

Информационный бюллетень № 88 3 – 7 февраля 2003 г.

Индекс РТС: 353.5 (▲ 2.3%) Объем торгов за неделю, млн. долл: 68.8 (+6.4) Рубль/доллар: 31.84 (▲ 0.06%)

Паевые фонды группы «ЛУКОЙЛ Фонд»

Фонды		ЛУКОЙЛ Фонд Первый	ЛУКОЙЛ Фонд Второй	ЛУКОЙЛ Фонд Третий	ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный	ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный
Стоимость пая на 07.02.03, руб.		1918,78	1974,27	2087,13	1614,39	1333,27
Изменение за период (в %)	Последняя неделя	2,52%	2,56%	2,52%	0,57%	0,54%
	Последний месяц	5,85%	5,86%	6,03%	0,80%	2,43%
	Последние 3 месяца	9,44%	9,39%	9,41%	7,95%	10,70%
	Последние 6 месяцев	21,42%	21,15%	22,60%	9,03%	16,85%
	Последние 12 месяцев	31,54%	32,33%	36,80%	43,49%	26,74%

Россия – конъюнктура недели

Рынок акций

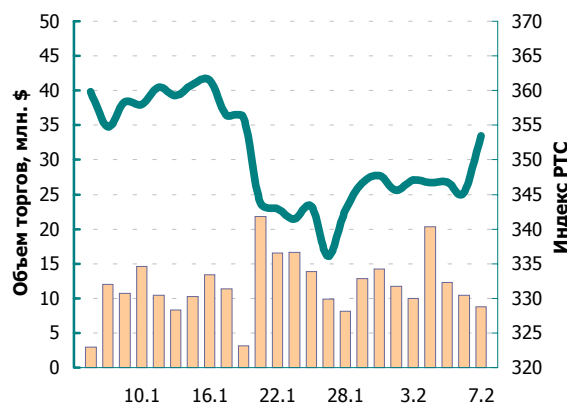
С приближением реальных военных действий в Ираке постепенно уходит неопределённость, довлеющая над рынком уже несколько месяцев. Это помогает возвращению средств из золота, облигаций и прочих «защитных» активов в акции. Успешное завершение военной операции также должно развеять страхи по поводу обвала цен на нефть, что вновь привлечёт внимание инвесторов к акциям соответствующей отрасли.

Непосредственным поводом для перелома в настроениях инвесторов стало появление слухов о покупке международным нефтяным гигантом BP доли в Тюменской нефтяной компании. Кроме того, в пятницу Министерство энергетики США в очередной раз повысило прогнозы спроса и цен на нефть на 2003 год. Под влиянием этих факторов акции нефтяных компаний перехватили лидерство по темпам роста в конце недели. До этого наиболее популярной темой на рынке была скупка региональных энергетических компаний, после обсуждения новых поправок в закон о реформе энергетики и выхода нескольких аналитических отчётов с хвалебными оценками в адрес АО-энерго.

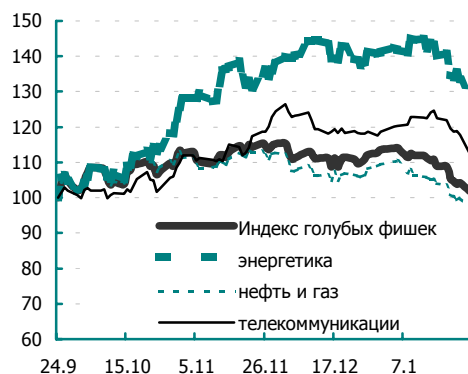
После появления информации об аккумуляции группами МДМ и Базовый элемент пакетов, достаточных для выдвижения своих кандидатур в совет директоров РАО ЕЭС, и наличии у них намерения активно влиять на процесс реформирования российского энергетического сектора, ни одно существенное движение котировок компаний сектора не обходится без слухов об "интересе российских олигархов". Мы считаем, что помимо интереса стратегических инвесторов, последний виток роста котировок акций региональной энергетики в существенной мере обусловлен и спекулятивной составляющей. На прошлой неделе существенный прирост показали акции сразу нескольких региональных энергокомпаний. Стратегическим инвесторам, мотивируемым необходимостью обеспечения надежности и дешевизны снабжения электроэнергией своих производственных предприятий, вряд ли целесообразно расплывать ресурсы на несколько объектов. Маловероятно и то, что сразу несколько промышленных холдингов одновременно бросилось скупать акции региональных энергосистем. Акции региональных энергокомпаний вышли в лидеры прироста стоимости с начала года не в последнюю очередь благодаря тому, что тема энергетики начала захватывать умы участников рынка. Слухи об интересе и реальные покупки стратегических инвесторов выступили тем катализатором, который необходим для появления и укрепления спекулятивного интереса

Рыночные индикаторы

Динамика индекса РТС за последний месяц



Динамика отраслевых фондовых индексов



появления и укрепления спекулятивного интереса.

