

Ангелика Генкель
Старший аналитик
Москва (+7 495) 795-3677
ahenkel@alfabank.ru

Владимир Дорогов
Аналитик
Москва (+7 495) 795-3676. доб.5323

www.alfabank.ru

20 декабря 2007 г.

Рынок IPO/SPO в России: еще один рекордный год

Не очень благоприятная конъюнктура российского фондового рынка и глобальный кризис ликвидности в 2007 г. не помешали российским компаниям достичь рекордного уровня размещений. Общий объем IPO и SPO по итогам 2007 г. превысит \$32 млрд. В 2008 г. мы ожидаем как минимум 40 размещений общим объемом от \$29 до \$54 млрд. Среди эмитентов: банки, представители металлургии, электроэнергетики и недвижимости.

В 2007 г., как и в предыдущие годы, приоритет инвесторов составляли крупные сделки. Средний размер сделки IPO/SPO в РФ с учетом двух крупных размещений ВТБ и «Сбербанка» составил 1,3 млрд. долл. и 526 млн. долл. без их учета. В emerging markets (без РФ) средний объем сделки составляет 150 млн. долл.

Размещения мелких и средних компаний во второй половине 2007 г. оказались успешными, несмотря на кризис ликвидности. Сокращение международной ликвидности не помешало мелким и средним компаниям привлечь значительные объемы средств. В августе-декабре двенадцать компаний в ходе IPO/SPO разместили акций на \$6,4 млрд. Средний объем сделок составил \$533 млн. Успеху размещений способствовали не только особенности момента на внешних финансовых рынках, но и привлекательные для инвесторов параметры размещений.

Пропорции размещений изменились в пользу российских бирж. Если в 2005 г. 94% размещений российских компаний прошли на западных биржах, то в 2007 г. уже 52% размещений было осуществлено на российских площадках. Ликвидность вторичного рынка акций из серии IPO/SPO смещается в пользу российских фондовых площадок.

Изменилась отраслевая структура размещений. Масштабный выпуск акций несырьевых компаний привел к сокращению удельного веса нефтегазового сектора в суммарном объеме рынка ликвидных акций с 68% на конец 2006 г. до 55% в ноябре 2007 г. В 2007 г. на IPO/SPO в банковском секторе и недвижимости пришлось 68% размещений.

Доходность бумаг, выпущенных в 2007 г., преимущественно превышает доходность индекса РТС. Из 30 первичных и дополнительных размещений, завершаемых в 2007 г., половина (включая ВТБ) торгуются ниже цены, по которой они были предложены инвесторам (максимальный дисконт составляет 56%). Остальные торгуются выше цены размещения (максимальный прирост — 75%).

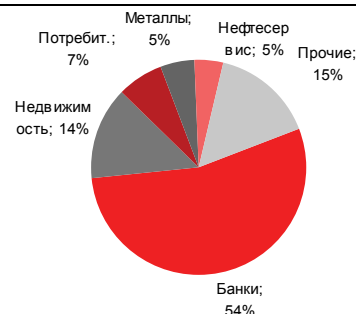
В 2008 г. запланировано 40 размещений, вероятность проведения которых мы оцениваем как высокую. Объем этих размещений оценивается в 29 млрд. долл., и основной их объем сконцентрируется в банковском, потребительском секторах и недвижимости. 19 компаний заявили о намерении провести IPO/SPO в 2008 г. и позднее, объем размещений оценивается в 25 млрд. долл. Таким образом, при самом оптимистичном сценарии, объем размещений в следующем году может составить от 40 до 54 млрд. долл.

IPO акций и РДР иностранных компаний на российских биржах. В октябре с. г. ФСФР инициировало новую для российского рынка IPO тему — размещение расписок (РДР) и акций иностранных эмитентов на российских биржах. На первом этапе проекта РДР/иностранной акции в 2008-2009 гг. наш рынок будет интересен для эмитентов из СНГ и компаний, имеющих иностранную юрисдикцию, но владеющих российскими активами, включая компании, торгующиеся только на зарубежных площадках.

Ключевые индикаторы российского рынка (на 19 декабря 2007 г.)

РТС – Текущий*	2 264,9
РТС – Расч. уровень	2 430,0
Потенциал роста	7,3%
Рыночная стоимость	\$1 160 млрд
Св. обращение	31,1%
2007 P/E	13,2x
BRIC среднее P/E	25,1x
EMEA среднее P/E	13,3x
EM среднее P/E	25,3x
Нефть Brent прогноз '08	\$76,1 /барр.
ВВП прогноз '07	7,4%
ИПЦ прогноз '07	12,0%
Конец года R/\$ ('07)	24,5
Конец года R/Euro ('07)	36,0

IPO/SPO в 2007 г. по секторам, %



Источник Bloomberg

Крупнейшие IPO/SPO 2007 г.

	Объем, \$ млн	Изм. цены акций, %
Сбербанк	8 800	26%
ВТБ	8 000	-10%
Группа ПИК	1 850	22%
AFI Development	1 400	-34%
Уралкалий	1 069	60%
НМТП	1 092	5%
ММК	1 000	42%
ОГК-2	996	-2%
Открытые инвестиции	916	62%
Фармстандарт	880	18%

* по данным на 3 декабря 2007 г. (Bloomberg)

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

СОДЕРЖАНИЕ

Особенности российских IPO	3
Текущие условия благоприятствуют некрупным компаниям	7
2007 год: итоги одиннадцати месяцев	11
Состоявшиеся IPO на международных рынках	16
Состоявшиеся IPO на внутреннем рынке.....	18
Вторичные размещения (SPO).....	19
Отмененные/перенесенные размещения	20
Успех и неудачи IPO. Доходность в 2007 г.	21
ВТБ: история роста.....	24
Доходность: ставка на вторичные размещения.....	26
IPO/SPO: влияние на вторичный рынок	31
Планы и прогноз рынка IPO на 2007-2008 г. и далее.....	33
Планируемые IPO на 2008 г.	35
IPO иностранных компаний на российских биржах	37

Особенности российских IPO

Российские компании переходят к стадии публичного размещения, минуя частные размещения

Одной из основных особенностей размещений акций российскими компаниями является их переход к стадии публичного размещения минуя частные размещения. Это отличает их от западных компаний, которые, прежде чем предлагать акции инвесторам на открытом рынке, размещают акции среди небольшого числа профессиональных инвесторов (страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные фонды). Это позволяет им, с одной стороны, привлечь средства, необходимые для развития, с другой, — накопить достаточный опыт и «кредитную историю». Вместе с тем, в 2007 г. число частных размещений в России возросло.

Российские IPO в этом отношении оказываются «преждевременными». На рынок выходят компании, которые не имеют опыта взаимодействия с внешними инвесторами, в особенности, с миноритариями.

Компании зачастую переходят на международные стандарты отчетности в год предшествующий публичному размещению (подготавливая единовременно отчетность за три предыдущих года), что отнюдь не способствует популярности среди инвесторов.

Многие компании только в процессе подготовки IPO впервые раскрывают структуру собственников, информация о которых зачастую по-прежнему остается закрытой для мелких инвесторов.

Часть средств от IPO идет не на инвестиции, а в распоряжение собственника компании

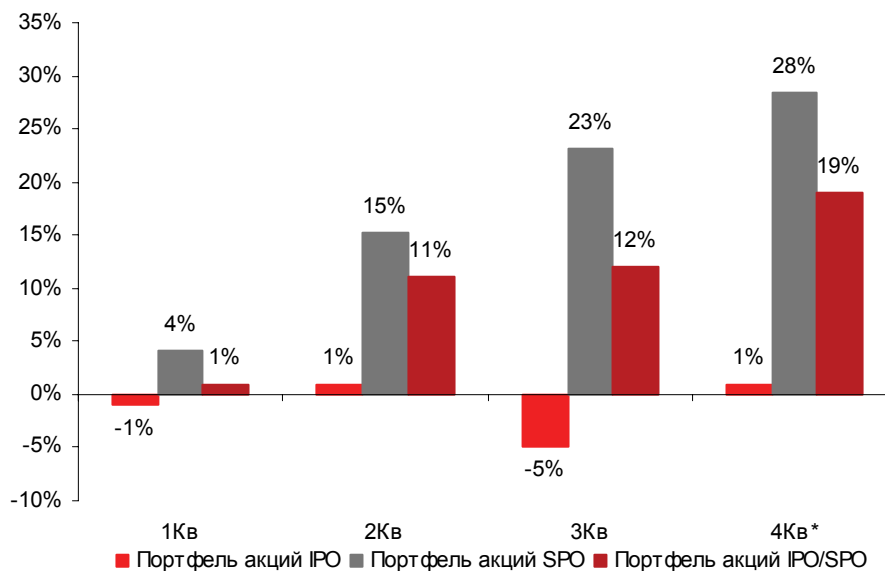
Отличительной чертой российских IPO является мотивация собственников компаний. Как правило, это один или несколько акционеров, которые размещают на рынке собственные пакеты акций. В результате часть средств (иногда значительная) идет не на инвестиции в компанию, а поступает в распоряжение собственника. Такой вариант является для собственника удобным способом выхода из бизнеса, который по тем или иным причинам становится ему неинтересен, что, безусловно, подрывает уверенность инвесторов в будущем компании и соответствующим образом отражается на будущей рыночной капитализации компаний.

Сравнительный анализ доходности портфеля акций первичного размещения (IPO) и вторичного (SPO) в 2007 г. подтверждает эту тенденцию. Если принять во внимание самый общий случай, IPO является примером размещения бумаг «первичных» акционеров. И в случае, если за первичным размещением не следует выкуп этими собственниками акции дополнительной эмиссии (в таком случае вырученные от IPO средства трансформируются в инвестиции), представляет собой аккумулирование ресурсов непосредственно «первичными» владельцами. Напротив, SPO (также, в общем приближении), представляет собой размещение дополнительной эмиссии, в результате которой привлеченные средства трансформируются в инвестиции в реальные проекты (также в классическом варианте). Среднемесячная доходность акций из серии IPO 2007. (без учета ноябрьских размещений, 2007 г.) составляет 1%, то время как акции SPO демонстрируют 6,6% прироста в среднем в месяц.

С точки зрения инвесторов доходность «портфеля SPO» существенно опережает доходность «акций IPO». Акции, размещенные в ходе SPO, в среднем в 2007 г. демонстрируют устойчиво положительную доходность, в то время как доходность «IPO портфеля» высоковолатильна и отрицательна в реальном выражении. Инвестор получил бы максимальную доходность, если бы держал только портфель акций,

выпущенных в ходе вторичного размещения, – его кумулятивная доходность с начала года составила 28%. Доходность IPO портфеля с начала года составляет символические 1%. Индекс РТС за этот же период показал более чем 15% прирост. Более подробно данная тема представлена в разделе (Успех и неудачи IPO/SPO. Доходность в 2007 г.)

Илл. 1: Сравнительная динамика портфелей IPO, SPO и индекса РТС в 2007 г.*



Источник: Vlootberg. Отдел исследований Альфа-Банка

* на 3 декабря 2007 г.

** без учета размещений в электроэнергетической отрасли

В сложившихся условиях не остается места для мелких инвесторов

Не удивительно, что среди потенциальных инвесторов в российские IPO доминируют две основные группы. С одной стороны, это крупные инвестиционные фонды, которые выкупают значительные объемы эмиссии и остаются в качестве стратегических инвесторов. С другой, также крупные, но спекулятивно настроенные инвесторы, которые не заинтересованы в развитии компании, а стремятся заработать на благоприятной рыночной конъюнктуре. В результате их действия, например, продажа крупного пакета, могут заметно повлиять на стоимость акций компании. Из этой схемы практически выпадают мелкие инвесторы, интересы которых имеют второстепенное значение (или не имеют вовсе). Исключением из этого правила стали «народные IPO», хотя и здесь не все однозначно.

Илл. 2: Хронология эмиссий

Период	Кол-во эмиссий	Объем, млн. долл.	Динамика РТС, %
1996	1	111	142%
1997			98%
1998			-85%
1999	1	52	197%
2000	1	323	-18%
2001			81%
2002	2	220	38%
2003	1	14	58%
2004	5	620	8%
2005	12	4 926	83%
2006	15	17 654	71%
2007 11М, искл.энергетику*	31	32 068	14%
2007П, искл.энергетику	31	32 068	
2007 11М, всего	40	50 486	
2007П, всего	42	51 796	

Источник: данные компаний, Отдел исследований Альфа-Банка
* на 3 декабря 2007 г.

