



Сибнефть

Результаты 2003 по US GAAP

Сибнефть представила свои финансовые результаты, которые в целом оказались на уровне ожиданий, благодаря росту объемов добычи на 19% и цен на нефть на 15%:

- ▶ Выручка компании увеличилась на 40% и достигла \$6,72 млрд.
- ▶ EBITDA Сибнефти выросла на 30% до \$2,34 млрд.
- ▶ Чистая прибыль практически удвоилась и составила \$2,28 млрд.

Кроме этого, отчетность обнаружила ряд интересных деталей:

- ▶ Эффективная налоговая ставка по-прежнему минимальна – по итогам 2003 года она составила всего 7.5%
- ▶ По словам представителей компании, с 2004 года Сибнефть отказалась от большинства схем оптимизации налогов, поэтому можно ожидать значительного роста эффективной налоговой ставки
- ▶ Доля в Славнефти принесла Сибнефти около 25% прибыли – за минувший год доходы от участия в Славнефти и МНПЗ составили \$530 млн.
- ▶ Компании удалось сократить долгосрочные долги на \$440 млн. до \$1,22 млрд.
- ▶ Затраты на извлечение незначительно увеличились по сравнению с 2002 годом и составили \$1,79 на баррель, что компания объясняет укреплением рубля к доллару.
- ▶ Компания сообщила об ожидаемом снижении темпов роста добычи в текущем году с 20% до 12-14%, объяснив это инфраструктурными проблемами.
- ▶ Мы полагаем, что налоговые претензии МНС на \$1,4 млрд., предъявленные в марте, незаслуженно забыты рынком, а в свете развития дела ЮКОСа, риски инвестиций в акции компании возрастают.
- ▶ Несмотря на то, что в целом финансовые результаты оказались на уровне наших ожиданий, мы снизили целевую цену Сибнефти с \$3,2 до \$2.86 из-за существенного снижения темпов роста добычи и налоговых претензий. Рекомендация сохранена на уровне «держать».

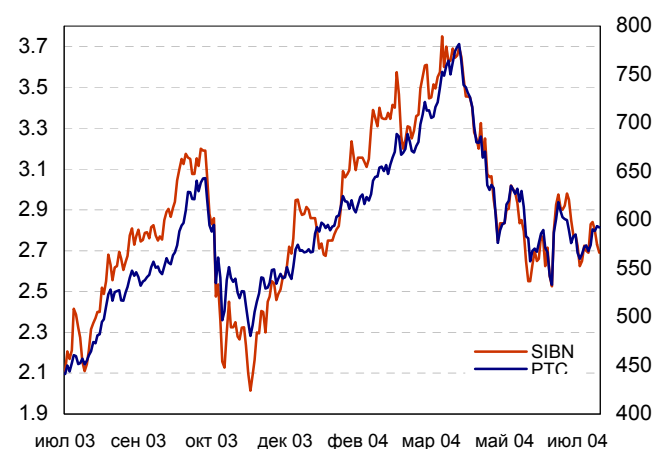
Код бумаги SIBN

Текущая цена \$ 2.62

Целевая цена \$ 2.86

Потенциал роста/снижения 9%

Рекомендация ДЕРЖАТЬ



Финансы (млн. \$)	2002	2003	2004П
Выручка	4 777	6 716	8 153
ЕБИТДА	1 803	2 337	2 357
Чист.прибыль	1 161	2 278	1 869
Капитализация	9 103	12 374	14 223
Чистый долг	1 038	1 134	265
Стоимость компании	8 065	11 240	13 958
P/E	7.84	5.43	7.61
P/S	1.91	1.84	1.74
EV/ЕБИТДА	4.47	4.81	5.92
Маржа по ЕБИТДА	37.8%	34.8%	28.9%
Маржа по ч. прибыли	24.3%	33.9%	22.9%

По-прежнему налоговая оптимизация!