Нас приятно удивила степень соответствия между прогнозами, сгенерированными нашей модели оценки сравнительной инвестиционной привлекательности компании и предварительными финансовыми результатами по стандартам US GAAP, опубликованными компанией Сибнефть на прошлой неделе. Показатель общей выручки был оценен нами с отклонением в -1,5%, отклонение показателя прибыли до вычета налогов, процентных платежей и амортизационных отчислений (EBITDA) составило +0,5%, показателя чистой прибыли +2,0%. Чистая прибыль компании оказалась немного ниже наших прогнозов из-за того, что компании не удалось так же эффективно производить оптимизацию платежей по налогу на прибыль, как это ей удавалось делать в 2001 г. Согласно разъяснениям руководства, эффективная ставка налогообложения выросла в 2002 г. с 9% до 14%. Мы же рассчитывали, что эффективная ставка составит 12,6%. Следующей ожидаемой публикацией, способной существенно повлиять на нашу оценку компании, является информация о том, как будут разделены активы компании Славнефть между Сибнефтью и ТНК.

Постепенное снижение неопределённости вокруг Ирака и повышение прогнозов по уровню нефтяных цен будут способствовать сохранению повышательного тренда на рынке российских акций. При этом концентрация спроса может по-прежнему смещаться от энергетики и металлургии к акциям нефтяных компаний.

Портфели акций под управлением ФК «НИКойл» остаются полностью инвестированными (там, где допускает декларация, даже с умеренным «плечом»). Доли компаний региональной энергетики и металлургии сохраняются относительно высокими. Возможно, в течение ближайшей недели часть этих средств будет реинвестирована в акции нефтяных компаний.

Рынок внутренних долговых обязательств

Огромным сюрпризом для большинства инвесторов стало необычайно резкое снижение процентных ставок по «длинным» гособязательствам. Доходность самого длинного в истории 9-летнего выпуска ОФЗ упала с 12,9% при размещении в среду до 11,9% на закрытие торгов в пятницу. Ставки по годовым госбумагам вплотную приблизились к 10%. Котировки муниципальных и корпоративных облигаций и векселей оперативно реагировали на появление новых ориентиров по доходности. Рост котировок охватил практически весь спектр эмитентов, больше десятка выпусков подорожали за неделю как минимум на один процентный пункт. Особенно выделялись облигации «Газпрома», прибавившие в цене 2,2% и выглядящие уже перекупленными на уровне доходности 13,4% на 2 года. Относительно слабые результаты показали обязательства АК «АЛРОСА» (от +0,2 до -1,1 п.п.). Это может быть связано с очередными перестановками в руководстве компании и планами правительства по реорганизации системы экспорта алмазов. Тем не менее, при текущих уровнях доходности от 16,8% до 18,4% по разным выпускам облигации алмазодобывающей компании являются наиболее недооценёнными из ликвидных корпоративных обязательств.

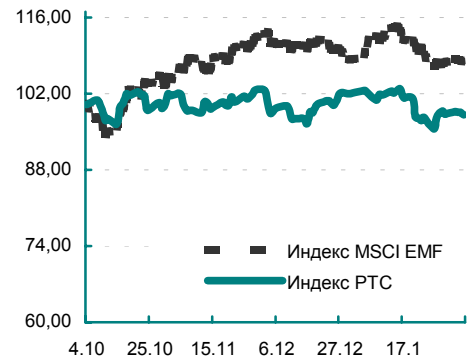
Объём свободных рублёвых средств остаётся большим, политика Банка России направлена на минимизацию проблем с денежной ликвидностью, а приток экспортной выручки не подаёт признаков к ослаблению. Эти факторы способствуют продолжению умеренного роста в сегменте внутреннего долга, несмотря на то, что ставки по государственным обязательствам уже упали заметно ниже уровня инфляции. Потенциал корпоративных облигаций представляется наиболее существенным, учитывая размер премии по их доходности относительно ОФЗ, достигающий семи процентных пунктов.

Портфели внутреннего долга, управляемые ФК НИКойл, также оставались полностью инвестированными, с повышенной долей недооценённых обязательств 2-го эшелона, таких как Волжский трубный завод, ПИК, Иркут и ГТ ТЭЦ Энерго.

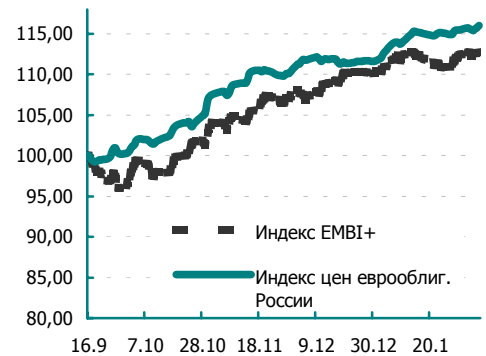
Рынок внешних долговых обязательств

Котировки наиболее «длинных» суверенных облигаций, наконец, переросли верхний уровень диапазона 81-82 пункта, в котором они были заперты уже более двух недель. Постепенный возврат интереса к рискованным активам и признаки улучшений в экономике Бразилии способствуют умеренному ускорению роста российских еврооблигаций. Тем не