В ближайшие годы в России интерес к крупным сделкам сохранится

Народные IPO не получат распространения

IPO российских компаний, по оценкам экспертов, будет отличать следующие характеристики:

- Сокращение международной и внутренней ликвидности в 2008 г. приведет к сокращению активности крупных эмитентов. В 2007 г. приоритет инвесторов составляли крупные сделки: средний размер сделки в РФ — 526 млн. долл. без учета IPO ВТБ, SPO «Сбербанка» и электроэнергетики, и 1,3 млрд. долл. с учетом названных размещений. В странах EM (без России) средний объем сделки составляет 150 млн. долл.
- Успешно в ходе единичной сделки IPO *только на российских биржах* в конце 2007-2008 гг. можно будет разместить акций на сумму до 500 млн. долл. Более крупные сделки только на внутреннем рынке реализовать будет крайне проблематично. В 2007 г. на российском рынке реализовано IPO средним объемом 545 млн. долл. Без учета IPO ВТБ - 318 млн. долл. Средний объем сделок с эмиссиями прав (SPO) на внутреннем рынке составил 1 197 млн. долл., без учета SPO «Сбербанка» - 246 млн. долл.
- Объем потенциальных инвестиций населения и российских юридических лиц оценивается в 20 млрд. долл. Т. е. в 2008 г. потенциальный российский инвестор может обеспечить средствами несколько десятков мелких и средних IPO/SPO, или 1-2 крупных.
- При этом инвесторы будут пропагандировать селективный подход, отдавая предпочтения известным компаниям, компаниям с историей, включая кредитную.
- Российские инвесторы будут обеспечивать эмитентов краткосрочными инвестициями.
- Учитывая большое число размещений с отрицательной динамикой акций, покупатели стали более чувствительны к цене размещения. Это не осталось незамеченным среди компаний. Мы ожидаем, что инвесторы будут и дальше оказывать давление на цены с тем, чтобы оставить некоторый потенциал для роста.

- Окончательная оценка рисков будет определяться в последний момент: объявление цены будет происходить в ходе road-show.
- Вторичная ликвидность (ликвидность акций на вторичном рынке после IPO) будет перетекать на российские биржи.
- «Народные» IPO не получают распространения. Эксперты считают более правильным проводить «народные» SPO, когда инвесторам уже знакома компания и история ее акций на рынке.
- В более отдаленной перспективе возможны высокотехнологичные Open IPO. В частности, представители ММВБ заявили о проектах высокотехнологичных размещений (в электронной форме). Это будут IPO для «среднего класса».

Возрастет имиджевая составляющая IPO

С точки зрения эмитента возрастет имиджевая составляющая IPO. Отдельные проекты IPO/SPO будут не столько средством привлечения новых инвестиций, сколько путем перехода компаний на новый, более высокий уровень публичности. Компании и организаторы новых размещений, наряду с привлечением внимания инвесторов к «истории роста» или «истории будущего», будут уделять повышенное внимание результатам деятельности компании в прошлом, ее «узнаваемости» в кругах потенциальных акционеров.

При решении о покупке акций российских компаний, впервые предлагающей акции на бирже, инвесторы будут обращать внимание на следующие моменты:

- Является ли размещение новым выпуском акций или представляет собой продажу пакета существующего собственника.
- Как давно компания существует на рынке. Имеет ли компания историю взаимоотношения с инвесторами: размещение облигационных займов, частные размещения.
- Насколько фундаментален интерес компании к привлечению капитала на рынке акций.
- Какова динамика капитализации компании на вторичном рынке (в случае SPO).

Текущие условия благоприятствуют не крупным компаниям

Особенностью нынешнего этапа развития рынка IPO является ограниченная международная ликвидность

Отличительной особенностью нынешнего этапа развития рынка первичных размещений ценных бумаг российских компаний (вторая половина 2007 г.) является его функционирование в условиях ограниченной международной ликвидности.

Нестабильность на мировых финансовых рынках, следствиями которой явились дефицит ликвидности и переоценка рисков, не оказали немедленного негативного воздействия на российские финансы. Для России (прежде всего для банков и крупных национальных компаний) в качестве прямых кратко- и среднесрочных последствий кризисных явлений можно назвать:

- повышение стоимости заимствований на внешних рынках капитала;
- снижение «странового объема», т.е. доступного для российских компаний и банков объема внешнего капитала.

Мы не видим проблем с денежной ликвидностью в России в будущем

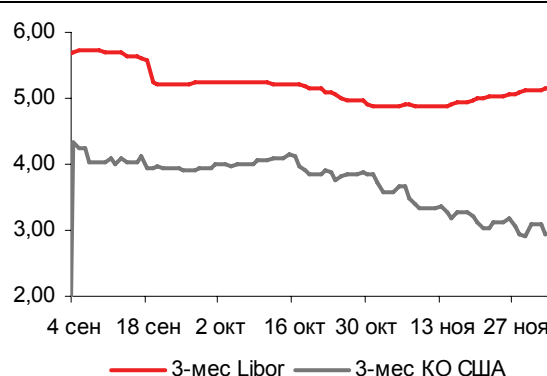
Российский финансовый рынок достаточно безболезненно преодолел вторую волну мирового кризиса ликвидности (ноябрь-начало декабря). Мы не видим существенных проблем с денежной ликвидностью в России в будущем. Мы ожидаем роста внутренних процентных ставок. По заявлению Центробанка РФ, банкам нужно привыкать, что ставки на рынке МБК будут выше, чем в прошлом году. В 2006 г. средний уровень ставок на рынке МБК составил 3%, в конце 2007 г. и начале 2008 г. это будет примерно 6-7%, т.е. ближе к текущему уровню. При инфляции на уровне 10-11% стоимость заимствований будет низкой, поскольку мы ожидаем сохранения отрицательных реальных ставок.

Илл. 3: 5-лет. CDS и Спред Rus-30 к 10-лет КО



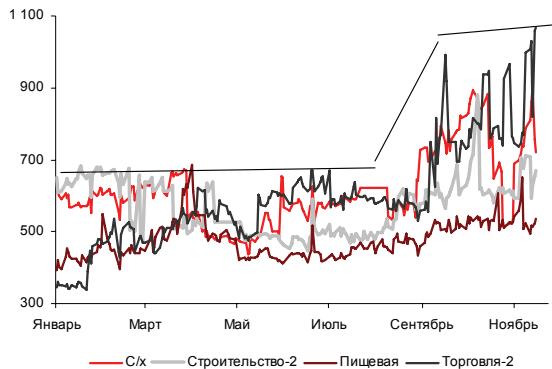
Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 4: 3-мес LIBOR vs 3-мес КО США



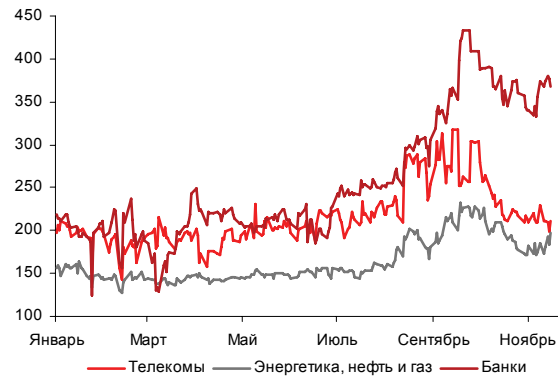
Источник: Bloomberg

Илл. 5: Российские корпоративные спреды



Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 6: Российские корпоративные спреды



Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

Несколько недель между двумя фазами кризиса ликвидности на мировых финансовых рынках (август-начало сентября и октябрь-ноябрь) стали особенными для некрупных эмитентов, выходящих на рынок IPO. С одной стороны, неопределенность оценки стоимости денег на мировом и российском рынке в средне- и долгосрочной перспективе (т. е. уровня доходности облигаций), привело к сокращению компаниями программ размещения ценных бумаг с фиксированной доходностью (в особенности, если компания не нуждается в срочном рефинансировании долга). С другой стороны, преодоление кризиса ликвидности, выразившееся в пополнении денежного рынка свободными ресурсами (в том числе со стороны мировых Центробанков), побуждает участников рынка искать альтернативные объекты вложений.

Данная ситуация весьма благоприятна для мелких и средних компаний, выходящих на рынок IPO. Им благоволят собственные привлекательные характеристики — некрупные объемы размещений (соответствие спроса и предложения), приемлемая цена (компании более адекватной формируют собственные ожидания). И внешние факторы, в первую очередь, отсутствие крупных монстров-конкурентов, способных оттянуть на себя практически весь спрос. IPO таких крупных компаний в условиях ограниченной ликвидности становится рискованным.

Наконец, инвесторы стремятся диверсифицировать вложения, уменьшая долю инвестиций в российскую нефтедобычу и увеличивая вес других секторов. В условиях достаточно ограниченного предложения таких акций на российском рынке это увеличивает заинтересованность в новых размещениях, ни одно из которых в последнее время не было напрямую связано с российской нефтедобычей (впрочем, размещение двух нефтесервисных компаний прошло достаточно успешно).

В начале следующего года мы ожидаем сохранения проблем с международной ликвидностью. Они будут обусловлены:

1. Снижением капитала банков, ведущее к сокращению их активов. Потери от кризиса, по оценкам Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), могут достичь 300 млрд. долл.
2. Временного лага и фактора неопределенности. Инвесторы фондов могут вывести деньги в любой момент, в этом случае фонды будут вынуждены продать пулы, не дожидаясь погашения по существующим ценам.

Текущий момент — особенный для некрупных эмитентов

Дополнительные риски для рынка IPO связаны с цикличностью сектора корпоративного долга

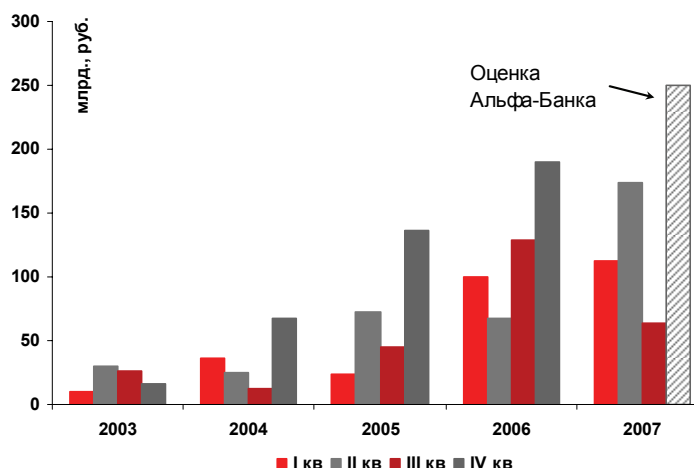
3. Излишний консерватизм менеджеров, банков и фондов.

4. Повторное использование прежних мер (проведение Центральными банками аукционов по предоставлению ликвидности) уже не будет столь действенным, как в первые недели кризиса.

В среднесрочной перспективе, помимо фактора международной ликвидности, дополнительные риски для IPO связаны с рынком корпоративного долга. А именно таким свойством рынка корпоративного долга, как цикличность. IV кв. характеризуется, с одной стороны, снижением рублевой ликвидности, с другой — ростом объемов размещений. По статистике, в IV кв. размещается около 40% годового объема эмиссий. Так, в 2006 г объем размещения корпоративных рублевых облигаций в IV квартале превышал 180 млрд. руб. при суммарном объеме размещения за год – 480 млрд. руб.

Объем погашений еврооблигаций, приходящихся на период до конца 2007 г, составляет 2,65 млрд. долл. В секторе рублевого долга – объем погашений превышает 35 млрд. руб. Кроме того, на IV квартал приходится оферты на сумму свыше 100 млрд. руб. Как показала практика, средний объем предъявления облигаций к выкупу по оферте составляет 60-90% от объема эмиссии.

Илл. 7: Объемы размещений корпоративных облигаций в РФ



Источник: данные компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

В IV кв. объем IPO/SPO уменьшился по сравнению с предшествующим периодом. Сократились пропорции размещений на долговом рынке и рынке акций по сравнению с первыми тремя кварталами. В октябре-декабре компании разместили облигации на сумму 11 млрд. долл., IPO — на 5,4 млрд. долл. (в пропорции 2,0:1). До этого, пропорции объемов размещений внешних и рублевых корпоративных облигаций соотносились как 2,5:1 в 2006 г. и 1,6:1 за первые три квартала 2007 г. По итогам всего 2007 г. соотношение, как ожидается, составит 2,5:1. Таким образом, пропорции первичных вложений в ценные бумаги с фиксированной доходностью и в акции компаний, выходящих на рынок IPO, в 2007 г. сохраняются.

Решение ФРС США вызвало новую волну размещений акций и облигаций

Илл. 8: Российские рынки капитала

		2006		январь-сентябрь 2007		октябрь-декабрь 2007**		прогноз на 2008 г.	
	млрд. долл.	Кол-во выпусков	млрд. долл.	Кол-во выпусков	млрд. долл.	Кол-во выпусков	млрд. долл.	Кол-во выпусков	
Еврооблигации	22,3	76	27	64	7,3	10	30-35	65-75	
Рублевые облигации (не государственные)	22	290	15,1	190	3,7	18	25-30	200-250	
IPO/SPO*	17,7	15	26,2	18	5,4	12	30-50	25-50	

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

* 2007 г. без учета электроэнергетики ** по состоянию на 18 декабря

**Компаниям,
планирующим IPO,
нужно поспешить**

Многие компании, не успевшие выйти на рынок облигаций в конце 2007 г., постараются сделать это в начале следующего года. По прогнозам экономистов, активные размещения начнутся в конце первого-начале второго квартала 2008 г. Эмитенты будут размещать долговые бумаги преимущественно краткосрочного качества, с высокой премией к рыночной доходности. Доступ эмитентов, планирующих IPO/SPO в этот период к рынку капиталов снизится. Поэтому российским компаниям, планирующим выйти на рынок IPO/SPO, организаторы рекомендуют сделать это в ближайшие месяцы. Среди крупнейших размещений, запланированных на конец 2007-2008 гг. - «Сибурхолдинг», Coalco, КИТ-Финанс, акции электроэнергетических компаний и банков. IPO «РУСАЛ», объем которого оценивается в 7,5 - 9,0 млрд. долл., ожидается в 2008-2010 гг.

2007 год: итоги одиннадцати месяцев

В 2007 г. российские компании провели IPO/SPO на \$32 млрд.