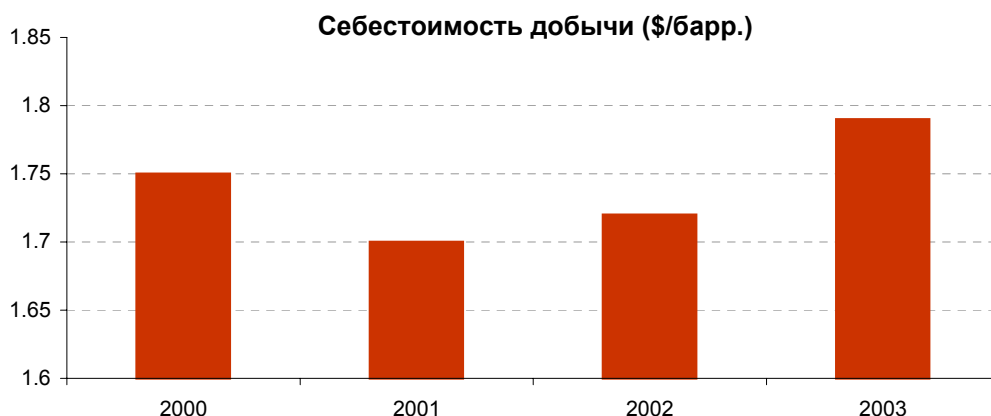
Эффективная ставка налога в 2003 году - 7%, однако уже в этом году компания отказалась от налоговой оптимизации

Финансовые результаты Сибнефти в целом оказались на уровне ожиданий. Исключением стали лишь дополнительные доходы компании от участия в Славнефти и Московском НПЗ - за второе полугодие совокупные доходы составили около \$300 млн. Также Сибнефть неплохо заработала на продаже своей доли в ОНАКО ТНК-ВР – выручка от этой сделки составила \$385 млн. В совокупности эти две статьи доходов принесли Сибнефти около \$900 млн., что частично объясняет практически двухкратный рост чистой прибыли.

Вторым фактором увеличения чистой прибыли компании стала налоговая оптимизация – эффективная ставка налога в 2003 году составила лишь 7%, однако Сибнефть объясняет это дополнительными доходами от Славнефти и ОНАКО, и после корректировки на эти доходы налоговая ставка увеличивается до 12%.

На фоне столь низкой налоговой ставки компания сообщила о том, что на данный момент МНС проводит налоговую проверку деятельности Сибнефти за 2000-2001 гг., что может иметь крайне негативные последствия. Предвидя подобное развитие ситуации, Сибнефть официально объявила о прекращении использования налоговой оптимизации, что, несомненно отразится на размере ее чистой прибыли.

При общем росте затрат на 44%, себестоимость добычи выросла лишь на 4%



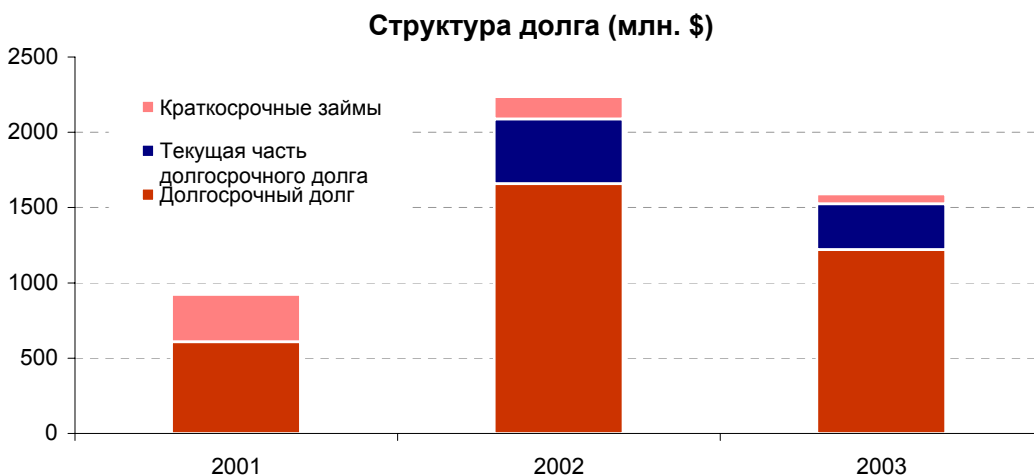
Источник: Данные компании

Среди негативных моментов отчетности можно отметить факт того, что Сибнефть в целом не смогла эффективно контролировать издержки - операционные расходы увеличились на 48%, административные – на 25%. На рост операционных затрат повлияли рост цен и физических объемов операций по перепродаже нефти, административные затраты выросли в связи с ростом затрат на транспортировку.

В то же время, затраты на извлечение в пересчете на баррель выросли все на 4% и составили \$1,79. Таким образом, дойдя до минимума в 2001 году, затраты на извлечение вновь начали расти.