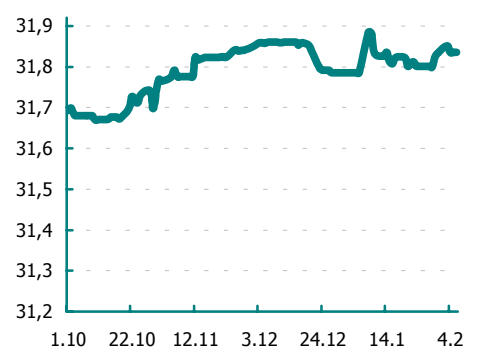
Темпы роста российского фондового рынка и индекса фондовых рынков развивающихся стран



Динамика индексов российских еврооблигаций и еврооблигаций развивающихся стран



Курс рубль/доллар (ЦБ)



менее, потенциал прибыльности вложений в суверенные обязательства уже представляется сомнительным. Премия по доходности внешних долгов РФ к обязательствам Мексики ненамного превышает 50 базисных пунктов, вместо нормального значения в 100 пунктов для эмитентов, кредитные рейтинги которых отличаются на две ступени. Отдельные корпоративные еврооблигации (ММК, Сибнефть, Газпром, ТНК) всё ещё торгуются с премией в 300 и более пунктов к суверенным долгам по доходности к погашению. Вероятное сокращение этой премии до уровня 150-200 пунктов, отмеченного весной 2002 года, обуславливает более высокий потенциал корпоративных евробондов.

В начале недели портфельные менеджеры ФК НИКойл несколько увеличили длинную позицию в наиболее долгосрочных суверенных еврооблигациях. Тем не менее, она по-прежнему не превышает 50% портфеля. Так же, как и на предыдущей неделе, продолжалось постепенное увеличение доли корпоративных обязательств. В этой связи, существенная часть средств может быть зарезервирована под размещение нового выпуска 10-летних еврооблигаций «Газпрома», которые обещают стать новым эталоном рынка.

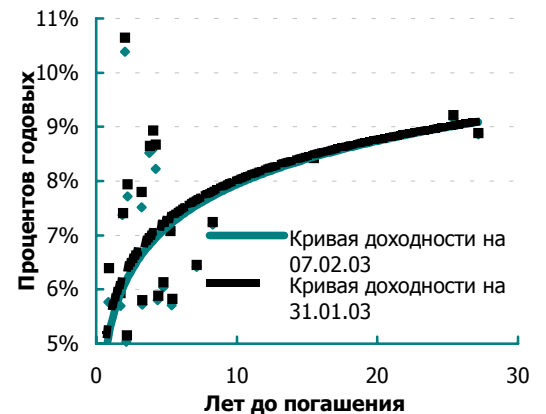
Экономический фон

На состоявшемся 6 февраля заседании правительства РФ был рассмотрен вопрос об основных направлениях налоговой реформы на период 2003-2005 гг. В ходе последних правительственных обсуждений налоговой реформы четко прослеживалось две линии, основной точкой расхождения которых является масштаб предлагаемого сокращения налогового бремени. Проводником более осторожного подхода к снижению налоговых ставок является министерство финансов, тогда как министерство экономического развития и торговли (МЭРТ) придерживается более либеральной позиции.

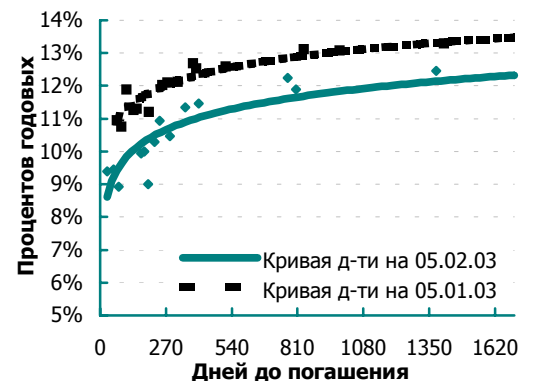
Большинство экспертов склоняется к тому, что принятые правительством решения в целом были ближе духу предложений, подготовленных Минфином. В то же время, результаты многих исследований свидетельствуют о том, что эффективность использования ресурсов, изъятых из экономики госсектором, проигрывает частному сектору даже в странах, где уровень коррупции существенно ниже по сравнению с российским. Таким образом, возможно, слишком осторожный подход Минфина может оказаться не слишком продуктивным для российской экономики. Тем не менее, еще рано обоснованно хвалить или ругать формирующуюся программу налоговых реформ. Решение о конкретных ее параметрах будет принято не ранее конца февраля, когда появится оценка влияния предлагаемых изменений на бюджетную сферу и экономику в целом.

Все остальные принятые решения и высказанные суждения мы оцениваем положительно. Провозглашенные принципы налоговой реформы выглядят вполне состоятельно. В частности, председатель правительства М. Касьянов специально отметил, что в будущем принципы формирования федерального бюджета будут ориентироваться не на выплаты по долгам, а на стимулирование экономического развития. Однако приходится констатировать, что над российской нефтяной отраслью все сильнее и нависает тень под названием "национальный интерес". Первым в списке утвержденных принципов налоговой реформы является снижение налоговой нагрузки на обрабатывающие сектора экономики и малый бизнес за счет увеличения изъятий из ресурсных отраслей.