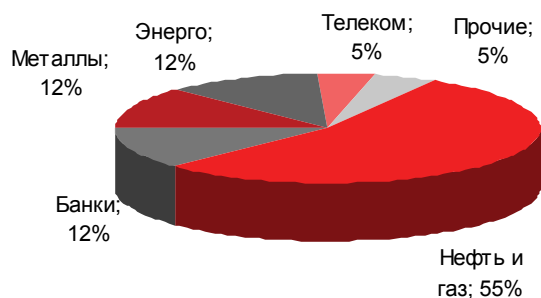
По состоянию на начало ноября российские компании осуществили IPO/SPO на 32 млрд. долл., в том числе на международных рынках в ходе IPO привлечено 15,3 млрд. долл. На Илл.9 показано распределение объема эмиссий, проведенных с начала года, между компаниями, получившими публичный листинг на международных биржах, компаниями, зарегистрировавшими выпуски на отечественных площадках (6,0 млрд. долл.) и компаниями, которые привлекли дополнительные ресурсы путем выпуска прав (12,8 млрд. долл.).

Илл. 9: Объемы размещений по рынкам в 2007 г.

	Кол-во сделок	Объем, млн.долл.
IPO на российском рынке	7	1 420
IPO на международных рынках	9	5 992
Смешанные	4	11 821
на российском рынке		4 573
на международных рынках		7 248
Эмиссия прав/SPO	11	12 834
на российском рынке		10 771
на международных рынках		2 063
Частные размещения*	9	18 418
Всего, искл.частные размещения	31	32 068
Всего	40	50 486

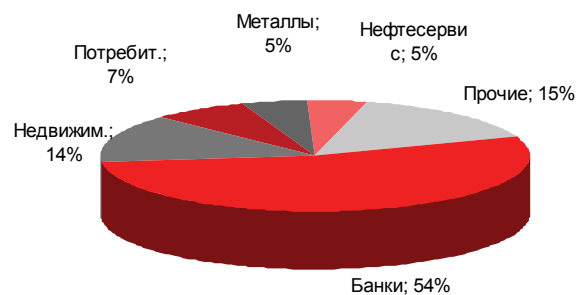
Источник: данные компаний, Отдел исследований Альфа-Банка
*По данным на 3 декабря 2007 г.

Илл. 10: Отраслевая структура капитализации российского рынка акций



Источник: РТС
* на 3 декабря 2007 г., рассчитано по 98 наиболее ликвидным акциям

Илл. 11: Отраслевая структура размещений, состоявшихся в 2007 г.



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка
* на 3 декабря 2007 г.

Пропорции размещений сместились в пользу российских бирж

По итогам года объем размещений, как ожидается, превысит 32 млрд. долл. (без учета размещений электроэнергетических активов). С учетом совершенных и запланированных размещений энергоакций, объем IPO, SPO и частных размещений достигнет почти 52 млрд. долл.

За истекшую часть года состоялось в общей сложности 40 выпусков акций (включая сделки, связанные с приобретением активов электроэнергетики), общая сумма привлеченных средств составила \$50 млрд. (32 млрд. долл. без учета частных размещений). Одиннадцать

эмиссий было проведено в форме международных IPO, исключительно в Лондоне. Пятнадцать IPO/SPO были реализованы только на отечественных площадках. В целом, пропорции размещений с 2005 г. изменились с 94% и 6% в пользу размещений за рубежом, до 48% на 52% в пользу российских бирж в 2007 г. Сводные данные по всем выпускам и сделкам приведены в Илл 12.

Основным фактором, повлиявшим на это соотношение, стало размещение на внутреннем рынке 84% из 12,8 млрд.долл. в форме выпусков прав и SPO, в то время как из общего объема IPO на внутреннем рынке было размещено только 31%.

Активность рынка IPO в 2007 г. растет относительно показателя активности вторичного рынка. Если в 2005 г. объем рынка IPO российских компаний составил 2,3% от общего оборота российских и западных бирж, то в 2006 г. этот показатель вырос до 3,0%, а в январе-ноябре 2007 г. — превысил 5%.

Илл. 12: Завершенные размещения в январе-декабре 2007 г.

Компания	Период	Отрасль	Объем размещения, млн.долл.		Цена, долл./акцию	Цена, долл./GDR
			Всего	Российский рынок/Международные рынки		
Завершенные IPO						
Полиметалл	Февраль	Металлургия	605	605		7,75
Ситроникс		Технологии	402	402		0,24
Интегра		Нефтесервис	768	768		
Волга Газ	Апрель	Нефть и газ	136	136		6,0
ММК		Металлургия	1 000	1 000		12,5
Нутритек		Потребительский	200	200	53	
AFI Development	Май	Недвижимость	1 400	1 400		14
Фармстандарт		Потребительский	880	402	478	58,2
ВТБ		Банки	8 000	2 810	5 190	0,00528
Группа Дикси		Потребительский	360	360		14,4
РТМ		Недвижимость	92	92		2,3
Росинтер		Потребительский	100	100		32
Группа ПИК	Июнь	Недвижимость	1 850	598	1 252	25
Армада		Технологии	29	29		14,67
М-Видео	Ноябрь	Потребительский	365	365		6,95
Банк Санкт-Петербург		Банки	274	274		5,4
НМТП		Транспорт	1 000	700	300	0,256
Евразия		Нефтесервис	719	719		23,5
Группа ЛСР		Строительство	772	772		72,5
Синергия		Потребительский	190	190		70
Всего, завершенные IPO			19 234	5 994	13 241	
Эмиссии прав/SPO						
Сбербанк	Март	Банки	8 800	8 800		3,4
RGI International	Апрель	Недвижимость	235		235	10,44
Банк Возрождение	Май	Банки	177	177		59
Открытые инвестиции		Недвижимость	325	325		180,75
Силовые машины	Июль	Машиностроение	275	275		0,184
ОГК-2	Сентябрь	Электроэнергетика	996		996	0,16
Уралкалий	Октябрь	Производство удобрений	948	237	711	3,5
Открытые инвестиции	Октябрь	Недвижимость	591	591		290
Аптечная сеть 36,6	Ноябрь	Потребительский	109	109		75,96
Разгуляй		Потребительский	70	70		5
РБК	Декабрь	Медиа	187	187		
Всего, завершенные эмиссии			12 834	10 771	2 063	
Частные размещения/продажи стратегическим инвесторам						
ОГК-3	Март	Электроэнергетика	3100	3100		0,17
Мосэнерго	Май	Электроэнергетика	2344	2344		0,2038
ТГК-5		Электроэнергетика	453	453		0,0014
ОГК-5	Июнь	Электроэнергетика	1516	1516		0,172
ТГК-1	Сентябрь	Электроэнергетика	2805	2805		0,0014
ОГК-4		Электроэнергетика	5781	5781		0,134
ТГК-8	Октябрь	Электроэнергетика	1658	1658		0,0014
Urals Energy	Декабрь	Нефть и газ	128		128	3,88
ТГК-9		Электроэнергетика	633	633		0,000327
Всего, частные размещения			18 418	18 290		
Всего привлечений через IPO и эмиссию прав			32 068	16 765	15 303	
Всего			50 486	35 055	15 432	

Источник: данные компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

* По данным на 3 декабря 2007 г.

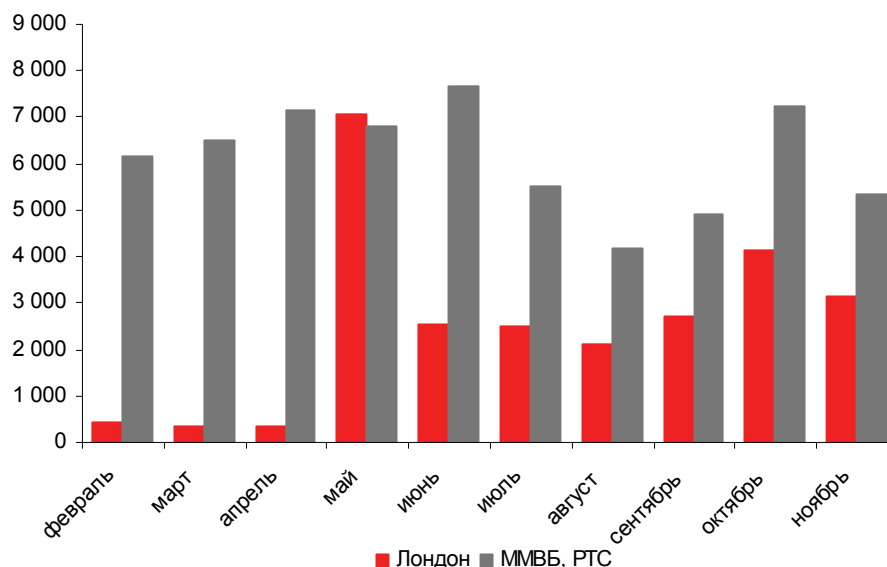
Илл. 13: Активность на вторичном рынке (PTC, ММБВ, LSE и NYSE)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007**
Оборот вторичного рынка, млрд. долл.	5,53	20,8	27,8	41,7	122,7	186,8	212	592,4	1020
Оборот IPO*, млрд. долл.	0,052	0,323	0	0,22	0,014	0,62	4,926	17,7	50,5
% IPO от вторичного оборота	0,94	1,55	0,00	0,53	0,01	0,33	2,32	2,99	5,0

Источник: Источник: PTC, ММБВ, LSE, NYSE, данные компаний, оценки Альфа-Банка

*с учетом электроэнергетики, ** на 3 декабря 2007 г.

Илл. 14: Объем торгов акциями эмитентов 2007 г. в Лондоне и на российских биржах, млн. долл.



Источник: Bloomberg.

Илл. 15: Объем торгов акциями эмитентов 2007 г. в Лондоне и в России, млн. долл.

	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	Всего
Всего	6 589	6 842	7 503	13 889	10 209	8 005	6 298	7 605	11 392	8 477	86 810
Лондон	412	335	341	7 064	2 533	2 484	2 130	2 717	4 146	3 159	25 321
ММВБ, РТС	6 177	6 508	7 161	6 825	7 676	5 521	4 167	4 888	7 246	5 319	61 488

Источник: Bloomberg, RTS

Возможность реализации столь значительных объемов эмиссии акций на фоне скудного притока средств в фонды России и стран СНГ (см. Илл.9) объясняется в том числе и тем, что значительная часть полученных средств поступила не от традиционных портфельных инвесторов, а от стратегических игроков и нетрадиционных отечественных инвесторов, располагающих крупными финансовыми ресурсами, таких как ФПГ и их собственники.

Илл. 16: Приток средств в фонды России, страны СНГ, Китая и BRIC

Период	Россия и СНГ всего, \$ млн.	GEM всего, \$ млн	Китай всего, \$ млн	BRIC всего, \$ млн
2006, всего	896	-85,5	н/д	4293,8
Январь	25,2	1290,4	2304,9	567,2
Февраль	113,8	-506	-879,5	23,3
Март	-224,3	-1423,2	-1810,8	-711
Апрель	-15,7	1193,1	135,4	-99,7
Май	-248	777	-2824,4	-429,1
Июнь	7,5	199,5	-1869,7	-186,4
Июль	145,8	667,7	1919,5	426
Август	-109,5	-1563	-538,6	-394,1
Сентябрь	20,7	3400,4	3129,5	682,2
Октябрь	417,7	7269,1	2553,8	1697,2
Ноябрь	170,7	-1 875,7	-2 602,1	295,9
С начала года, всего	303,9	9 429,3	-482,0	1 871,4

Источник: Emerging Portfolio Fund Research

Эмитенты учли проблемы, возникавшие в 2005 - 2006 гг.

Эмитенты учли проблемы, возникавшие в 2005 – 2006 гг., в особенности значительное количество IPO с негативной динамикой стоимости акций после размещения, а также требования покупателей, и стали предлагать акции по более привлекательным ценам. Цены большинства выпусков, завершенных в первой половине текущего года, оказались ближе к нижней границе первоначально установленных диапазонов, либо более тщательный анализ рынка позволил определить оптимальные ценовые интервалы до их публикации.

Все IPO, реализованные после августовско-сентябрьского кризиса ликвидности на международных и западных биржах (2007 г.) также прошли ниже или вровень с верхней границей обозначенного ценового диапазона. Даже в условиях многократной переподписки. Некоторые эмитенты пошли на занижение цены размещения преднамеренно. Что было связано не только с желанием компаний и организаторов застраховать себя от «инвесторов-отказников» или желанием эмитента реализовать последующую (сразу за IPO) допэмиссию для привлечения нового капитала. Важной характеристикой для эмитентов становится динамика акций на вторичном рынке после IPO. Она несет в себе имиджевую нагрузку для эмитента, создавая компании «историю роста».

Илл. 17: Изменение курсовой стоимости выпусков в октябре-ноябре 2007 г.

Компания	Дата начала торгов	Диапазон	Цена размещения	Изм.цены*	Изм.РТС**
М-Видео	Ноябрь 1	6,75-7,25	6,95	-13%	5%
Банк Санкт-Петербург	Ноябрь 2	5-5,4	5,4	-6%	5%
НМТП	Ноябрь 2	0,2027-0,256	0,256	6%	5%
БК Евразия	Ноябрь 2	20,8-27,2	23,5	11%	5%
Аптечная сеть 36.6	Ноябрь 2	75,96	75,96	-10%	3%
Синергия	Ноябрь 15	61-72	70	-6%	6%
Группа Разгуляй	Ноябрь 19	5	5	3%	8%
Группа ЛСР	Ноябрь 20	14-15	14,5	-10%	7%

Источник: Bloomberg

*на 3 декабря 2007 г.

