

PROSPECT  
WEEKLY

ИНДЕКС РТС: 717.87 (+2.26%) ОБЪЕМ ТОРГОВ НА РТС: 144.83 \$млн

**ВЗГЛЯД НА РЫНОК:**

Прошедшая неделя ознаменовалась примечательными событиями во многих отраслях. Однако реальное серьезное влияние на рынок оказали лишь несколько из них. Во-первых, коллизии с несостоявшимся во вторник общим собранием акционеров Сибнефти раскачали и без того спекулятивный рынок акций ЮКОСа – цена на них колебалась от 12.25 до 18.999 руб. за акцию. В итоге за неделю котировки ЮКОСа выросли на 13.59% (лидер роста среди «голубых фишек»), а Сибнефти – на 7.6%. Что касается Сибнефти, то ее рост, начавшийся 22 июня, шел по нарастающей, и только в этот понедельник стало известно о причинах этого роста – Совет директоров рекомендовал выплатить по итогам 2004 года более чем щедрые дивиденды. Подробнее об этом читайте в разделе [«Корпоративные новости. Нефтегазовый сектор»](#). Хорошо выросли за неделю также котировки двух других нефтяных компаний - Татнефти (+4.78%) и Лукойла (+3.86%). В то время как рост акций Сургутнефтегаза несколько приостановился (+0.23%).

Кроме того, на 7.16% выросли за неделю котировки «Мосэнерго». В то время как относительно неплохая отчетность РАО ЕЭС по МСФО за 2004 год не вызвала серьезных колебаний на рынке акций компании – их котировки выросли за неделю всего на 0.09%.

Рост акций Сбербанка составил 1.37%, Норникеля – 1.16%, Ростелекома – 0.46%. В то время как котировки Газпрома (-0.91%) и Уралсвязьинформа (-0.51%) показали отрицательную динамику.

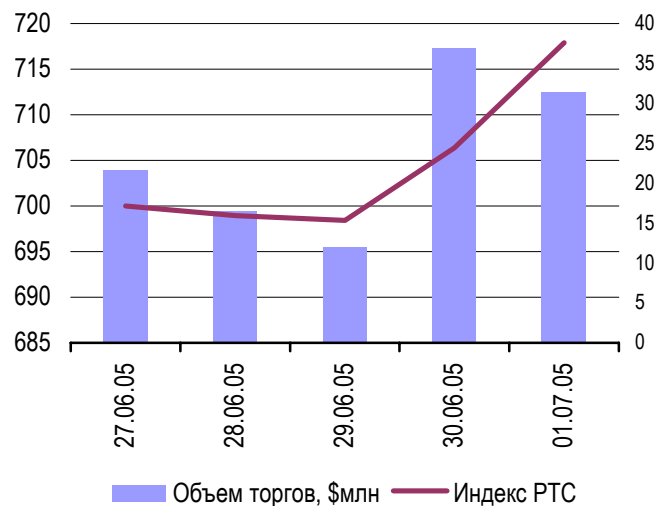
По итогам недели индекс РТС вырос на 2.26%, а в понедельник он достиг уровня сопротивления на отметке 725 пунктов и откатился немного вниз. Это обстоятельство, на наш взгляд, говорит о том, что большую часть этой недели мы, скорее всего, будем наблюдать на российском рынке акций коррекцию вниз, которая будет ограничена поддержкой линии восходящего тренда (706 пунктов – на вторник, 710 пунктов – на пятницу).

На валютном рынке евро/доллар на прошедшей неделе пробил важный психологический уровень поддержки 1.200. Подробнее о ситуации читайте в разделе [«Макроэкономика. Валютный рынок»](#).

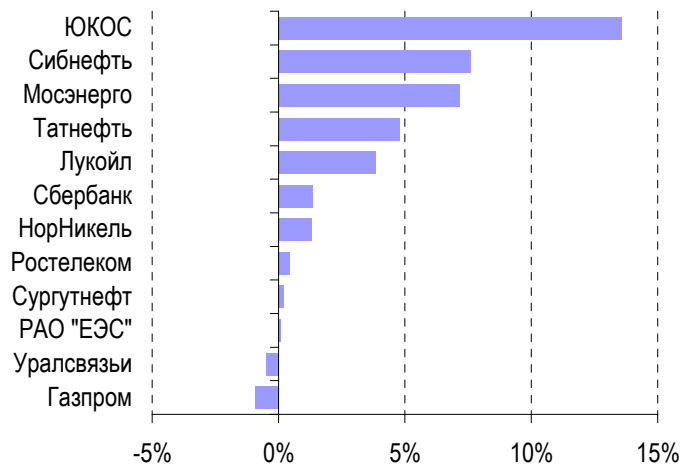
**Динамика Индекса РТС за последние 52 недели**