Еще одним приятным моментом отчетности стало сокращение компанией долгов за минувший год примерно на \$650 млн. до \$1,59 млрд., что частично объясняет сокращение денежной позиции до \$100 млн. с \$600 годом ранее.

Резкое сокращение денежной позиции можно объяснить погашением долгов на \$650 млн.



Источник: Данные компании

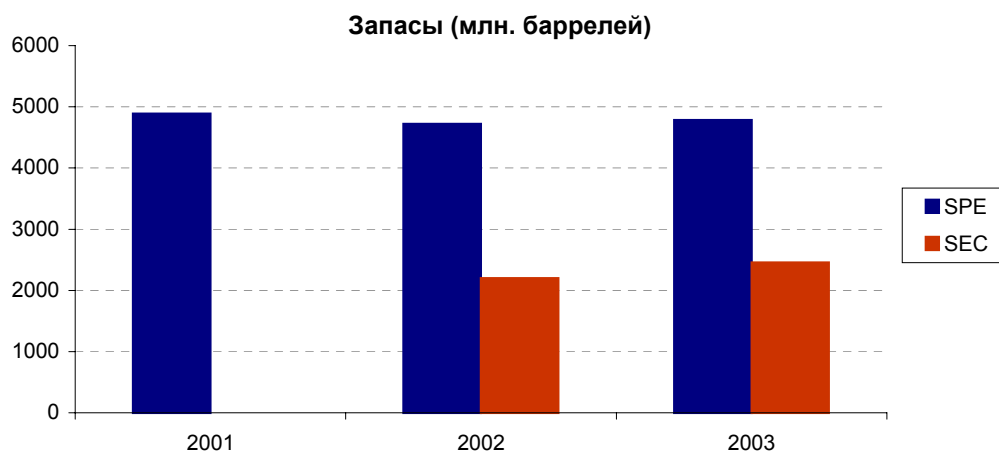
Прирост запасов по SEC на 11% за счет продления ряда лицензий до 2050 года

Накануне публикации финансовой отчетности, Сибнефть представила данные аудита запасов проведенного компанией Miller & Lents в соответствии со спецификациями Комиссии США по ценным бумагам и биржам (SEC) и по методике Общества инженеров нефтяников (SPE). Согласно методике SPE, запасы выросли на 1,3% на начало 2004 года до 642,7 млн. тонн (4,779 млрд. баррелей нефтяного эквивалента) с 634,5 млн. тонн (4,718 млрд. баррелей) по данным на начало 2003 года.

Аудит запасов по методике SEC, показал более существенный рост: доказанные запасы нефти и газа увеличились на 11,7% до 2,453 млрд. баррелей нефтяного эквивалента (329,9 млн. тонн) с 2,197 млрд. баррелей (295,4 млн. тонн) в предыдущем году.

Существенное расхождение в объемах запасов объясняется различиями в методиках, в частности по методике SPE, доказанные запасы включают в себя пространство между двумя скважинами, в то время как по методике SEC в запасы включаются лишь пространство под скважинами.

С другой стороны, при расчете запасов методика SEC учитывает срок действия лицензий на месторождение, чем и объясняется рост запасов Сибнефти по этой методике – лицензии на Сугмутское, Западно-Ноябрьское и Средне-Итурское месторождения, первоначальный срок действия которых истекал в 2013-2014 годах, были продлены до 2050 года.



Источник: Данные компании

Пересмотр запасов практически не изменил оценочные коэффициенты, с которыми Сибнефть на данный момент торгуется – они остаются одними из самых высоких в отрасли (выше – только у Сургутнефтегаза). По коэффициенту капитализация на баррель запасов Сибнефть торгуется с 88% премией к среднему показателю по отрасли; по капитализации на баррель добычи премия составляет 50%.

Мы полагаем, что это частично можно объяснить довольно агрессивной стратегией развития компании, высокими денежными потоками и лидерством по темпам прироста добычи. Тем не менее, исходя из последних заявлений, главный фактор высокой капитализации – высокие темпы роста добычи – таковым больше не является.