** изменение индекса РТС за соответствующий период

На IPO в банковском секторе и недвижимости пришлось 68% общего объема первичных размещений

Итоговый эффект эмиссии акций в столь крупных масштабах также состоит в том, что структура фондового рынка, для которой ранее было характерно полное доминирование нефтяных компаний и «Газпрома», показывает сейчас намного меньший перекос в сторону сырьевых отраслей. На IPO в банковском секторе и недвижимости пришлось 68% общего объема первичных размещений. Хотя нефтегазовый сектор продолжает доминировать на фондовом рынке, сегодня на нем представлен гораздо более широкий спектр различных отраслевых направлений для инвесторов, желающих вкладывать свои капиталы в рост российской экономики.

Илл. 18: Объем размещений по секторам

	Кол-во размещений	Объем, млн.долл.	%
Банки	4	17251	53,8%
Недвижимость	6	4493	14,0%
Потребительский	8	2274	7,1%
Металлургия	2	1605	5,0%
Нефтесервис	2	1487	4,6%
Производство удобрений	1	1092	3,4%
Транспорт	1	1069	3,3%
Электроэнергетика	1	996	3,1%
Строительство	1	772	2,4%
Технологии	3	618	1,9%
Машиностроение	1	275	0,9%
Нефть и газ	1	136	0,4%
Всего	31	32 068	

Источник: данные компаний, Отдел исследований Альфа-Банка
* По данным на 3 декабря 2007 г.

Масштабный выпуск акций банков, энергетических и металлургических компаний, а также акций потребительских компаний, ориентированных на внутренний рынок, привел к тому, что удельный вес нефтегазового сектора в суммарном объеме рынка ликвидных акций опустился с 68% в конце 2006 г. до 55%, металлургических компаний — достиг 12%, электроэнергетических — 12%, а банков — 12%. Два крупнейших банка в текущем году привлекли путем IPO (ВТБ, 8 млрд. долл.) и SPO (8,8 млрд. долл.) около 17 млрд. долл. Первое место с акциями банков разделили электроэнергетические компании, реализовавшие акций на сумму 17 млрд. долл., из которых львиную долю заняли частные размещения. Вторым по объему привлеченного в ходе IPO капитала стал сектор недвижимости с результатом 4,5 млрд. долл.

Ожидавшегося оживления на рынке IPO во второй половине года не произошло. Причиной стал мировой кризис ликвидности и напряженность на внутреннем рынке заимствований.

Компания «РУСАЛ», сгенерировавшая высокий потенциальный интерес инвесторов, в том числе крупнейших международных фондов, пока не торопится с проведением IPO. IPO холдинга запланировано и закреплено в договоре акционеров на 2007 — 2010 гг.

Кризис ликвидности снизил активность на рынке IPO

«РУСАЛ» не спешит с IPO

Состоявшиеся IPO на международных рынках

ГК Интегра

Одна из ведущих российских диверсифицированных сервисных и машиностроительных компаний, оказывающих услуги предприятиям нефтегазовой отрасли. Клиентами компании являются крупнейшие российские и международные нефтегазовые компании, оперирующие в РФ. Февральское IPO компании прошло по \$16,75 за GDR, т.е. по верхней границе ценового диапазона (\$13,75 – 16,75 за GDR). В ходе роуд-шоу объем размещения был увеличен с 500 млн. долл. до 768 млн.долл.

ВТБ

Банк привлек \$8 млрд, проведя IPO в Лондоне и листинг на отечественной площадке. Первоначально планировалось собрать около \$4.5 млрд, но в итоге банк значительно увеличил общую сумму эмиссии. 2/3 всех средств было привлечено путем выпуска GDR.

Итоговая цена составила \$10.56 за GDR, так что размещение прошло ближе к верхней границе объявленного ценового диапазона (\$8.77 - \$10.79).

AFI Development Компания привлекла \$1.4 млрд на LSE. Хотя она была создана для управления активами в сфере недвижимости израильского холдинга Africa Israel Investments, мы включаем данное IPO в список российских, поскольку бизнес компании ориентирован на Россию.

Фармстандарт Фармстандарт, одна из ведущих российских фармацевтических компаний, правильно определила цену выпуска: установив первоначальный ценовой интервал на уровне \$46.2 - \$58.2 за акцию, она успешно привлекла \$880 млн, разместив акции по верхней границе диапазона.

ММК Российская сталелитейная компания, определила предварительный ценовой интервал в \$12.5 - \$15.5 за GDR, итоговый выпуск был реализован по нижней границе этого интервала. В ходе размещения компания привлекла \$1 млрд.

Группа ПИК Группа привлекла \$1.85 млрд, проведя IPO в Лондоне и получив листинг в России. Предварительный ценовой интервал составлял \$25 - \$31 за акцию, размещение прошло по нижней границе этого интервала. Спрос со стороны традиционных инвесторов оказался слабым, однако, размещение было спасено двумя азиатскими фондами, каждый из которых вложил в акции группы по \$500 млн.

Уралкалий Вторая попытка размещения акций крупнейшего российского производителя калийных удобрений оказалась удачной (первая попытка была предпринята в октябре 2006 г., но тогда размещение было отложено, поскольку собственник оказался недоволен предложенной ценой). В ходе IPO на LSE и PTC цена размещения была установлена по верхней границе ценового диапазона (\$2,8-3,5 за акцию и \$14-17,5 за GDR), и компания привлекла \$950 млн. (без учета опциона на 15% от размещения GDR).

Группа ЛСР Один из ведущих девелоперов и производителей строительных материалов в Санкт-Петербурге и Ленинградской области. Компания разместила акции по \$72,5/акцию (\$14,5/ГДР) и привлекла \$772 млн.

Синергия первый российский производитель ликеро-водочной продукции, размещающий акции на бирже. По данным Росстата объем производства в 2006 г. составил 4,78 декалитров или 5,58% от российского производства. В ходе размещения было привлечено \$190 млн., а капитализация достигла \$1 млрд.

Буровая компаний «Евразия»

Буровая компания Евразия по итогам 2006 г. занимала 20% рынка буровых работ в России и 8% рынка сервисных услуг. В ходе размещения цена GDR была

установлена на уровне \$23,50, что оказалось несколько ниже средней границы целевого диапазона \$20,8-27,2. Объем размещения составил \$719 млн, а капитализация - \$3,5 млрд. При этом сама компания привлекла \$450 млн, а \$269 млн в форме GDR разместили нынешние акционеры.

Состоявшиеся IPO на внутреннем рынке

- Группа Дикси** Первоначальный интервал для Группы Дикси, третьей по величине российской сети супермаркетов, составлял \$16.5 - \$22.0 за акцию, однако в результате давления инвесторов итоговая цена выпуска оказалась ниже его нижней границы, составив \$14.4 за акцию.
- Росинтер** Первая российская сеть ресторанов, выведенная на биржу, установила предварительный интервал \$31 - \$43 за акцию, итоговое размещение прошло по цене \$32 за акцию.
- PTM** Российская девелоперская компания определила первоначальный ценовой диапазон в \$2.6 - \$3.25 за акцию, однако он превысил ожидания инвесторов. В результате цена размещения составила \$2.3 за акцию или на 10% ниже минимальной границы.
- Армада** Бывшая «РБК Софт» была выделена в 2007 году из «РБК Информационные системы». Одно из первых IPO проведенных в секторе инновационных и растущих компаний (ИПК) ММВБ и на площадке RTS Start. Размещение проводилось по фиксированной цене в \$14,7 за акцию. В ходе размещения спрос почти в десять раз превысил предложение, и компании удалось привлечь \$30 млн.
- М.Видео** Вторая по величине российская розничная сеть по продаже электроники провела размещение по цене \$6,95 за акцию. Первоначальный диапазон размещения составлял \$6-8, но затем был сужен до \$6,75-7,25. В результате размещения было привлечено \$365 млн, из которых \$203 млн поступят в компанию, которая направит их на региональную экспансию сети.
- НМТП** Новороссийский морской торговый порт (НМТП) - стивидорная компания, образованная в результате приватизации российских портов в начале 90-х гг. В рамках IPO компания разместила акции по \$0,2560, что соответствует верхней границе ценового диапазона \$0,2027-0,2560. Объем привлечения составил \$1 млрд., а рыночная капитализация по итогам размещения превысила \$4,9 млрд.
- Банк Санкт-Петербург** Банк занимает 27 место по размеру активов среди российских банков (на 1 июля 2007г.). В ходе IPO разместил 50,8 млн. обыкновенных акций по цене \$5,4 за акцию и \$16,2 за GDR. В результате объем

привлеченных средств составил \$270 млн, а капитализация превысила \$1,6 млрд.

Вторичные размещения (SPO)

- Сбербанк** Банк привлек \$8.8 млрд в форме выпуска «прав» для существующих акционеров и новых инвесторов. Эмиссия была очень сильно ориентирована на внутренний спрос, и ЦБ России, в качестве представителя государства, выкупил свою квоту в размере более 60%.
- Открытые инвестиции** Российская инвестиционно-девелоперская группа дважды осуществляла допэмиссию акций в 2007 г.: в мае и в октябре. В результате компания привлекла более \$900 млн у существующих акционеров.
- Банк Возрождение** Нынешние акционеры, воспользовавшись преимущественным правом, выкупили 10% эмиссии. 70% эмиссии приобрели международные инвесторы, остальной объем акций был выкуплен российскими инвесторами.
- Силовые машины** В августе компания, ведущий российский производитель в области энергомашиностроения, завершила дополнительную эмиссию акций в рамках вторичного размещения. Объем привлеченных средств составил \$275 млн, при этом 87,37% допэмиссии были приобретены акционерами, имеющими преимущественное право выкупа.
- ОГК-2** Размещение акций генерирующей компании на LSE проходило в крайне неблагоприятных рыночных условиях. Книга заявок была подписана по нижней границе диапазона - \$0,1475 за акцию. Однако рыночная стоимость акций на тот момент была выше, поэтому была открыта новая книга заявок по цене \$0,16 за акцию. Но в силу низкого спроса со стороны инвесторов компания смогла привлечь около \$1 млрд вместо запланированных \$1,7 млрд. При этом почти две трети объема были выкуплены Газпромом.
- Аптечная сеть 36,6** первая публичная российская компания сектора розничной торговли товарами для красоты и здоровья в рамках SPO разместила 1,5 млн. дополнительной эмиссии акций и привлекла около \$109 млн. При этом 3,17% допэмиссии выкупили акционеры компании по преимущественному праву.

Отмененные/перенесенные размещения

РЕСО-Гарантия Ожидалось, что страховая компания проведет IPO в июне 2007 г., но в ходе подготовки собственники оказались недовольны возможной ценой размещения. При этом основной причиной стало то, что среди потенциальных инвесторов присутствовали только хедж-фонды. В результате было принято решение отказаться от размещения, чтобы акции компании не стали объектом краткосрочных спекуляций. Тем не менее, компания полностью не отказалась от планов проведения IPO.

Russian Timber Group (ранее Tynda Forest Holdings Ltd) занимается лесопромышленной деятельностью на российском Дальнем Востоке. Компании и ее дочерним предприятиям принадлежат права на освоение 2,4 млн га лесов на территории России. Компания планировала провести размещение на AIM в Лондоне, однако было принято решение отложить выпуск акций в связи с неблагоприятной рыночной конъюнктурой.

New Russian Generation Ltd Инвестфонд, в котором консолидированы энергетические активы управляющей компании Prosperity Capital Management, планирует разместить акции на LSE. По оценкам компании объем размещения должен был составить \$480-590 млн., однако было принято решение отложить выпуск акций в связи с неблагоприятной рыночной конъюнктурой.

Электроэнергетика Прогноз о том, что электроэнергетика предоставит в распоряжение инвесторов фондового рынка в 2007 г. новые акции объемом около 10 млрд. долл., пока не реализовался. Уже реализованные пакеты были «перехвачены» стратегическими инвесторами, и ожидается, что большинство из эмиссий, планируемых на остаток года, также будут выкуплены в рамках стратегических инвестиций российских и иностранных компаний.

Успех и неудачи IPO. Доходность в 2007 г.

Из 30 компании, осуществивших первичное или дополнительное размещение акций в январе-ноябре, 15 торгуются ниже цены, по которой они были предложены инвесторам. Для сравнения из 15 размещений 2006 г. ниже цены размещения на настоящий момент торгуются только 3 компании. Тем не менее, доходность большинства акций, выпущенных в 2007 г. и демонстрирующих положительную динамику, превышает доходность индекса РТС.

Илл. 19: Динамика цены акций после размещения, 2006 и 10M2007 гг.