Кривая доходности внешних долговых обязательств РФ и российских компаний



Кривая доходности ГКО-ОФЗ



Российские макроэкономические индикаторы

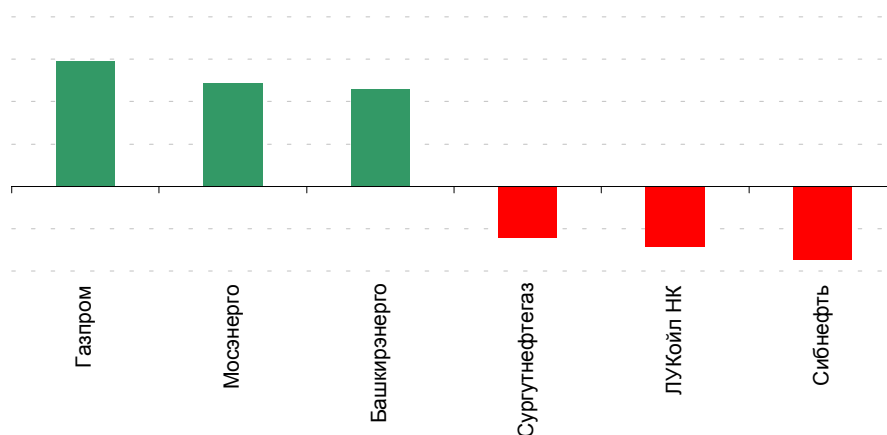
Индикатор	Значение	Период
ВВП России, %, изм. к соотв. периоду прошлого года	4,3	2002 г. (предварительные данные ГКС)
Уровень пром. пр-ва, % к соотв. периоду прошлого года	3,9	2002 г.
Уровень инфляции, %	15,1	2002 г.
Сальдо торг. Баланса, млрд. долл.	41,8	2002 г.
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	49,3	по состоянию на 31.01.03
Первичный бюджетный баланс, % ВВП	3,5	2002 г. (данные о финансировании)
Бюджетный баланс, % ВВП	1,4	2002 г. (данные о финансировании)

Анализ результатов за неделю

	Значение на 07.02.2003, \$	Значение на 31.01.2003, \$	Изменение, %
Индекс РТС (закрытие)	353,46	345,24	2,38%
Стоимость совокупного портфеля фондов ЛФ-1, ЛФ-2, ЛФ-3, \$ млн.	194,20	191,20	1,57%

Инструменты, обеспечившие наибольший положительный вклад в результат совокупного портфеля фондов ЛУКОЙЛ Фонд Первый, ЛУКОЙЛ Фонд Второй, ЛУКОЙЛ Фонд Третий (в порядке убывания степени влияния на результат)

Эмитент	Рыночная цена 07.02.2003, \$	Рыночная цена 31.01.2003, \$	Изменение, %	Капитализация, \$ млн. (на конец недели)
Газпром	0,7539	0,7170	5,15%	19 367
Мосэнерго	0,0380	0,0342	11,11%	1 060
Башкирэнерго	0,1680	0,1425	17,89%	191



Инструменты, обеспечившие наибольший отрицательный вклад в результат совокупного портфеля фондов ЛУКОЙЛ Фонд Первый, ЛУКОЙЛ Фонд Второй, ЛУКОЙЛ Фонд Третий (в порядке убывания степени влияния на результат)

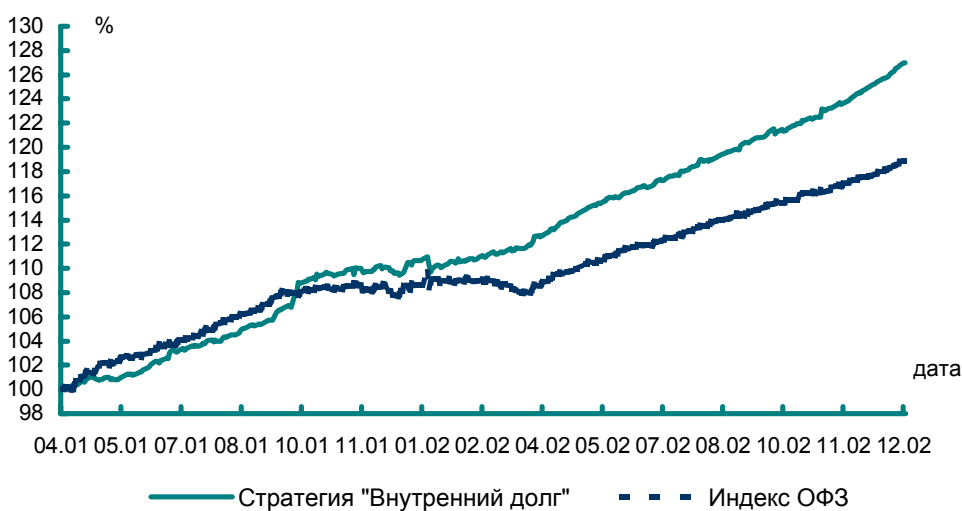
Эмитент	Рыночная цена 07.02.2003, \$	Рыночная цена 31.01.2003, \$	Изменение, %	Капитализация, \$ млн. (на конец недели)
Сибнефть	1,8200	1,9350	-5,94%	9 151
ЛУКОЙЛ НК	13,80	14,48	-4,70%	12 070
Сургутнефтегаз	0,2877	0,3030	-5,05%	7 162