**Индекс РТС и объемы торгов за неделю**



**«Голубые фишки» за неделю**



## Модельный портфель ИК «Проспект»

За прошедшую неделю стоимость **модельного портфеля** выросла на 2.47%, в то время как индекс РТС вырос на 2.26%. Наибольшее влияние на портфель оказал рост стоимости акций Сибнефти (+8.39%) и Транснефти (п.) (+10.03). Надо отметить, что продолжающийся рост на российском рынке акций на прошедшей неделе вновь затронул скорее ликвидные акции, нежели бумаги второго и третьего эшелонов. Что и сказалось на различии недельной доходности ликвидной и низколиквидной частей портфеля.

На прошедшей неделе в состав низколиквидной части модельного портфеля были введены акции Воткинской ГЭС. По нашим расчетам потенциал роста акций компании составляет порядка 30%.

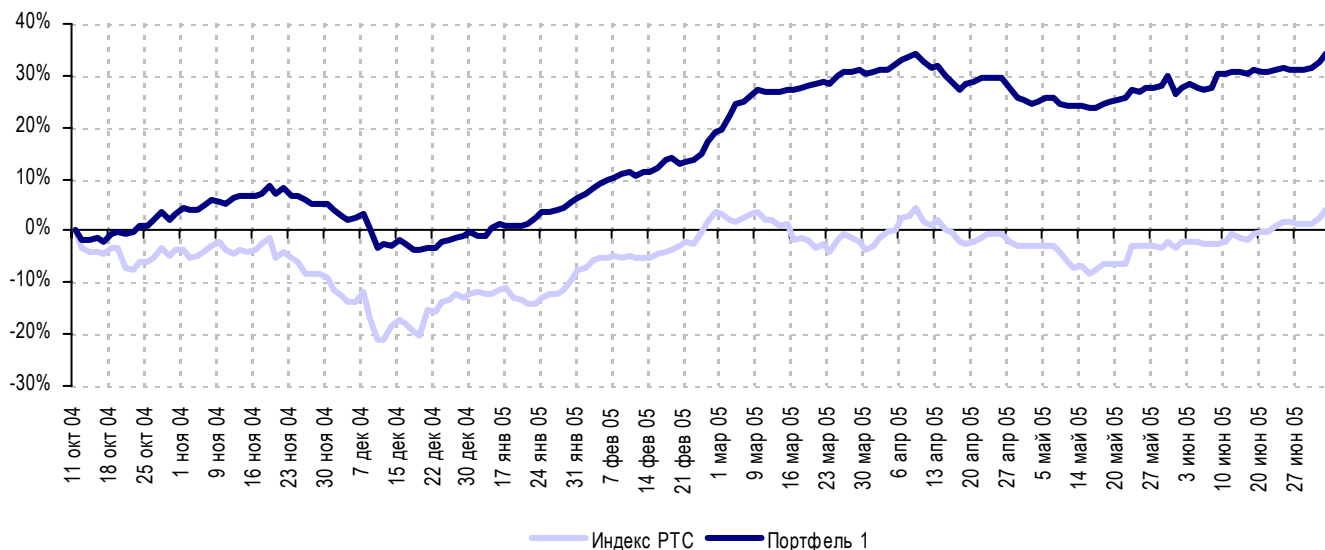
### Состав и изменение стоимости модельного портфеля ИК «Проспект»

Инструмент	Изм. с начала ведения портфеля, %	Изм. за неделю, %
Череповецкий МК Северсталь, а.и.о.		-1.88%
ГМК Норильский никель, а.и.о.		1.11%
МТС, АДР		4.73%
Сибнефть, а.и.о.		8.39%
ТНК, а.и.о.		0.86%
Транснефть, а.и.п.		10.03%
Вымпелком, АДР		5.12%
<b>Ликвидная часть портфеля в целом</b>	<b>16.34%</b>	<b>4.36%</b>
Алтайэнерго, а.и.о.		4.44%
Ашинский метзавод, а.и.о.		-0.56%
АНК Башнефть, а.и.о.		2.87%
Башинформсвязь, а.и.о.		0.00%
Красноярскэнерго, а.и.о.		4.55%
Новолипецкий металлургический комбинат, а.и.о.		-3.91%
Объединенные заводы (Уралмаш-Ижора), а.и.о.		5.80%
РИТЕК, а.и.о.		0.24%
Салаватнефтеоргсинтез, а.и.о.		1.19%
Воткинская ГЭС, а.о.и.		
Выксунский металлургический завод, а.и.о.		2.18%
<b>Низколиквидная часть портфеля в целом</b>	<b>52.21%</b>	<b>1.08%</b>
<b>Портфель в целом</b>	<b>34.28%</b>	<b>2.47%</b>
<b>Индекс РТС</b>	<b>3.96%</b>	<b>2.26%</b>

Синим цветом выделены инструменты из ликвидной части портфеля, красным цветом – из низколиквидной части портфеля.