В сравнении с другими компаниями, по запасам Сибнефть выглядит достаточно дорогой

Оценочные коэффициенты российских нефтяных компаний

	Резервы	Капитализац	Добыча	Обеспеченность		
	млрд. бнз.	ия млрд. \$	млн. барр.	запасами лет.	Кап./Запасы	Кап./добыча
Лукойл	20.06	24.2	603.25	33.25	1.21	40.12
ЮКОС	16.00	17.6	619.50	25.83	1.10	28.35
СургутНГ	9.05	25.0	419.28	21.58	2.76	59.63
ТНК	6.10	6.9	340.16	17.93	1.13	20.18
Сибнефть	4.78	12.4	261.31	18.29	2.60	47.53
Татнефть	5.96	2.7	181.40	32.86	0.45	14.72
Башнефть	2.12	0.7	88.05	24.08	0.33	7.95
Среднее по РФ				24.83	1.37	31.21

Источник: Данные компаний, оценки Банка Москвы

Призрак МНС

Если МНС продолжит проверки и предъявление претензий, общий счет за 4 года может вырасти до \$2.2 млрд.

Мы закладываем в ставку дисконтирования дополнительные риски

В начале марта вслед за ЮКОСом, налоговые претензии МНС предъявило и Сибнефти. – по итогам налоговой проверки деятельности компании за 2000-2001 гг. министерство посчитало, что Сибнефть недоплатила около \$1 млрд. налогов. При этом МНС заявило, что претензии аналогичны тем, которые были предъявлены ЮКОСу. В частности, речь идет об уходе от уплаты региональных и местных налогов через офшорные зоны – Чукотку и Калмыкию. По расчетам Счетной палаты только за 2001 год трейдерские компании, которые включаются в консолидированную отчетность Сибнефти получили прибыль на уровне \$1 млрд.

Также в марте МНС продолжило проверку дочерних подразделений компании – по ее результатам были предъявлены дополнительные налоговые претензии на сумму в \$420 млн. Предметом проверки стала правильность исчисления, удержания и перечисления НДС, отчисления на восполнение минерально-сырьевой базы, земельного налога и прочих платежей.

Таким образом, к середине марта счет, предъявленный МНС к Сибнефти, возрос до \$1,4 млрд., после чего об этом событии рынок забыл. Во многом забывчивость инвесторов объяснима тем, что в это время в активную фазу вступило «дело ЮКОСа», а также процесс развода ЮКОСа и Сибнефти.

Мы полагаем, что предъявленные Сибнефти претензии достаточно серьезны, однако исходя из опубликованной отчетности и комментариев руководства, Сибнефть отказалась от налоговой оптимизации лишь с начала текущего года.

Соответственно, если МНС продолжит проверки и предъявление претензий, общий счет может вырасти еще на \$600-800 млн. и достичь \$2.2 млрд. (\$0.46 на акцию).

Другой вопрос, захочет ли МНС предъявлять Сибнефти эти дополнительные претензии, особенно если учесть, что фактический владелец компании – Роман Абрамович – считается человеком, близким к Кремлю.

История ЮКОСа показывает, что налоговые претензии по большому счету имели целью не взыскание в пользу бюджета недоплаченных налогов, а фактическую отъём активов, что в случае Сибнефти представляется маловероятным.

Тем не менее, мы закладываем в нашу модель расчета ставки дисконтирования индивидуальные риски эмитента, что, по нашему мнению, адекватно отражает ситуацию.

Фактические и неуплаченные налоги (млн.\$)



Источник: Данные компании, оценки Банка Москвы

При оценке компании мы исходили из прогнозов замедления темпов роста добычи

При построении модели оценки Сибнефти мы исходили из предположения замедления темпов роста добычи нефти с 14% в 2004 году до 5% в 2009 году. Мы полагаем, что это адекватно отражает текущие запасы компании, а также прогнозы относительно существенного сокращения темпов прироста добычи уже в этом году.

В наших моделях мы закладываем прогнозную цену на нефть в 2005-2009 гг. на уровне \$25 за баррель, что является довольно оптимистичным допущением. С другой стороны, учитывая новую шкалу пошлин, при цене нефти выше \$25, вся сверхприбыль будет изыматься государством.

Модель Сибнефти 2004-2009 гг.