Дата выпуска	Компания	Привлечено всего, млн долл	Цена размещения, долл/акция	Текущая* цена, долл/акция	Изменение
Выпуски 2006					
<i>1 полугодие</i>					
Февраль	Комстар-ОТС	1 062	7,25	11,4	57%
Февраль	Trader Media East	650	13	15	15%
Март	Разгуляй	144	4,8	5,15	7%
Апрель	Верофарм	140	28	49	75%
Апрель	Магнит	368	27	46,5	72%
Май	Черкизово	251	15,25	13,5	-11%
Май	СТС Media	381	14	24,13	72%
<i>2 полугодие</i>					
Июль	Роснефть	10 656	7,55	9,02	19%
Октябрь	ТМК	1 084	5,4	11,05	105%
Октябрь	ОГК-5	459	0,09	0,175	95%
Ноябрь	Система-Галс	432	10,7	8,8	-18%
Ноябрь	Челябинск Цинк	324	16,75	12,88	-23%
Ноябрь	Северсталь	1 222	12,5	22,47	80%
Ноябрь	Распадская	317	2,25	5,2	131%
Декабрь	Вимм-Билль-Данн	165	37,5	115,9	209%
Выпуски 2007					
<i>1 полугодие</i>					
Февраль	Полиметалл	605	7,75	7,03	-9%
Февраль	Ситроникс	402	0,24	0,11	-56%
Февраль	Интегра	768	16,75	14,7	-12%
Февраль	Сбербанк	8 800	3,40	4,25	25%
Апрель	ММК	1 000	12,5	17,6	41%
Апрель	Нутритек	200	53	52,25	-1%
Апрель	RGI International	235	10,44	9,45	-9%
Апрель	Volga Gas	136	6,0	6,77	13%
Май	Фармстандарт	880	58,2	61,8	6%
Май	ВТБ	8 000	10,55	9,1	-14%
Май	AFI Development	1 400	14	9,2	-34%
Май	Группа Дикси	360	14,4	13,95	-3%
Май	Банк Возрождение	177	59	65,2	11%
Май	Open Investments	325	180,75	285	58%
Май	RTM	92	2,3	2,99	30%
Июнь	Росинтер	100	32	56	75%
Июнь	Группа ПИК	1 850	25	30,75	23%
Июнь	Армада	29,34	14,67	21,45	46%
<i>2 полугодие</i>					
Июль	Силловые машины	275	0,184	0,18	-2%
Сентябрь	ОГК-2	995,9	16	15,75	-2%
Октябрь	Уралкалий	1069	17,5	23,46	34%
Октябрь	Open Investments	325	290	291	0%
Ноябрь	М-Видео	365	6,95	6,4	-13%
Ноябрь	Банк Санкт-Петербург	274	5,4	5,07	-6%
Ноябрь	НМТП	1,092	0,256	0,268	6%
Ноябрь	БК Евразия	719	23,5	26,5	11%
Ноябрь	Группа ЛСР	772	14,5	13,05	-10%
Ноябрь	Синергия	190	70	65,5	-6%
Ноябрь	Аптечная сеть 36,6	109	75,96	68,4	-10%
Ноябрь	Группа Разгуляй	70	5	5,2	4%

Источник: *Влоотберг*, данные компаний, Отдел аналитических исследований Альфа-Банка

*По данным на 3 декабря 2007 г.

Компании, рискнувшие разместиться вблизи нижней границы диапазона, оказались более успешными

Из 20 акций, размещенных в ходе IPO, только 4 сейчас торгуются выше верхней границы первоначального ценового диапазона

В общем случае результат размещения акций зависит от характеристик эмитента, а также стратегии выхода на рынок: выбора цены размещения и времени предложения акций инвесторам. Весной этого года многие компании, разместившие акции, смогли продемонстрировать достаточно высокий рост курсовой стоимости. Так, максимальный рост продемонстрировали акции компании «Росинтер» – с июня по декабрь их цена выросла на 75%. Вторыми по доходности стали акции компании «Открытые инвестиции», которая разместила первую в 2007 г. дополнительную эмиссию акций в мае. К декабрю ее котировки выросли на 58%. За тот же период индекс РТС вырос только на 20%.

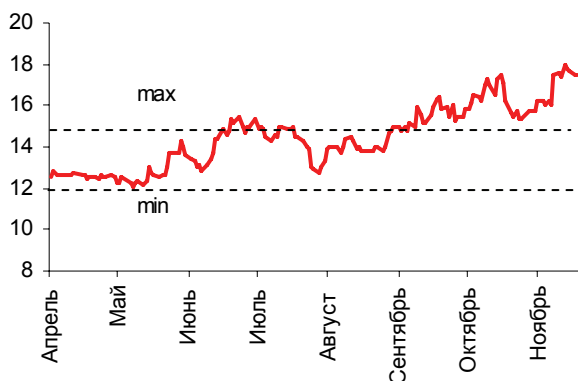
Первичные размещения акций в первом полугодии 2007 г. в основном проходили либо вблизи, либо по нижней границе ценового диапазона, определенного в ходе подготовки размещения. Из 9 компаний, выбравших данную стратегию, четыре (ММК, «Росинтер», Группа ПИК и РТМ) продемонстрировала значительный рост котировок на 22-73%, и только у одной компании («Ситроникс») цена акций сократилась более чем на 50%. Котировки остальных компаний либо стагнировали, либо незначительно снизились. Вместе с тем, из упомянутых компаний только ММК и «Росинтер» смогли выйти за верхнюю границу первоначального диапазона.

Из семи компаний, разместивших акции либо вблизи, либо по верхней границе диапазона, только две торгуются на этом уровне (Фармстандарт и НМТП). В итоге из 20 акций, размещенных в ходе IPO в январе-ноябре 2007 г., только 4 в настоящее время торгуются выше верхней границы первоначального ценового диапазона – это ММК, «Росинтер», «Фармстандарт» и НМТП.

Как мы уже упоминали, эмитенты учли проблемы, возникавшие в 2005 – 2006 гг., в особенности значительное количество IPO с негативной динамикой стоимости акций после размещения, и стали предлагать акции по более привлекательным ценам. Все IPO, реализованные после августовско-сентябрьского кризиса ликвидности на международных и западных биржах (2007 г.) прошли ниже или вровень с верхней границей обозначенного ценового диапазона. Даже в условиях многократной переподписки. Некоторые эмитенты пошли на занижение цены размещения преднамеренно. Что было связано не только с желанием компаний и организаторов застраховать себя от «инвесторов-отказников» или желанием эмитента реализовать последующую (сразу за IPO) допэмиссию для привлечения нового капитала.

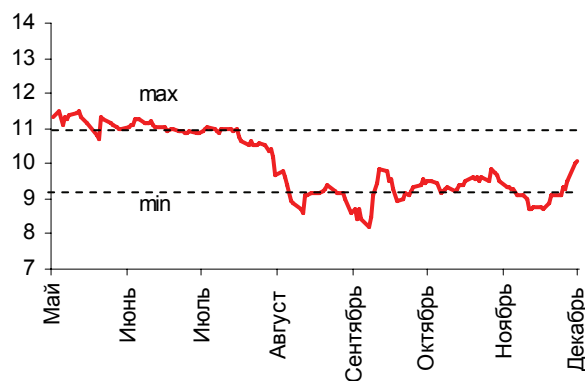
Ниже представлены графики изменения курсовой стоимости акций некоторых наиболее крупных IPO 2007 г. (см. Илл 14-17).

Илл. 20: Динамика акций ММК, \$



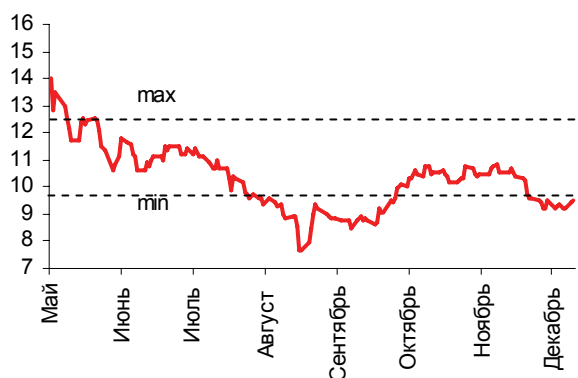
Источник: Bloomberg
* на 3 декабря 2007 г.

Илл. 21: Динамика GDR ВТБ, \$



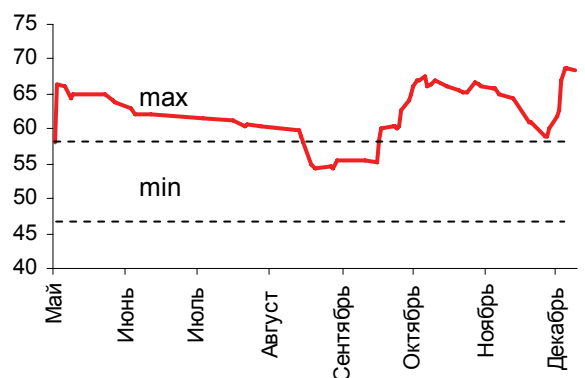
Источник: Bloomberg
* на 3 декабря 2007 г.

Илл. 22: Динамика GDR AFI Development, \$



Источник: Bloomberg
* на 3 декабря 2007 г.

Илл. 23: Динамика акций Фармстандарта, \$



Источник: Bloomberg
* на 3 декабря 2007 г.

В целом, учитывая достаточно разнородную динамику котировок акций компаний после проведения IPO, можно сделать следующий вывод: несмотря на важность тактических решений, гораздо более важную роль играет соотношение объявленной цены и характеристик компании. В ряде случаев негативная оценка перспектив развития компании, недостаток прозрачности вместе с завышенной, по мнению инвесторов, ценой могут перевесить позитивные перспективы развития сектора, в котором она работает. Так, несмотря на положительную оценку перспектив российского сектора недвижимости, и на удачное размещение акций «Открытых инвестиций», а также «Группы ПИК», акции компании AFI Development, проводшей эмиссию примерно в это же время, торгуются сейчас на 26% ниже цены размещения. Похожая история наблюдается и в банковском секторе.

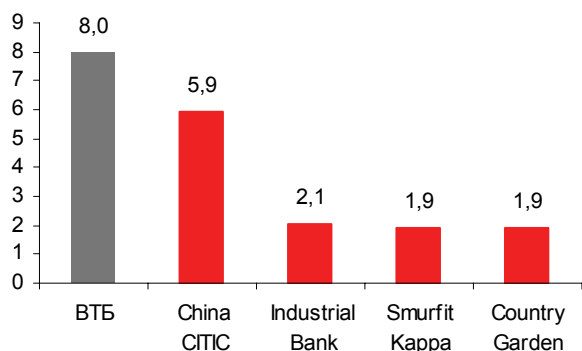
ВТБ: история роста

Эксперты сдержаны в оценках результатов IPO ВТБ для инвесторов

Государство, безусловно, гораздо более оптимистично в оценке IPO ВТБ, нежели частный бизнес и независимые эксперты. Делая акцент на объеме привлеченных средств, числу привлеченных на фондовый рынок инвесторов-физических лиц и социальную ответственность, чиновники и представители ВТБ не оценивают экономическую эффективность IPO. Кроме того, ощущается некоторая апатия менеджеров и сотрудников ВТБ после IPO к происходящему.

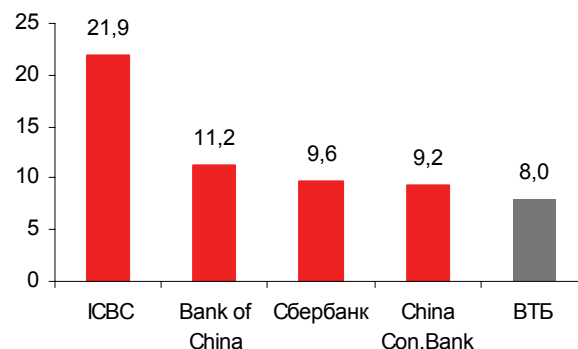
В мае 2007 г. Банк привлек \$8 млрд, проведя международное IPO в Лондоне и листинг на отечественной площадке. Первоначально эмитент планировал собрать порядка \$4.5 млрд, но в конечном счете, банк значительно увеличил общую сумму эмиссии, и 2/3 всех средств было привлечено путем выпуска ADR. Первоначально зафиксированный интервал цен составил от \$8.77 до \$10.79, итоговая цена составила \$10.56 за ADR.

Илл. 24: Крупнейшее IPO с начала 2007 г., млрд.долл.



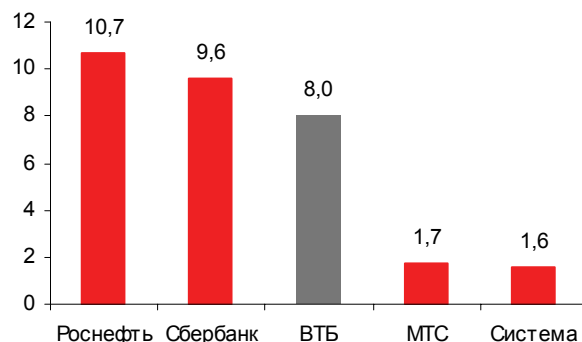
Источник: ВТБ, оценки Альфа-Банка

Илл. 25: 5-е IPO в мире по объему среди банков, млрд.долл.



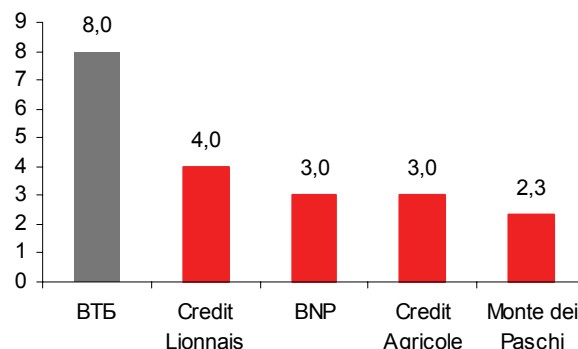
Источник: ВТБ, оценки Альфа-Банка

Илл. 26: 3-е по величине IPO в России, млрд.долл.