Доверительное управление активами - результаты

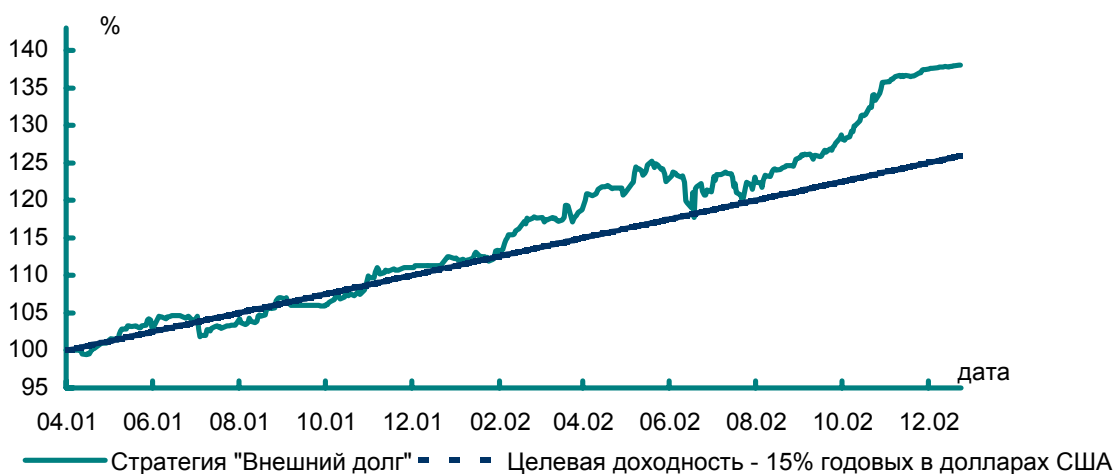
Стратегия «Управляющий»



Стратегия «Внутренний долг»



Стратегия «Внешний долг»

