не показавшей своей внутренней стоимости. Основная идея 2004 года будет связана с подготовкой приватизации Связьинвеста и/или различных вариантов его продажи. В 2004 году продолжится скупка региональных телекомов и Ростелекома российскими ФПГ для себя и на заказ.

Одной из возможных вариантов приватизации будет не продажа 25 или 75 процентов акций Связьинвеста, а продажа пакетов региональных телекомов принадлежащих Связьинвесту по отдельности. В этом случае государство сможет получить максимальную стоимость за свои активы.

## Энергетика

Реформа энергетики набирает обороты. Основные законы, призванные послужить основой конкурентного рынка электроэнергии, уже приняты. Дело остается за малым – точно определить структуры ОГК и ТГК, а также способ их формирования. Основной вопрос первой половины 2004 года: как будут образованы ОГК и ТГК? Будут ли проводиться конкурсы или аукционы? Платежным средством будут выступать на них акции РАО ЕЭС или деньги? А если и то, и другое, то в какой пропорции?

Мы считаем, что основная «игра» в энергетической отрасли уже сделана. Дальнейший рост региональных компаний уже будет изменяться не на сотни, а на десятки процентов. В этих условиях, привлекательность региональной энергетики как отрасли интересной биржевому спекулятивному капиталу будет сходиться на нет. При этом акции материнской, холдинговой компании – РАО ЕЭС будут по-прежнему в цене. Вероятность использования акций РАО ЕЭС в качестве платежного средства на аукционах очень высока.

### РАО ЕЭС

Мы по-прежнему высоко оцениваем привлекательность акций РАО ЕЭС. По нашему мнению, справедливая стоимость акции энергокомпании должна составлять не менее 13 рублей или \$0,45 долларов (см. обзор за апрель 2003 года). Мы также считаем, что скупка акций на заемные средства продолжится. По нашим оценкам, первый этап скупки был завершен в ноябре 2003 года, и тогда же начался второй, окончание которого мы увидим к концу весны - началу лета 2004 года. Рекомендация **ПОКУПАТЬ**

## Металлургия

### Северсталь

Мы считаем, что рост выручки и прибыли Северстали за счет роста цен и увеличения доли на внутреннем рынке себя исчерпал, важнейшей задачей для компании в 2004 году будут сокращение затрат и экспансия на зарубежные рынки. Рекомендация **ДЕРЖАТЬ**. Справедливая цена 140 долларов (4 000 рублей)

### Норильский Никель

2003 год оказался крайне позитивным для Норильского Никеля. Цены на продукцию ГМК росли как на дрожжах, увеличившись более чем на 60%. 2003 год оказался также ударным по приобретению активов. Одобрена сделка по поглощению американского производителя платиноидов компании Stillwater, куплены месторождения золота в России.

Выручка компании в 2003 году по предварительным оценкам составила 5,5 млрд. долларов. В 2004 году мы ожидаем роста выручки компании до 6 млрд. долларов. Несмотря на это, мы считаем текущую капитализацию Норильского Никеля (14 млрд. долларов) завышенной в 2 раза.

Текущая переоценка акций Норильского Никеля во многом связана с выпуском ADR компании объемом до 40% уставного капитала. Пользуясь удачной ценовой конъюнктурой, текущие собственники Норильского Никеля, вероятно, смогут продать пакет акций по высоким ценам, после чего, можно будет ожидать достаточно скорого (в течение 1-3х месяцев после реализации пакета ADR) падения цены. Рекомендация **ПРОДАВАТЬ**. Справедливая цена акции 45 долларов (1300 рублей).

Аналитический обзор подготовили:

- Михаил Зак, аналитик ЗАО «Вэб-инвест Банк»
- Владимир Малиновский, аналитик ЗАО «Вэб-инвест Банк»
- Юлия Новикова, аналитик ЗАО «Вэб-инвест Банк»