Источник: ВТБ, оценки Альфа-Банка

Илл. 27: Крупнейшее банковское IPO в Европе, млрд.долл.



Источник: ВТБ, оценки Альфа-Банка

Соглашаясь с мнением о том, что инвесторы приобрели на IPO «историю роста» компании, независимые эксперты и представители бизнеса все же указывают на низкое качество проведения IPO, а также

IPO ВТБ стало крупнейшим банковским IPO в мире в 2007 г.

информационную непрозрачность эмитента в период августовско-сентябрьской напряженности на денежном рынке.

IPO ВТБ стало крупнейшим *банковским* IPO в мире в 2007 г., крупнейшим в Европе за всю историю IPO и крупнейшим IPO в России. (С 2000 г. во всем мире проведено IPO банков на 100 млрд. долл. (не включая SPO). 66,6% — пришлось на страны BRIC, 33,4% — на остальные страны)). Снижение капитализации эмитента на 14% за шесть месяцев, негативно сказывается как на имидже российского фондового рынка, так и государства — как соакционера (77% акций ВТБ закреплено за государством) и управляющего.

Эксперты, в отличие от государства, уповающего на высокий приток инвестиций в ходе IPO, делают акцент на «социальной» и имиджевой составляющей. Говоря об этом, они указывают на то, что 123 тыс. человек (население), инвестировавших в акции ВТБ, за пять месяцев потеряло значительную часть накоплений. Это — ¼ всех физических лиц, зарегистрированных в фондовой секции на ММВБ (!).

Доходность: ставка на вторичные размещения

В среднем, рост курса акций, предложенных инвесторам в 2007 г. в ходе вторичных размещений, был больше, чем в случае первичных размещений. Однако прямое сравнение в данном случае не очень показательно, поскольку размещения проходят в разное время и в разных рыночных условиях, акции торгуются на рынке в течение периодов разной продолжительности и имеют разную ликвидность.

Илл. 28: Основные характеристики IPO/SPO

Компания	Месяц	Цена \$/акцию	Цена \$/GDR	Объем привлечения, \$ млн.	Привлечение средств компанией, \$ млн	Среднемесячный прирост цен, %	Использование средств	
IPO								
Полиметалл	Февраль		7,75	605	310	-0,9%	погашение задолженности	
Ситроникс	Февраль	0,24	12	402	372	-5,6%	приобретения, инвестиции, погашение задолженности, общие корпоративные цели	
Интегра	Февраль		16,75	750	586	-1,2%	погашение задолженности, инвестиции	
ММК	Апрель	0,9615	12,5	1000	1366	5,2%	инвестиции	
Нутритек	Апрель		53	200	91	-0,7%	приобретения, инвестиции	
Волга Газ	Апрель		6	136	136	0,6%	приобретения, инвестиции	
AFI Development	Май		14	1400	1400	-4,6%	приобретения, инвестиции	
Фармстандарт	Май	58,2	14,55	880	-	2,5%	средства поступили продающему акционеру	
ВТБ	Май	0,00528	10,5	8000	8000	-0,9%	приобретения, инвестиции, расширение бизнеса	
Группа Дикси	Май		14,4	360	144	0,6%	приобретения, инвестиции	
RTM	Май		2,3	92	80	4,3%	приобретения, инвестиции	
Росинтер	Май		32	100	35	11,7%	погашение задолженности	
Группа ПИК	Июнь		25	25	1850	925	3,5%	приобретения, инвестиции, погашение задолженности
Армада	Июль		14,9	30	30	10,5%	приобретения, инвестиции	
М-Видео	Ноябрь		6,95	365	209	-8%	приобретения, инвестиции	
Банк Санкт-Петербург	Ноябрь		5,4	16,2	274	274	0%	приобретения, инвестиции
Новороссийский морской порт	Ноябрь	0,256	19,2	1092	-	5%	средства поступили продающему акционеру	
БК Евразия	Ноябрь		23,5	784	515	13%	приобретения, инвестиции, погашение задолженности	
Группа ЛСР	Ноябрь		72,5	14,5	772	123	-13%	приобретения, инвестиции
Синергия	Ноябрь		70	190	190	-6%	приобретения, инвестиции, расширение бизнеса	
SPO								
Сбербанк	Март		3,4	8796	8796	3,4%	приобретения, инвестиции, расширение бизнеса	
RGI International	Апрель		10,44	237	237	-1,8%	приобретения, инвестиции	
Банк Возрождение	Май		59	177	177	1,6%	приобретения, инвестиции, расширение бизнеса	
Открытые инвестиции	Апрель		180,75	325	325	9,4%	приобретения, инвестиции	
Силовые машины	Август		0,184	275	275	2,1%	инвестиции	
ОГК-2	Сентябрь		0,16	16	996	996	-0,8%	приобретения, инвестиции
Уралкалий	Октябрь		3,5	17,5	1069		32,4%	средства поступили продающему акционеру
Аптечная сеть 36,6	Ноябрь		75,96	109	109	-1%	повышение free float, расширение бизнеса	
Группа Разгуляй	Ноябрь		5	70	70	4%	приобретения, инвестиции	

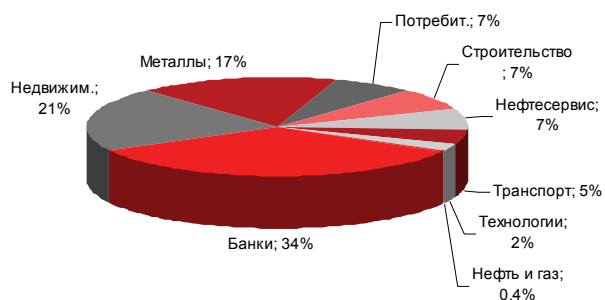
Source: данные проспектов эмиссии, Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

Учитывая это, мы подошли к сравнению доходностей акций с позиции инвестора, который покупает акции по мере того, как они выводятся на рынок. Такой подход позволяет получить адекватную оценку доходности в ситуации, когда акции постепенно докупаются в портфель, а не находятся в нем в течение всего периода оценки.

Из выпущенных в 2007 г. акций мы сформировали три основных портфеля: первый портфель из акций компаний, предложенных в ходе IPO, второй – из акций, предложенных в ходе вторичного размещения, и третий – объединенный портфель. Дополнительно, мы оценили доходность этих портфелей без учета инвестиций в акции «Сбербанка» и ВТБ, которые размещались в ходе «народных IPO». Таким образом, мы оцениваем доходность шести портфелей.

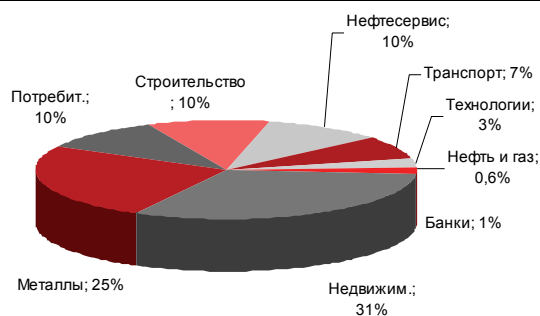
Ниже представлена структура портфелей по секторам на конец периода оценки, 3 декабря 2007 г.

Илл. 29: Структура портфеля акций IPO, %



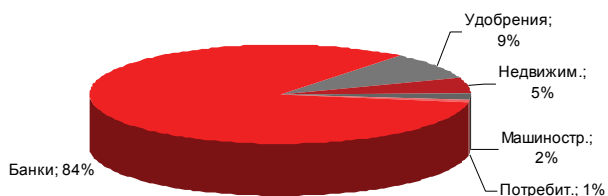
Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 30: Структура портфеля акций IPO без ВТБ, %



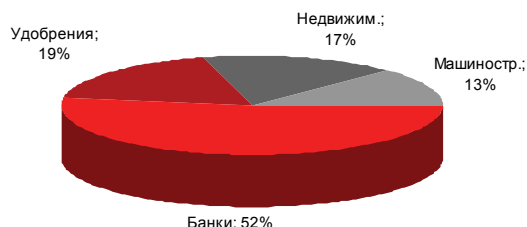
Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 31: Структура портфеля акций SPO, %



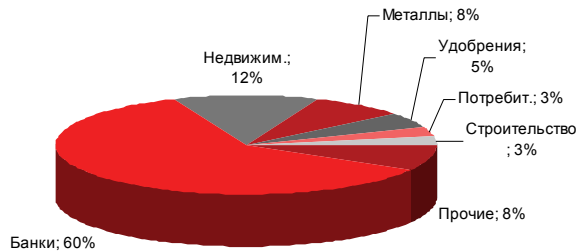
Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 32: Структура портфеля акций SPO без «Сбербанка» и Уралкалия, %



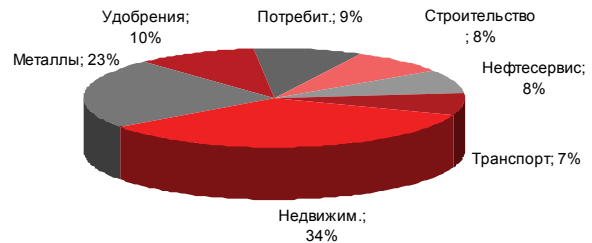
Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 33: Структура портфеля акций IPO/SPO, %



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 34: Структура портфеля акций IPO/SPO без «Сбербанка» и ВТБ, %



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 35: Состав портфеля акций IPO по компаниям, %

Структура портфеля акций IPO		Портфель акций IPO без ВТБ	
Компания	Вес, %	Компания	Вес, %
ВТБ	32,4%	Группа ПИК	22,1%
Группа ПИК	14,9%	ММК	22,0%
ММК	14,9%	Группа ЛСР	9,8%
Группа ЛСР	6,6%	AFI Development	8,6%
AFI Development	5,8%	Новороссийский морской порт	8,1%
Новороссийский морской порт	5,5%	БК Евразия	5,9%
БК Евразия	4,0%	Фармстандарт	5,3%
Фармстандарт	3,5%	Интегра	3,8%
Интегра	2,5%	Полиметалл	3,5%
Полиметалл	2,4%	Ситроникс	2,0%
Ситроникс	1,3%	Банк Санкт-Петербург	1,6%
Банк Санкт-Петербург	1,1%	М-Видео	1,4%
М-Видео	1,0%	Нутритек	1,2%
Нутритек	0,8%	Синергия	1,2%
Синергия	0,8%	Группа Дикси	1,1%
Группа Дикси	0,7%	Росинтер	0,9%
Росинтер	0,6%	RTM	0,7%
RTM	0,5%	Волга Газ	0,6%
Волга Газ	0,4%	Армада	0,4%
Армада	0,3%		

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

* По данным на 3 декабря 2007 г.

Илл. 36: Состав портфеля акций SPO по компаниям, %

Портфель акций SPO		Портфель акций SPO без «Сбербанка» и Уралкалия	
Компания	Вес, %	Компания	Вес, %
Сбербанк	82,0%	Открытые инвестиции	40,0%
Уралкалий	9,3%	Силовые машины	18,2%
Открытые инвестиции	3,5%	Банк Возрождение	16,2%
Силовые машины	1,6%	RGI International	13,7%
Банк Возрождение	1,4%	Аптчная сеть 36,6	6,7%
RGI International	1,2%	Группа Разгуляй	5,3%
Аптчная сеть 36,6	0,6%		
Группа Разгуляй	0,5%		

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

* По данным на 3 декабря 2007 г.

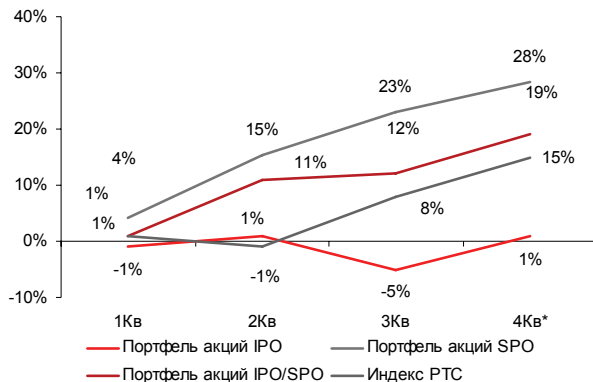
Предпосылки формирования портфелей и оценки их доходности.

- Начальной датой для расчета доходности портфелей является 29 декабря 2006. На эту дату инвестор имеет две альтернативы: вложение в индекс РТС или в акции компаний, выходящих на IPO/SPO в 2007 г. При втором варианте до покупки первых акций денежные средства хранятся в наличности и не приносят дохода.
- Средства инвестируются в акции компании, осуществляющей IPO/SPO по цене размещения. При этом вес акций в портфеле определяется на основе рыночной капитализации обыкновенных акций компаний на момент покупки их в портфель. Ограничений на долю акций в портфеле не предусматривается.
- Доходность портфеля за период между покупками акций определяется как средневзвешенное изменение рыночных котировок на дату пересмотра портфеля к дате, когда акции были включены в него. В качестве весов выступает доля акций в портфеле на начало периода, за который оценивается доходность.
- Доходность портфеля является произведением промежуточных доходностей и представляет собой взвешенную по времени доходность (time-weighted return, TWR) без учета налогов и комиссий. На основании промежуточных доходностей производится оценка кумулятивной доходности портфелей с начала года.