в млн. тонн	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Добыча нефти	26.34	31.45	35.6	39.9	43.9	47.4	50.3	52.8
прирост %		19%	14%	12%	10%	8%	6%	5%
Переработка	15.91	17.96	18.7	20.5	22.3	24.2	26.0	28.2
прирост %		13%	4%	10%	9%	9%	8%	8%
Продажа нефти	12.17	15.74	17.0	19.5	21.6	23.2	24.3	24.6
прирост %		29%	8%	15%	11%	7%	4%	1%
Дальнее зарубежье	10.75	12.48	14.0	16.5	18.6	20.2	21.3	21.6
СНГ и Россия	1.42	3.26	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Продажа н/п	15.91	17.96	18.7	20.5	22.3	24.2	26.0	28.2
прирост %		13%	4%	10%	9%	9%	8%	8%
Дальнее зарубежье	3.60	5.40	5.6	6.1	6.7	7.3	7.8	8.5
СНГ и Россия	12.31	12.56	13.1	14.3	15.6	16.9	18.2	19.7
в млн. \$	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Нефтепродукты (Россия)	1566	1655	1972	2166	2360	2561	2753	2982
Нефтепродукты (Экспорт)	722	1259	1629	1506	1642	1781	1915	2074
Нефть (Экспорт)	1840	2386	3051	3037	3432	3730	3921	3988
Нефть (Россия, СНГ)	207	585	550	440	396	396	396	396
Прочая выручка	95	178	244	300	330	356	378	397
Перепродажа нефти	347	653	708	598	598	598	598	598
Итого выручка	4777	6716	8153	8046	8758	9423	9960	10434
Операционные затраты	1205	1786	2493	2789	3038	3281	3478	3651
Административные затраты	820	1025	1399	1511	1662	1795	1903	1998
Затраты на прочую реализацию	37	91	99	84	84	84	84	84
Амортизация	410	492	557	624	686	741	786	825
Затраты на геологоразведку	15	54	63	72	80	88	96	102
Налоги, пошлины и акцизы	897	1423	1743	1681	1849	1997	2117	2223
Итого затраты	3384	4872	6353	6761	7399	7986	8462	8883
Операционная прибыль	1393	1844	1800	1286	1359	1437	1498	1551
ЕБИТДА	1803	2337	2357	1910	2046	2178	2284	2376
Процентные платежи	124	188	90	87	83	80	77	74
Неоперационные доходы	33	-173	33	33	33	33	33	33
Прочие доходы	40	154	40	40	40	40	40	40
Продажа активов	0	388	0	0	0	0	0	0
Доходы в Славнефти	0	436	497	557	612	661	701	736
ЕВТ	1342	2461	2280	1829	1961	2091	2196	2286
Налоги	163	184	410	329	392	418	483	503
Чистая прибыль	1161	2277	1869	1500	1569	1673	1713	1783
Эфф. налоговая ставка	12.1%	7.5%	18%	18%	20%	20%	22%	22%
Капзатраты	959	985	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Долгосрочный долг	1658	1221	1127	1082	1039	997	957	919
Цены на нефть	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Urals \$/барр.	23.70	27.30	29.60	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00

При оценке дисконтированных денежных потоков Сибнефти мы исходили из предположения, что конечные темпы роста компании в постпрогнозный период составят 5%, что несколько ниже темпов роста компании на прогнозируемом отрезке, тем не менее, мы полагаем, что данная величина адекватно отражает специфику компании.

Расчет свободного денежного потока

в млн. \$	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Выручка от реализации	6716	8153	8046	8758	9423	9960	10434
Операционные затраты	4872	5422	6035	6717	7476	8321	9261
ЕВИТДА	2950	2837	2453	2648	2833	2982	3111
Амортизация	489	557	624	686	741	786	825
Операционная прибыль (ЕВИТ)	2461	2280	1829	1961	2091	2196	2286
Налоги на прибыль	184	410	329	392	418	483	503
Изменения оборотного капитала	269	-459	-154	-165	-129	-85	-36
Капитальные вложения	985	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Свободный денежный поток	1513	1886	1278	1421	1543	1584	1644

Анализ дисконтированных денежных потоков

Показатель / Период времени		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Свободный денежный поток (СДП)	млн. \$	1513	1875	1266	1404	1527	1568	1629
Ставка дисконтирования	%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
Фактор дисконтирования		1.00	0.88	0.77	0.67	0.59	0.52	0.46
Дисконтированный денежный поток (ДСДП)	млн. \$	1513	1645	974	947	904	814	742
Сумма ДСДП	млн. \$							6026
Операционный денежный поток в 2009	млн. \$							1629
Ставка дисконтирования в бесконечности	%							14.0%
Рост в бесконечности	%							5.0%
Конечная стоимость компании	млн. \$							18990
Фактор дисконтирования	%							0.46
Приведенная конечная стоимость компании	млн. \$							8648
Стоимость компании	млн. \$							14674
- Долгосрочная финансовая задолженность	млн. \$							1221
+ Денежные средства	млн. \$							105
Стоимость акционерного капитала	млн. \$							13558
Количество акций	млн. шт.							4741
Целевая цена акции								2.86