Курсивом выделены изменившиеся позиции портфеля.

### Сравнение динамики доходностей модельного портфеля и индекса РТС



## Макроэкономика Валютный рынок

**Евро/доллар пошел к 1.18**

В конце прошедшей недели евро/доллар все-таки пробил 1.200.

До этого психологический рубеж 1.200 устоял даже после позитивного для доллара комментария ФРС к новой ставке. В этом комментарии ФРС обозначила готовность и дальше повышать ставку размеренными темпами. Рынок ожидает, что ставка будет повышена еще один раз на 0.25 п.п в августе, после чего будет взята пауза. А к концу года рынок ожидает ставку на уровне 4.00%. Мы полагаем, что этот уровень будет соответствовать «нейтральному» уровню ставки, и на этом процесс повышения ставки будет остановлен. Более того, в 2006 году может начаться обратный процесс снижения ставок.

Перед решением ФРС ситуация в паре евро/доллар показывала наличие бычьих настроений относительно евро. Пара торговалась выше поддержки 1.203 – на уровне 1.209 – и в случае позитивного для доллара комментария ФРС уровень 1.203 должен был остановить ее падение. Так и произошло. Однако масла в огонь добавил вотум недоверия Г.Шредеру, вынесенный в пятницу германским Бундестагом. Несмотря на то, что этот вотум был инициирован самим Шредером, и несет для будущего Евросоюза несколько больше позитива, чем если бы этого вотума недоверия не было, рынок использовал эту ситуацию для игры вниз по евро.

В результате в пятницу евро/доллар, двигаясь от уровня 1.208, последовательно пробил поддержки 1.203, 1.200 и 1.197, и упал до 1.190.

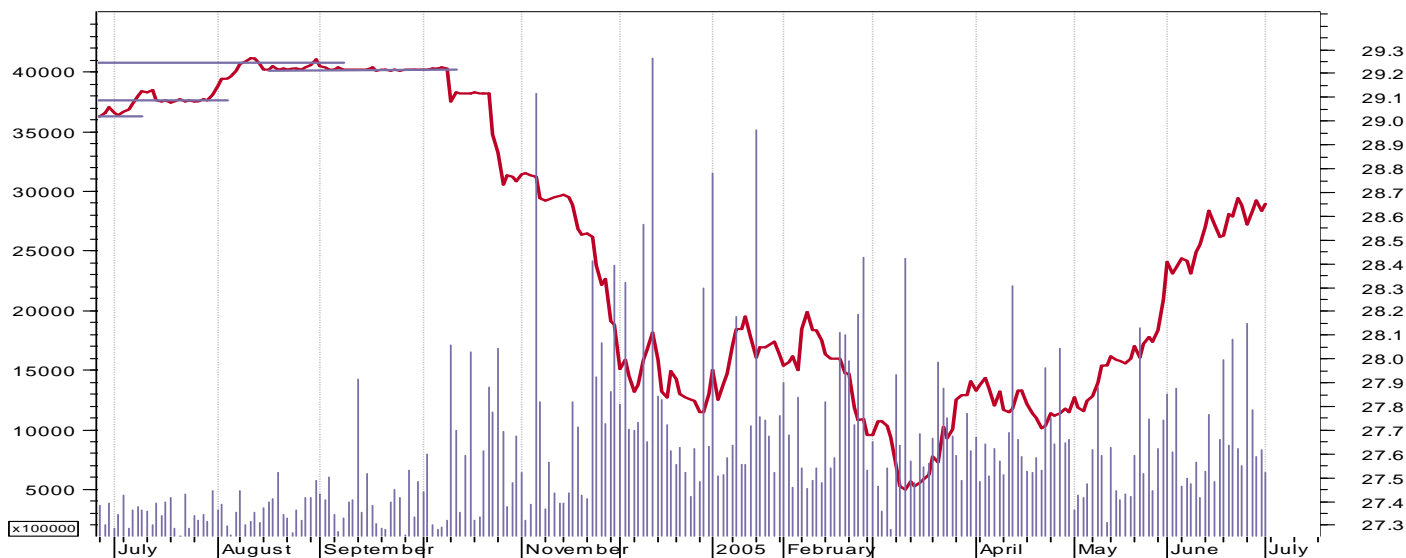
**Годовой минимум 2004 года – 1.176 – должен сработать на отскок со среднесрочной целью 1.246**