Результаты

- С начала года максимальную кумулятивную доходность показал портфель акций компаний, осуществивших вторичный выпуск (Портфель акций SPO). На 3 декабря 2007 г. его доходность составила около 28%, в то время как доходность индекса РТС составила 15%.
- Наихудшую доходность показал портфель акций компаний, вышедших на IPO – за 11 месяцев его доходность едва достигла 1% (см. Илл.35).
- Доходность объединенного портфеля (IPO/SPO) составила 19%, на 4 п.п. превысив доходность индекса РТС.
- Исключение из состава портфелей акций «Сбербанка» и ВТБ существенно повлияло на доходность портфелей, изменив показатели в большую сторону. Доходность портфеля вторичных размещений без учета «Сбербанка» и Уралкалия увеличилась до 50%, доходность портфеля первичных размещений без учета ВТБ выросла до 11%, а кумулятивная доходность объединенного портфеля составила 32%.

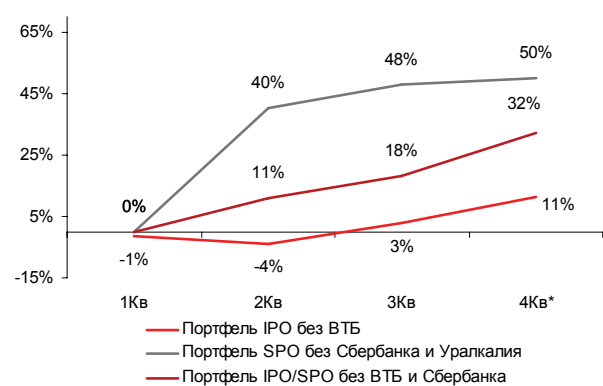
Илл. 37: Кумулятивная доходность портфелей и индекса РТС, %



Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

* за октябрь – ноябрь 2007 г.

Илл. 38: Кумулятивная доходность портфелей без акций «Сбербанка» и ВТБ, %



Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

* за октябрь – ноябрь 2007 г.

** высокая доходность портфеля акций SPO сформировалась преимущественно доходностью акций компании «Открытые инвестиции», которая провела дополнительное размещение акций весной этого года с существенным дисконтом к рыночной цене (при этом 96% дополнительной эмиссии было выкуплено действующими акционерами по преимущественному праву).

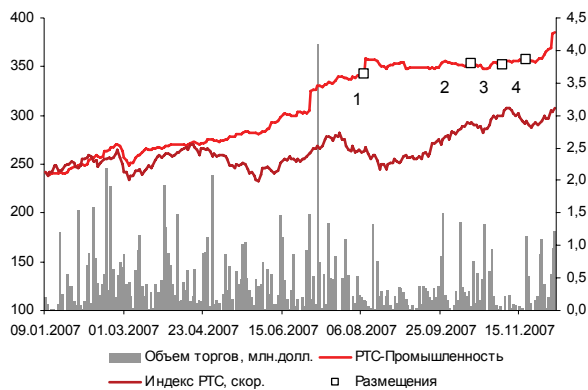
Наиболее выигрышной для инвесторов стратегией в этом году являлась покупка акций дополнительных эмиссий. Помимо того, что ее доходность оказалась максимальной (по сравнению с портфелем IPO и смешанным портфелем), она позволила бы минимизировать транзакционные издержки инвестора, поскольку подразумевала покупку максимум 8 акций (для сравнения инвестирование в акции, выпущенные в ходе IPO, подразумевало покупку 20 акций).

Объяснением подобной динамики может служить отмеченная нами черта российских IPO, связанная с мотивацией собственников компаний. В случае, когда акционеры размещают на рынке собственные пакеты акций с целью выхода из бизнеса (а не направляют на инвестиции в компанию), подрывает уверенность инвесторов в будущем компании и соответствующим образом отражается на будущей рыночной капитализации компаний. Дополнительную роль при формировании цены на рынке после SPO оказывает тот факт, что компания уже имеет некоторую историю торгов. Это позитивно влияет на ее оценку потенциальными инвесторами, снижая информационную асимметрию между сторонами сделки и обеспечивая необходимый стимул для дальнейшего роста стоимости компании.

IPO/SPO: влияние на вторичный рынок

Исследование динамики отраслевых индексов и ликвидности отдельных отраслевых секторов, в которых проводились IPO, не выявил существенного влияния состоявшихся размещений на конъюнктуру сегментов и ликвидность. Конъюнктура отраслевых сегментов в течение всего периода 2007 г. находилась преимущественно под воздействием общерыночных факторов.

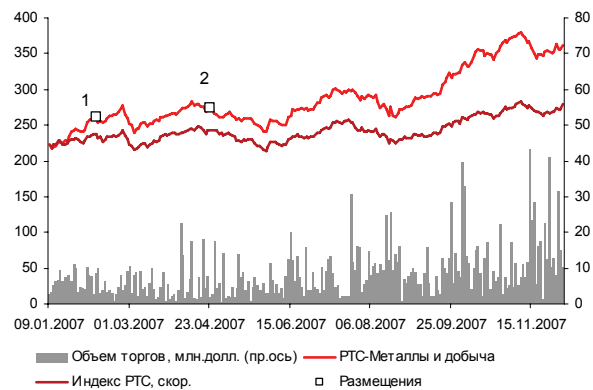
Илл. 39: Промышленность



Источник: РТС

1-Силовые машины; 2-Уралкалий; 3-Новороссийский морской порт; 4-Группа ЛСР

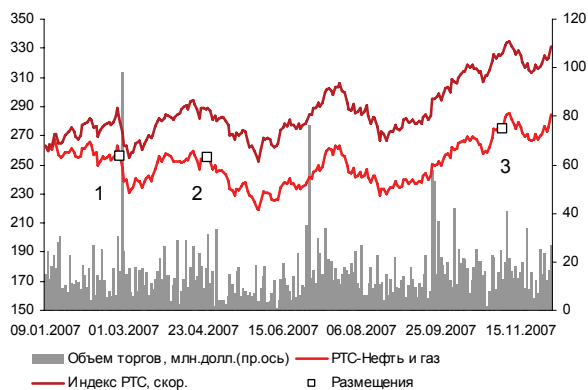
Илл. 40: Металлы и добыча



Источник: РТС

1-Полиметалл; 2-ММК

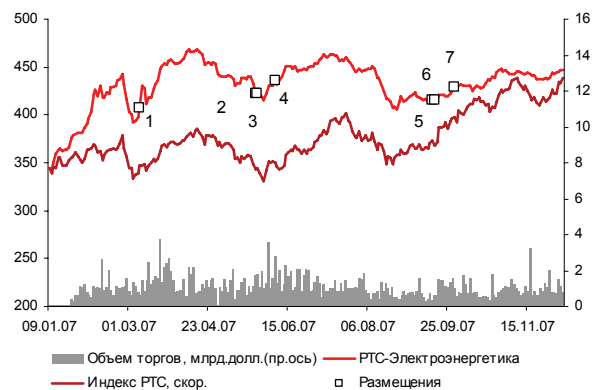
Илл. 41: Нефть и газ



Источник: РТС

1-ГК Интегра; 2-Волга Газ; 3-БК Евразия

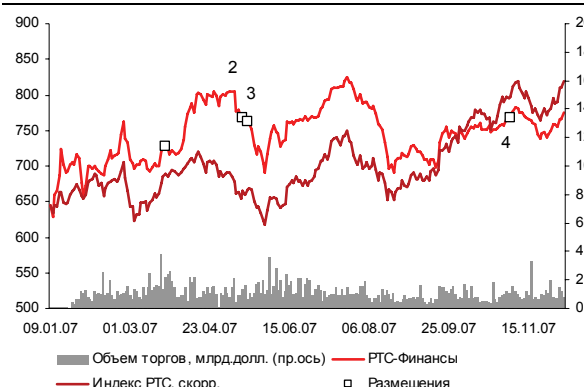
Илл. 42: Электроэнергетика*



Источник: РТС *Объем торгов в РТС

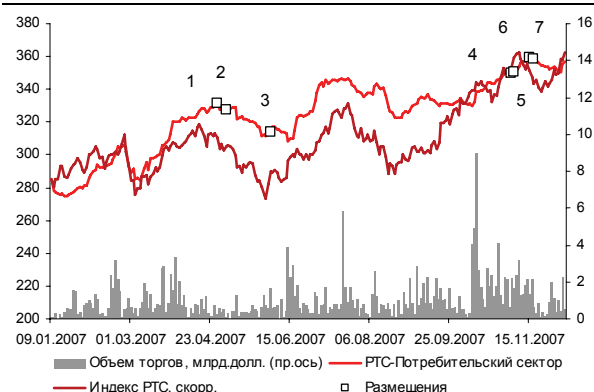
1-ОГК-3; 2-Мосэнерго; 3-ТГК-5; 4-ОГК-5; 5-ТГК-1; 6-ОГК-4; 7-ОГК-2

Илл. 43: Банки*



Источник: РТС *Объем торгов в РТС
1-Сбербанк; 2-ВТБ; 3-Возрождение;
4-Банк Санкт-Петербурга

Илл. 44: Потребительский сектор



Источник: РТС
1-Нутритек; 2-Фармстандарт; 3-Росинтер; 4-М-Видео;
5-Аптечная сеть 36,6; 6-Синергия; 7-Группа Разгуляй

На состояние ликвидности ни сектора, ни рынка в целом, состоявшиеся размещения не повлияли. В период перед IPO и после IPO отмечалось кратковременное снижение оборотов вторичного рынка в данном секторе, в результате аккумуляции средств инвесторов, принимающих участие в IPO. В течение нескольких дней после проведения размещений количественные индикаторы рынка возвращались к прежним уровням. Исключение составляет потребительский сектор, оборот вторичного рынка которого в результате IPO/SPO возрос на 1/3. С момента первого IPO в секторе (НУТРИТЕК, конец апреля) среднедневные обороты торгов сегмента в РТС возросли на 30% (до 1,1 млн. долл.) по сравнению с предшествующим периодом (январь-апрель 2007 г.). Для сравнения: за тот же период оборот всего рынка РТС практически не изменился.

Мы ожидаем, что подобная ситуация будет наблюдаться в секторе недвижимости в следующем году. Более подробные оценки этого сектора будут возможны после того, как вторичный рынок акций этого сегмента будет окончательно сформирован и «обзаведется» историей ликвидности.

Планы и прогноз рынка IPO на 2007-2008 г. и далее

В ближайшие три года 290 компаний планируют выйти на рынок IPO

По оценкам бизнеса и независимых экспертов, в ближайшие три года, 290 компаний планируют выйти на рынок. В 2008 г. запланировано 34 IPO/SPO, вероятность проведения которых мы оцениваем как высокую. Объем этих размещений оценивается в 24,5 млрд. долл. С учетом размещений в электроэнергетике объем планируемых размещений возрастет до 29 млрд. долл. В 1 кв. 2008 г. активности на рынке IPO не ожидается, размещения сконцентрируются во 2, 3 и 4 кв. Среди эмитентов ожидаются банки, металлургические компании, представители горнодобывающей промышленности, недвижимости, потребления.

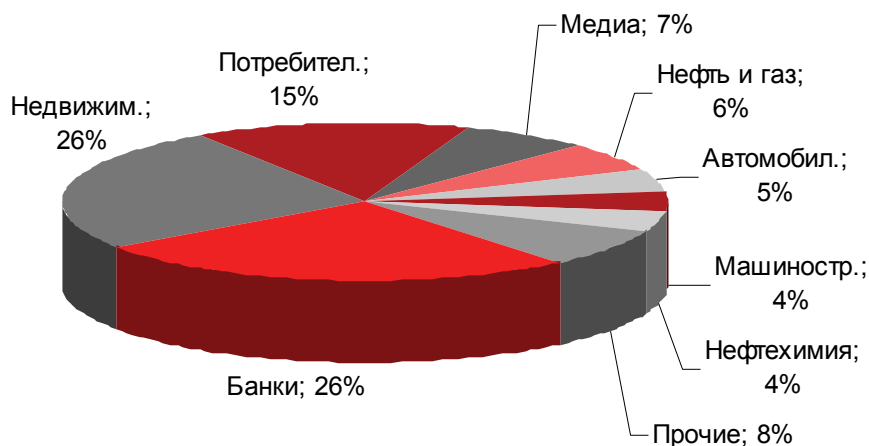
19 компаний заявили о намерении провести IPO/SPO в 2008 г. и позднее. Объем их размещений оценивается в 25 млрд. долл. Таким образом, при оптимистичном сценарии, объем размещений в следующем году может достичь 40-54 млрд. долл.

Илл. 45: Ожидаемые размещения до конца 2007 г.

Планируемые			
ТГК-12 (Кузбассэнерго)	Электроэнергетика	декабрь	450
ОГК-6	Электроэнергетика а	декабрь	250
До конца 2007 г.			1 310

Источник: данные компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 46: Планируемые размещения в 2008 г. по секторам



Источник: данные компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 47: Планируемые размещения в 2008 – 2010 гг.