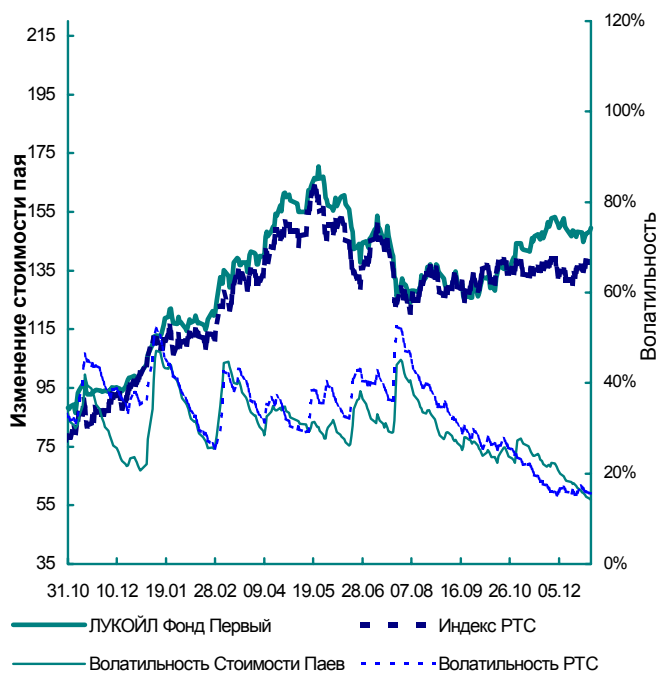


Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Первый

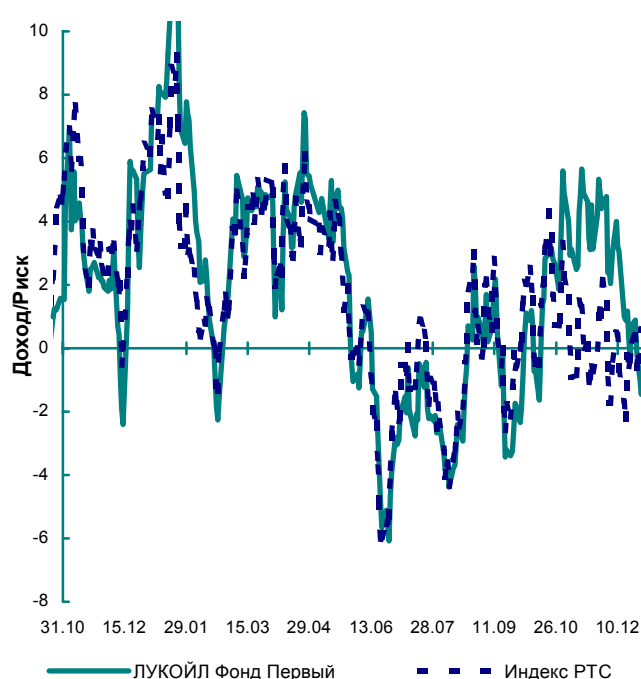
Анализ эффективности управления

Период	Доходность за период в долларах США, %		Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)		Волатильность за период (% годовых)		Коэффициент Шарпа		Коэффициенты	
	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Бета	Альфа
Посл. 12 месяцев	45,1%	34,1%	37,6%	29,6%	33,0%	35,8%	1,377	0,961	0,640	0,0008
Посл. 6 месяцев	4,0%	0,8%	7,8%	1,5%	31,9%	31,7%	0,251	0,049	0,656	0,0003
Посл. 3 месяца	17,5%	5,1%	65,4%	19,8%	24,4%	21,9%	2,872	0,933	0,690	0,0019
Посл. месяц	-1,5%	1,9%	-18,6%	24,9%	20,7%	21,0%	-0,912	1,202	0,302	-0,0011

Результаты управления



Соотношение риска и дохода



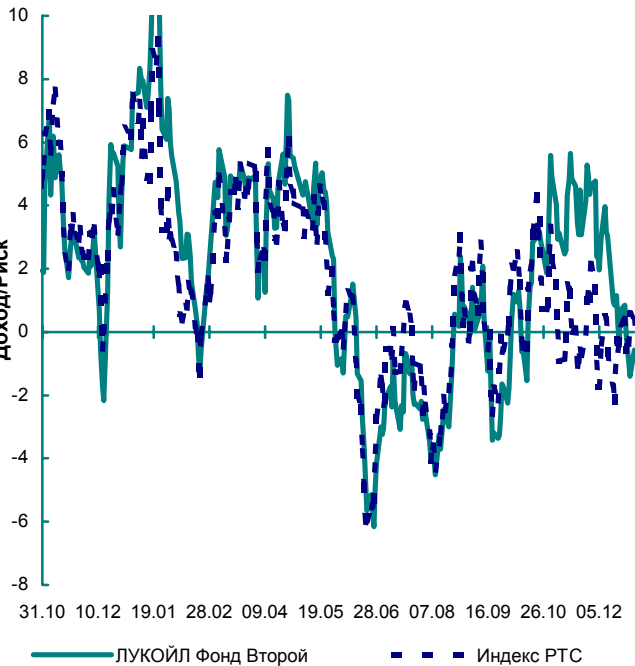
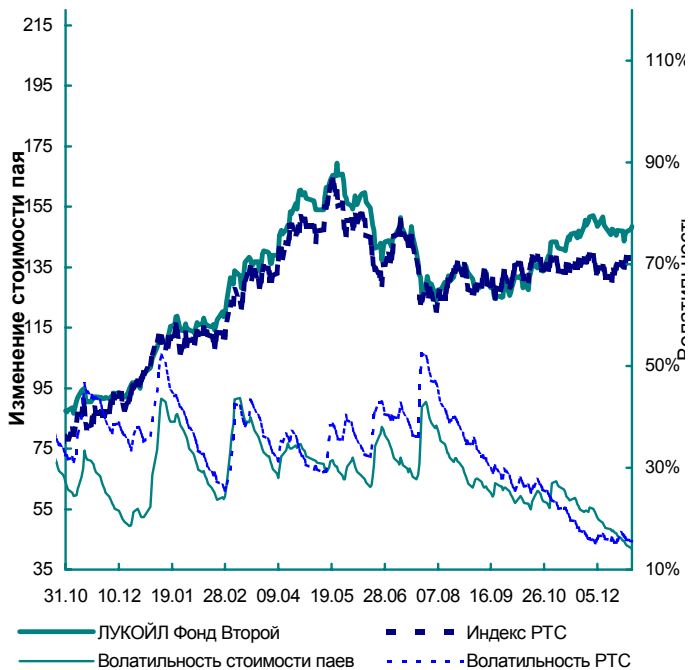
Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Второй

Анализ эффективности управления

Период	Доходность за период в долларах США, %		Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)		Волатильность за период (% годовых)		Коэффициент Шарпа		Коэффициенты	
	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Бета	Альфа
Посл. 12 месяцев	46,0%	34,1%	38,2%	29,6%	32,2%	35,8%	1,440	0,961	0,605	0,0008
Посл. 6 месяцев	4,1%	0,8%	8,0%	1,5%	31,0%	31,7%	0,266	0,049	0,588	0,0003
Посл. 3 месяца	17,4%	5,1%	65,0%	19,8%	24,4%	21,9%	2,858	0,933	0,690	0,0019
Посл. месяц	-1,4%	1,9%	-18,0%	24,9%	21,0%	21,0%	-0,868	1,202	0,312	-0,0011