Анализ чувствительности целевой цены

конечный темп роста \ ставка дисконтирования	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%
6.0%	4.18	3.57	3.11	2.75	2.46
5.5%	3.93	3.39	2.98	2.65	2.39
5.0%	3.72	3.23	2.86	2.56	2.31
4.5%	3.53	3.10	2.76	2.48	2.25
4.0%	3.37	2.98	2.66	2.40	2.19

Расчет ставки дисконтирования (WACC) для Сибнефти

Высокая волатильность акций компании, нашедшая отражение в коэффициенте бэта, в целом отражает рыночные риски инвестиций в Сибнефть

Риск эмитента = 1% из-за МНС

При расчете ставки дисконтирования для модели Сибнефти мы использовали модель средневзвешенной стоимости капитала, которая, по нашему мнению, наиболее адекватно описывает ставку дисконтирования.

Высокая волатильность, которой характеризуются акции Сибнефти, объясняется малой долей бумаг в свободном обращении. Это нашло свое отражение в коэффициенте бэта, который описывает риски инвестиций в акции компании относительно рынка в целом.

Мы заложили в модель дополнительные риски эмитента на уровне 1%, поскольку полагаем, что претензии МНС к Сибнефти остаются и могут даже увеличиться, что несомненно отразится на стоимости компании.

В результате ставка дисконтирования для денежных потоков компании составила 14%, что является весьма высоким уровнем для отрасли, однако он адекватно отражает существующие риски.

Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)

Стоимость акционерного капитала (АК)	
+ Риск рынка акций	4.0%
+ Риск эмитента	1.0%
Бэта	1.34
Доля долга в стоимости компании	11.7%
× Бэта с учетом долга	1.50
= Премия за вложение в компанию	7.5%
+ Безрисковая ставка (Евро-30)	7.3%
= Стоимость АК	14.8%
× Доля капитализации в стоимости компании	89.3%
= Взвешенная стоимость АК	13.2%

Стоимость заемного капитала	
+ Доходность еврооблигаций Сибнефти с погашением в 2009 г.	9.9%
= Стоимость долга без налогов	9.9%
Ставка налога на прибыль	24%
× База после налогов	0.76
= Стоимость долга	7.5%
× Доля долга в стоимости компании	10.7%
= Взвешенная стоимость долга	0.8%

Средневзвешенная стоимость капитала	
+ Взвешенная стоимость АК	13.2%
+ Взвешенная стоимость долга	0.8%
= WACC	14.0%

Целевая цена снижена до \$2,86 , рекомендация прежняя - "держать"

Сибнефть - одна из наиболее успешных российских компаний, которая в состоянии генерировать свободные денежные потоки на уровне около \$1 млрд. в год.

Себестоимость добычи компании является одной из наиболее низких в отрасли, что способствует обеспечению высокой рентабельности на операционном уровне.

Как мы уже писали, наличие политических рисков у Сибнефти под большим вопросом прежде всего потому, что владельцем компании является Роман Абрамович, которого принято считать близким к власти.

Тем не менее, разочаровывающие прогнозы по серьезному замедлению темпов добычи заставили нас внести корректировку в нашу модель, что в результате привело к пересмотру целевой цены по акциям компании.

Кроме того, претензии МНС пока никуда не исчезли - рынок о них просто забыл, и в случае, если этому делу вновь будет дан ход компания может серьезно пострадать

Мы снижаем целевую цену по акциям Сибнефти с \$3,2 до \$2,86 и сохраняем рекомендацию на прежнем уровне - «держать».

Приложение. Финансовая отчетность по стандартам US GAAP за 2001-2003 гг.