Компания	Сектор	Период	Год	Объем, млн.долл.
Акрон	Производство удобрений	2П	2008	400
Альянс	Нефть и газ	1Кв-2Кв	2008	400
Автоваз	Автомобилестроение	2П	2008	1 200
Банк АК Барс	Банки	2П	2008	750
Банк Уралсиб	Банки	2П	2008	1 000
Банк Зенит	Банки	1Кв-2Кв	2008	700
КИТ-Финанс	Банки	1Кв-2Кв	2008	1 000
Coalco	Недвижимость	2П	2008	1 000
Корбина-телеком	Телекомы	2П	2008	200
Детский Мир	Потребительский сектор	2П	2008	250
Дон-Строй	Недвижимость	2П	2008	700
Энергомаш	Машиностроение	2П	2008	1 000
Евросеть	Потребительский сектор	2П	2008	1 440
Газпромбанк	Банки	1Кв-2Кв	2008	2 000
Halcyon Power Investment Company	Финансы	1Кв-2Кв	2008	300
Инпром	Металлосервис	1Кв-2Кв	2008	60
Итера	Нефть и газ	2П	2008	1 000
Магнит	Потребительский сектор	1Кв-2Кв	2008	500
MBC Resources	Горнодобыча	1Кв-2Кв	2008	200
Mirax	Недвижимость	2П	2008	900
MLP Development	Недвижимость	2П	2008	180
National Telecommunications	Медиа	1Кв-2Кв	2008	375
Проф Медиа	Медиа	2П	2008	1 000
Промсвязьбанк	Банки	1Кв-2Кв	2008	1 000
Renova Media	Медиа	2П	2008	300
RTM	Недвижимость	1Кв-2Кв	2008	200
Russian Timber Group	Лес	1Кв-2Кв	2008	250
СИБУР	Нефтехимия	2П	2008	1 000
Снегири	Недвижимость	2Кв	2008	850
СУ-155	Недвижимость	2П	2008	2 000
Teorama Holding	Недвижимость	1Кв-2Кв	2008	450
Трансконтейнер	Транспорт	2П	2008	500
Группа Виктория	Потребительский сектор	1Кв-2Кв	2008	450
X5 Retail Group	Потребительский сектор	2П	2008	1 000
Всего				24 555
Электроэнергетика				
ОГК-1	Электроэнергетика	1Кв-2Кв	2008	924
ОГК-6	Электроэнергетика	1Кв-2Кв	2008	820
ТГК-4	Электроэнергетика	1Кв-2Кв	2008	725
ТГК-7	Электроэнергетика	1Кв-2Кв	2008	600
ТГК-10	Электроэнергетика	1Кв-2Кв	2008	650
ТГК-11	Электроэнергетика	1Кв-2Кв	2008	500
ТГК-13	Электроэнергетика	1Кв-2Кв	2008	500
Всего				4 719
Всего 2008, вкл.электроэнергетику				29 274
2008-2009				
АЛРОСА	Алмазы		2008-2009	2 000
Балтимор	Потребительский сектор		2008-2009	200
Челябинский трубный завод	Производство труб		2008-2009	500
Еврохим	Удобрения		2008-2009	1 000
FESCO	Транспорт		2008-2009	200
Камаз	Автомобилестроение		2008-2009	1 000
Копейка	Потребительский сектор		2009-2010	300
МАКС	Страхование		2008-2009	200
Мечел-угольные активы	Угольный сектор		2008-2009	2 000
Металлоинвест	Сталь		2008-2009	3 000
Renova Gold	Золото		2008-2009	105
РЕСО - Гарантия	Страхование		2008-2009	550
Rodex	Недвижимость		2009-2010	200
Русская медная компания	Металлы		2008-2010	1 500

Russian Land	Недвижимость	2008-2010	2 000
Сибирь	Транспорт	2008-2009	300
Совкомфлот	Транспорт	2008-2009	1 000
СУЭК	Угольный сектор	2008-2009	1 500
РУСАЛ	Металлы	2008-2009	7 500
Всего			25 055

Всего **54 329**

Источник: Bloomberg, данные компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

Планируемые IPO на 2008 г.

РУСАЛ	Размещение акций РУСАЛА могло стать третьим крупнейшим IPO в этом году наряду с размещением акций Сбербанка и ВТБ. IPO холдинга, объем которого оценивается аналитиками в 7,5 — 9,0 млрд. долл., запланирован на 2008 — 2010 гг.
Алроса	В мае с.г. глава государственной алмазодобывающей компании заявил, что Алроса рассматривает вопрос о проведении IPO, что решение об этом будет принято «вскоре», и что размещение акций может состояться до конца года. Учитывая все обстоятельства, этот график маловероятен, а 2008 г. — вполне возможный срок. В 2007 г. Алроса прогнозирует выручку в размере \$2.9 млрд. В глобальной добыче алмазов компании принадлежит 25%-ная доля, что ставит ее по этому показателю на второе место в мире.
Евросеть	Крупнейшая в России компания розничных продаж мобильных телефонов, имеет почти 5 200 отделений в 12 бывших республиках СССР. На 2007 г. компания прогнозирует выручку в \$5.5 млрд и заявила, что в 2008 г. проведет IPO (в ходе которого выпустит акций в размере 20% капитала).
КИТ-Финанс	независимый российский банк, предоставляющий финансовые услуги компаниям, институциональным и частным инвесторам. Впервые о намерении выйти на рынок акций стало известно в апреле 2007 г. Основное размещение планируется провести в Москве, а также выпустить GDR на LSE. Ожидаемый объем привлечения составляет около \$1 млрд.
Russian Land	Компания в сфере недвижимости (бывшая Группа СТТ). В ее «портфель», оцениваемый в \$10 млрд, входит проект возведения самого высокого здания в Европе («Башня Россия» будет завершена в 2012 г.).
Мегафон	Третий в России провайдер услуг сотовой связи. Его план по проведению IPO хорошо известен, но пока что точного срока не указано. Предполагается, что прежде чем приступить к IPO, компания ожидает завершения реструктуризации сектора. Полагают, что с выпуском новых акций компания намерена привлечь \$3 млрд.
Росгосстрах	Крупнейшая в стране страховая компания, в которой государству принадлежит 25% акций. В настоящее время она входит в список «стратегических» компаний

и, по словам ее представителя, этот статус должен быть изменен, прежде чем компания будет допущена на фондовую биржу. Возможно, что ее акции будут проданы стратегическому партнеру, а не в ходе IPO.

СУЭК

Эта крупнейшая в России угольная компания планировала провести IPO в 2007 г. После договоренности с Газпромом о создании СП на базе электроэнергетических и угольных активов новая компания, по словам руководства, может выйти на IPO в мае или ноябре 2008 г.

СИБУР

крупнейший российский нефтехимический холдинг, объединяющий 34 предприятия, и производящий углеводородное сырье, синтетические каучуки, пластики и оргсинтез. Согласно заявлению руководства компании, IPO может быть проведено не ранее лета 2008 г., однако окончательное решение пока не принято. В ходе размещения компания может привлечь около \$1 млрд.

IPO иностранных компаний на российских биржах

Идея IPO РДР не нова для рынка

В 2006 г. ФСФР инициировало новую для российского рынка IPO тему — размещение расписок (РДР) и акций иностранных эмитентов на российских фондовых биржах. Российские депозитарные расписки (РДР) были введены поправками к закону «О рынке ценных бумаг» в январе 2007 г. и могут выпускаться на акции и облигации иностранных эмитентов с целью обращения на российских площадках. Помимо глобальной идеи — превращения Москвы в один из финансовых центров мира и интеграции капиталов, — идея РДР хороша как для российского инвестора, получающего возможность инвестировать в акции иностранной компании, так и для эмитента, получающего доступ к денежным ресурсам россиян. Данная инициатива рассматривается как продолжение курса на расширение списка доступных для инвестирования инструментов и на повышение привлекательности российского рынка.

Теоретически, с начала года любая иностранная компания может привлечь капитал на российских биржах

Тема, в действительности, не нова, идея широко пропагандировалась и реализовывалась бывшим главой ФСФР О. Вьюгиным, и практически доведена до производства. *Теоретически*, с начала года любая иностранная компания может привлечь капитал на наших биржах с помощью российских депозитарных расписок (РДР). К сожалению, на практике это пока невозможно из-за отсутствия нескольких подзаконных актов, определяющих алгоритм работы с РДР.

Главными участниками обоих проектов являются публичные компании, работающие в России

ФСФР совместно с Минфином разработала также проект закона, предусматривающего прямой доступ иностранных ценных бумаг на российский рынок. При этом бумаги, прошедшие листинг на иностранной бирже, будут допускаться к торгам на российских площадках по упрощенной схеме (с точки зрения раскрытия информации).

По всей видимости, чиновники предпочли предоставить компаниям обе возможности — и прямой выпуск акций, и размещение депозитарных расписок, — одновременно. Глава ФСФР Владимир Миловидов направил законопроект, согласно которому ценные бумаги иностранных компаний смогут обращаться на российских биржах, в правительство в ноябре этого года. В декабре 2007 г. Зарегистрирован Приказ ФСФР России «Об утверждении Положения о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг». Положение определяет порядок квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг, которым в соответствии с международными стандартами ISO 61661 и ISO 109622 присвоены соответствующие коды ISIN3 и CFI4.

Кроме того, в документе прописаны последствия такой квалификации для учета прав на иностранные ценные бумаги в Российской Федерации, осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными паевыми фондами, а также деятельности по управлению иным имуществом, осуществляемым управляющими компаниями на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными и негосударственными пенсионными фондами. Документом также установлено, что учет и переход прав на иностранные ценные бумаги, квалифицированные в соответствии с Положением, может осуществляться в Российской Федерации путем совершения записей по счетам депо. При этом депозитарий вправе совершать

соответствующие операции только при наличии документа, подтверждающего присвоение указанным иностранным ценным бумагам кода CFI. Документ вступит в силу с 1 февраля 2008 года.

Потенциальными участниками проектов, по мнению разработчиков программы допуска РДР и прямого допуска являются:

- 1) публичные компании, имеющих иностранную юрисдикцию, но владеющих российскими активами.
- 2) эмитенты стран Содружества независимых государств, для которых российский рынок является наиболее близким и комфортным финансовым центром.
- 3) западноевропейские инвестиционные компании переменным капиталом (SICAV, *investment company with variable capital*).

В России работает несколько компаний, активы которых находятся внутри страны, но при этом юридически они зарегистрированы за рубежом. Их бумаги размещены только на зарубежных биржах - AFI Development, Evraz, Rambler Media, Integra и X5 торгуются на London Stock Exchange. А IBS - на немецкой бирже Deutsche Boerse. Они являются наиболее вероятными кандидатами среди компаний, чьи акции могут прийти на российские площадки. В большинстве этих компаний подтвердили свой интерес к инструменту.

Возможным первопроходцем в этой сфере считается X5. Работа в этом направлении ведется в компании еще с весны. Недавно компания отложила проведение SPO, что поможет компании сфокусироваться на запуске программы РДР. Компания Integra также заявила о намерении выпустить РДР. Группа Интегра планирует выпустить российские депозитарные расписки (РДР) на свои акции, если будет создана нормативная база. Если соответствующие изменения в законодательство будут внесены до конца 2007 г. или в начале 2008 г., то РДР ГК Интегры могут появиться на российских биржах уже в 2008 г. Объем выпуска РДР компания не разглашает. Однако если формирование нормативной базы для выпуска РДР Интегры затянется, то компания будет вынуждена привлечь синдицированный кредит или выпустить еврооблигации.

На первом этапе запуска проекта РДР/иностранные акции в 2008-2009 гг. наш рынок будет интересен для эмитентов стран СНГ и ряда компаний, имеющих иностранную юрисдикцию, но владеющих российскими активами.

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

Доминик Гуалтиери
(7 495) 795-3649/(7 495) 745-7897

Аналитический отдел

Телефон/Факс
Начальник аналитического отдела
Стратегия
Нефтяная и газовая промышленность
Макроэкономика, банковский сектор
Телекоммуникации/ИТ/Интернет
Энергетика
Металлургия, машиностроение
Потребительские товары
Транспорт, удобрения и машиностроение
Стратегия на рынке казахстанских акций
Государственные ценные бумаги
Технический анализ
Аналитическая поддержка российских клиентов
Редакторы
Перевод
Публикация

(7 495) 795-3676/(7 495) 745-7897
Рональд Смит
Рональд Смит, Эрик ДеПой
Константин Батунин, Наталья Пушкина
Наталья Орлова, Ольга Найденова
Иван Шувалов, Виталий Купеев
Александр Корнилов, Элина Кулиева
Максим Семёновых
Брэди Мартин
Ройдел Стюарт, Андрей Федоров
Ринат Гайнуллин
Екатерина Леонова, Павел Симоненко
Владимир Кравчук, к.ф.-м. н.
Ангелика Генкель, к.э.н.,
Владимир Дорогов
Дэвид Спенсер, Коул Эйксон,
Анна Шоломицкая, Дмитрий Долгин
Алексей Балашов

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам

Продажи российским клиентам

Адрес

(7 495) 795-3672, (7 495) 795-3673
Кирилл Суриков, Михаил Шипицин, Шани Коган,
Дэвид Джонсон, Майкл Макатави
Александр Насонов, Константин Шапшаров,
Всеволод Тополянский
Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

Alfa Capital Markets (Лондон)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

(44 20) 7588-8500/(44 20) 7382-4170
Росс Хассетт, Дуглас Бабик
Максим Шашенков, Марк Коулей
City Tower, 40 Basinghall Street
London, EC2V 5DE

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс
Продажи
Продажи, торговые операции
Адрес

(212) 421-8563/1-866-999-ALFA/(212) 421-7500
Роберт Каплан, Роман Коган
Роман Коган
540 Madison Avenue, 30th Floor
New York, NY 10022

© **Альфа-Банк, 2007 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.**

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

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