Результаты управления

Соотношение риска и дохода



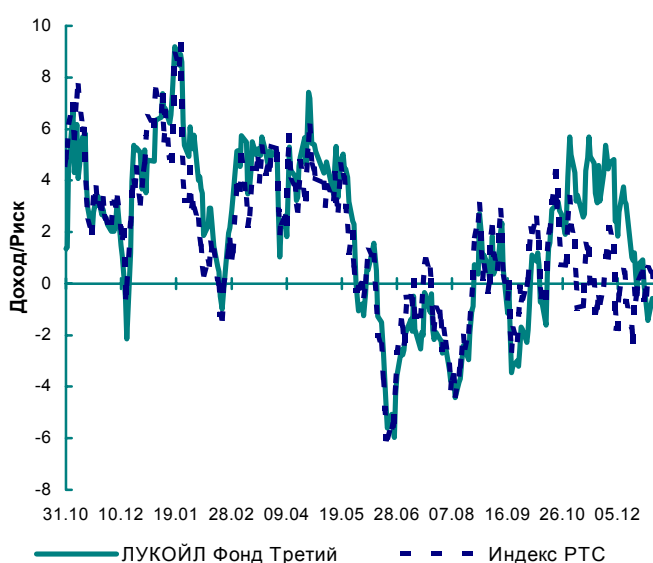
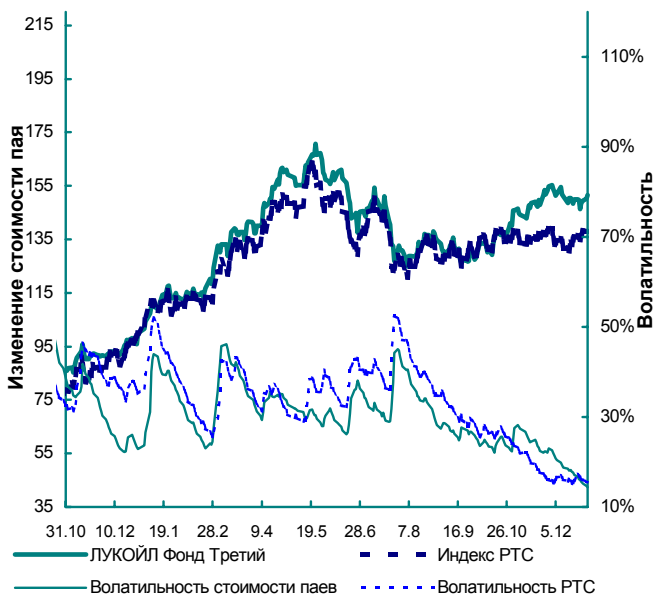
Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Третий

Анализ эффективности управления

Период	Доходность за период в долларах США, %		Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)		Волатильность за период (в % годовых)		Коэффициент Шарпа	Коэффициенты		
	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)		Бета	Альфа	
Посл. 12 месяцев	49,3%	34,1%	40,6%	29,6%	33,0%	35,8%	1,506	0,961	0,630	0,0009
Посл. 6 месяцев	4,9%	0,8%	9,6%	1,5%	31,7%	31,7%	0,313	0,049	0,653	0,0004
Посл. 3 месяца	18,1%	5,1%	67,5%	19,8%	24,7%	21,9%	2,932	0,933	0,697	0,0020
Посл. месяц	-1,4%	1,9%	-18,0%	24,9%	21,1%	21,0%	-0,863	1,202	0,302	-0,0011

Результаты управления

Соотношение риска и дохода



Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный

Результаты управления

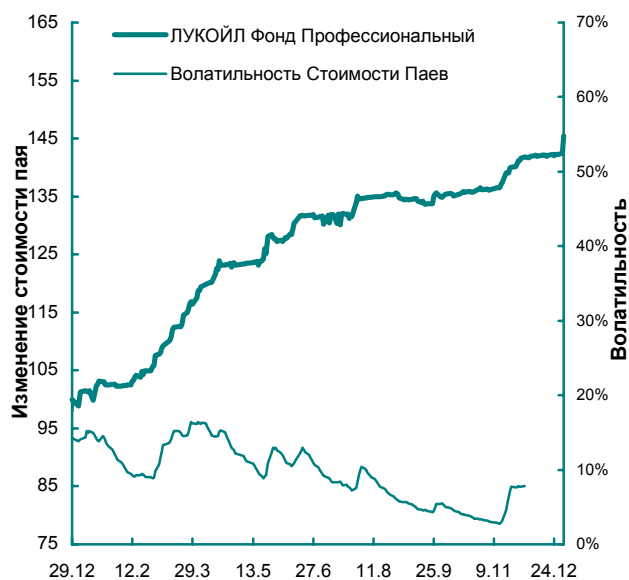
Период	Доходность за период, %	Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)	Волатильность за период (% годовых)
Последние 12 месяцев	45,5%	37,6%	10,1%
Посл. 6 месяцев	10,8%	20,2%	8,4%
Посл. 3 месяца	7,7%	30,0%	6,3%
Посл. месяц	2,8%	32,1%	8,5%

Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный

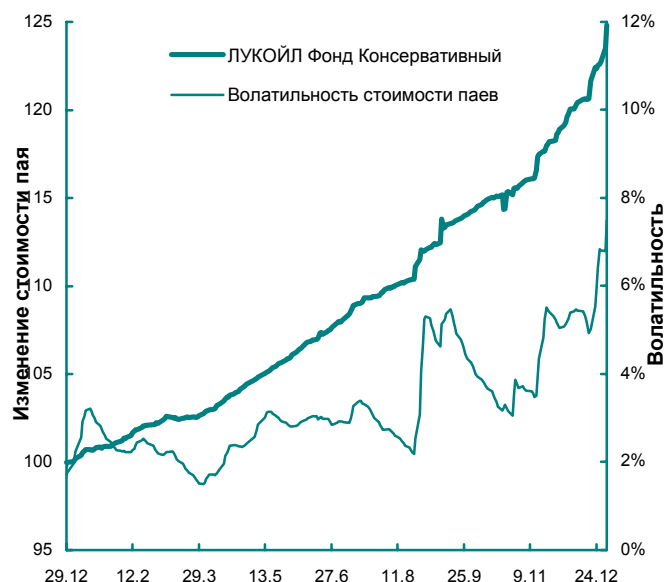
Результаты управления

Период	Доходность за период, %	Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)	Волатильность за период (% годовых)
Последние 12 месяцев	24,8%	22,1%	3,2%
Посл. 6 месяцев	15,9%	29,2%	5,5%
Посл. 3 месяца	9,2%	35,7%	4,8%
Посл. месяц	5,0%	57,8%	5,5%

Результаты управления – ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный



Результаты управления – ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный



Используемые термины и сокращения:

Для анализа результатов управления рассматривался **агрегированный портфель**, объединяющий все средства, переданные в управление при анализе результатов доверительного управления, и стоимость пая при анализе результатов управления паевыми фондами.

Индекс стоимости агрегированного портфеля (ИСАП) отражает изменение стоимости портфелей всех клиентов, переданных в доверительное управление. Индекс позволяет оценить изменение стоимости портфеля с учетом довнесений и выводов средств инвесторами. Изменение индекса за период времени пропорционально изменению стоимости средств, переданных в доверительное управление.

ИСАП строится на основе оценки **текущей стоимости активов** под управлением. Полученные дивиденды и купонный доход также отражается в оценке рыночной стоимости активов, при этом предполагается, что полученный доход реинвестируется. Операционные издержки, связанные с управлением активами, вычитаются из текущей стоимости активов.

При построении индекса учитывается эффект дополнительного внесения/отвлечения денежных средств, при этом применяется метод **взвешенной во времени доходности (time-weighted rate of return)**.

Доходность за период – доходность соответствующего показателя за рассматриваемый период.

Эффективная ставка доходности с базовым периодом (месяц) в процентах годовых используется для сравнения доходности вложений различной срочности. Она рассчитывается в процентах годовых и позволяет сравнивать доходность различных инструментов. Очевидно, что чем больше эффективная ставка доходности, тем лучше. Эффективная ставка доходности представляет собой ставку сложных процентов, которые позволили бы инвестору получить ту же доходность, что и управляемый портфель.

Волатильность (риск) отражает степень нестабильности (разброса) результатов управления. Так, если стоимость средств под управлением не претерпевает «резких» скачков, можно говорить о низкой волатильности. Чем меньше показатель волатильности, тем меньше риск стратегии и, соответственно, тем больше мастерство управляющего. Математически волатильность рассчитывается как стандартное отклонение (разброс) изменения стоимости соответствующего актива. Волатильность обычно выражается в процентах годовых.

Коэффициент Шарпа отражает соотношение доходности и риска управления ресурсами. Чем больше коэффициент Шарпа, тем лучше. Математически коэффициент Шарпа равен отношению разницы между реальной доходностью управления и безрисковой доходностью (10% годовых в валюте) к риску управления (волатильности) портфеля за рассматриваемый период.

Коэффициенты α и β указывают, насколько изменение стоимости агрегированного портфеля связано с динамикой рынка (величина коэффициента β), и насколько велик вклад менеджера, управляющего портфелем (коэффициент α). Если α положительна, то инвестиционный менеджер получил более высокие, по сравнению с рынком в целом, результаты.

Методы расчета приведенных выше показателей соответствуют современным требованиям представления результатов инвестирования (стандарты Association for Investment Management and Research). Полные формулы расчета могут быть представлены по запросу.

Пояснения к таблицам и графикам, приведенным в тексте

Таблица «Результаты управления»

Доходность за период – изменение долларовой стоимости рассматриваемого актива за период.

Эффективная ставка доходности (в долларах, процентах годовых) – рассчитана для базового месячного периода.

Волатильность – средняя месячная волатильность ежедневных колебаний цен актива в течение рассматриваемого периода.

На графиках **«Результаты управления активами за период»** представлены изменения ИСАП (индекса стоимости пая); оценки волатильности (разброса) изменения индексов на каждый день расчетного периода. Мы использовали метод экспоненциального сглаживания для большей наглядности результатов.

На графике **«Отношение доходности и риска»** представлены отношение доходности вложения в актив по итогам месяца к средней волатильности цен актива в анализируемом месяце. Показатели рассчитаны для каждого дня (rolling series).



Россия, 119048, Москва, ул. Ефремова, 8

Тел./факс: 7 (095) 705 90 58

E-mail: nikoil_m@nikoil.ru

www.management.nikoil.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать offerты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, «НИКОЙЛ» не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни «НИКОЙЛ», ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ЗАО «Управляющая компания НИКОЙЛ», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © НИКОЙЛ 2001