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2001	2002	2003
Выручка			
Продажа нефти и нефтепродуктов	3 449	4 711	6590
Прочая выручка	127	66	126
Итого выручка	3576	4777	6717
Затраты			
Операционные затраты	702	1 205	1786
Комм. и административные затраты	609	820	1025
Затраты на прочую реализацию	102	37	91
Амортизация	314	410	492
Затраты на геологоразведку	21	15	54
Налоги, пошлины и акцизы	422	897	1423
Всего затраты	2 170	3 384	4872
Операционная прибыль	1 405	1 393	1845
Прочие доходы (расходы)			
Доход от участия в дочерних компаниях (Славнефть, МНПЗ)			529
Продажа долей в компаниях			385
Проценты к получению	0.731	9	12
Проценты к уплате	-48	-124	-188
Прочие внеоперационные доходы	129	148	-173
Прочие внеоперационные расходы	-82	-115	
Доля миноритарных акционеров	-0.729	10	0
Прибыль по курсовым разницам	35	4	5
Итого прочие доходы	34	-69	618
Доналоговая прибыль	1 439	1 325	2462
Налог на прибыль	134	163	184
Чистая прибыль	1 305	1 161	2278
<i>Эффективная налоговая ставка</i>	9.3%	12.3%	7.5%

Баланс

млн. \$	2001	2002	2003
Активы			
Оборотные активы:			
Наличность и эквиваленты	52	621	105
Дебиторская задолженность	299	49	44
Векселя к получению	766	1 357	1 321
Запасы	233	322	287
Расходы будущих периодов	5	31	27
Всего оборотные активы	1 354	2 380	1 783
Долгосрочные инвестиции	931	1 159	1 921
Основные средства	2 848	3 352	3 749
Прочие основные средства, нетто	393	502	521
Незавершенное строительство	182	145	171
Прочие внеоборотные активы	5	11	5
Всего активы	5 713	7 548	8 150
Обязательства и акционерный капитал			
Текущие обязательства:			
Краткосрочные займы	315	148	65
Кредиторская задолженность	234	626	680
Налог на прибыль и прочие налоги к уплате	141	134	189
Прочие текущие обязательства	45	22	101
Текущая часть долгосрочного долга	0	430	303
Всего текущие обязательства	795	1 441	1 505
Дивиденды, подлежащие оплате	195	0.367	92.707
Долгосрочный долг	608	1 658	1 221
Доля прочих акционеров в дочерних предприятиях	2	0	0
Всего обязательства	1 676	3 257	3 013
Акционерный капитал			
Обыкновенные акции	2	2	2
Добавочный капитал	859	859	859
Резервы	1 867	1 867	1 867
Нераспределенная прибыль	1 309	1 565	2 412
Итого акционерный капитал	4 037	4 292	5 138
Итого обязательства и акционерный капитал	5 713	7 548	8 150

Система присвоения рекомендаций

Рекомендация «**Покупать**» присваивается по бумаге в том случае, если целевая расчетная цена на основе метода дисконтированных денежных потоков (ДДП) или метода сравнения аналогов превышает текущую рыночную стоимость бумаги более чем на 10%.

Рекомендация «**Держать**» присваивается по бумаге в том случае, если оценка ее целевой расчетной цены на основе метода ДДП или на методе сравнения аналогов расходится с рыночной стоимостью бумаги менее чем на 10%.

Рекомендация «**Продавать**» присваивается по бумаге в том случае, если целевая расчетная цена на основе метода ДДП или метода сравнения аналогов ниже текущей рыночной стоимости бумаги более чем на 10%.

Контактная информация

www.mmbank.ru

+7 (095) 105-8000, 928-0256

		e-mail	вн. тел.
<u>ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ</u>	Сытников Алексей		
<u>НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ ДОВЕРИТЕЛЬНЫХ ОПЕРАЦИЙ КОЛЛЕКТИВНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ</u>	Касьянова Елена	Kasyanova_EA@mmbank.ru	4679
<u>ИНДИВИДУАЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ</u>	Исаев Бейшен	Isaev_BK@mmbank.ru	4591
<u>Начальник отдела</u>	Беспалов Алексей	Bespalov_AV@mmbank.ru	4220
<u>Менеджер по работе с клиентами</u>	Шухова Алла	Shuhova_AG@mmbank.ru	4269
<u>АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ</u>			
<u>Начальник отдела</u>	Тремасов Кирилл	Tremasov_KV@mmbank.ru	4592
<u>Анализ рынка акций</u>	Веденеев Владимир	Vedeneev_VY@mmbank.ru	2817
<u>Анализ долговых рынков</u>	Федоров Егор	Fedorov_EY@mmbank.ru	4233
<u>Ассистент</u>	Лямин Михаил	Lyamin_MY@mmbank.ru	2844
<u>ОТДЕЛ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ</u>	Храмцовский Станислав	HSS@mmbank.ru	2895

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Обзор основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2003, Банк Москвы. Без разрешения Банка Москвы запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.