Теперь медведи в евро нацелены на годовой минимум 2004 года – уровень 1.176. Его достижение может быть достаточно быстрым – в течение одной-двух недель. Этот уровень является стратегической поддержкой, и он должен сработать на отскок. После отскока возможен будет период бокового диапазонного движения, по аналогии с динамикой рынка в 2004 году на этих же уровнях. Ближайшей целью отскока будет 1.200, среднесрочной целью – 1.246.

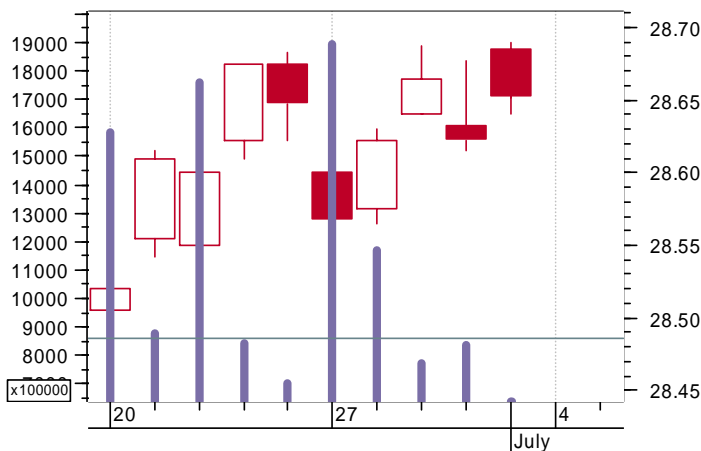
**Сильные сопротивления в доллар/рубле расположены в диапазоне 28.80-28.90 руб**

Курс доллар/рубль, вследствие успехов доллара по отношению к евро, закрепился выше недавнего сопротивления 28.625 руб, превратив его в поддержку. Целью для него стало теперь следующее сопротивление 28.685 руб, но, судя по динамике евро/доллара, и оно будет легко пройдено вверх. Более реальное противодействие росту можно ожидать на уровнях 28.80-28.90 руб. Мы предполагаем, что эти уровни будут пройдены вверх при тесте в евро/долларе поддержки 1.176. И в результате доллар/рубль может коснуться психологического уровня 29.0 руб. Однако на сопротивлениях 28.80-28.90 руб он потеряет значительную часть повышательного настроения, и впоследствии, при обратном движении евро/доллара к 1.200, откатится к 28.75 руб.

### Курс доллар / рубль и объемы торгов за последние 52 недели



## Курс доллар / рубль и объемы торгов за последние 2 недели



## Курс евро / доллар



## Корпоративные новости

### Нефтегазовый сектор

*Прошедшая неделя была богата на публикации финансовых результатов компаний нефтегазовой сферы*

*Финансовые результаты Лукойла по итогам первого квартала мы оцениваем достаточно позитивно*

*Результаты Транснефти также оказались достаточно неплохими*

*Отчетность Роснефти позволила оценить размеры долга компании и, отчасти, схему кредитования для покупки Юганскнефтегаза*

Прошедшая неделя в нефтегазовом секторе прошла под знаком публикаций консолидированных отчетов нефтяных компаний. Наиболее значимым с этой точки зрения событием стал выход отчета Лукойла за 1-й квартал текущего года (этот документ обогнал по времени выхода всех остальных отечественных игроков нефтегазового рынка, многие из которых еще не опубликовали отчеты за 2004 год). Из «отстающих» отметим Татнефть, которая уже в который раз уведомила инвесторов о том, что не успеет в означенный ранее срок выпустить годовой консолидированный отчет по US GAAP. Напомним, что речь идет об отчете за 2003 год, который компания никак не может опубликовать.

Кроме того, с информацией о финансовых итогах 2004 года по международным стандартам ознакомили инвестиционное сообщество Роснефть, Транснефть и Нортгаз.

Стоит отметить, что практически все представленные отчеты не вызвали разочарования инвесторов. Определенное исключение, может, пожалуй, составить лишь отчет Лукойла, прибыль которого оказалась незначительно ниже ожиданий. Однако мы оцениваем финансовые итоги компании позитивно: сокращение затрат, увеличение доли в доходах компании наиболее рентабельных видов бизнеса (продажа нефтепродуктов на зарубежных рынках) свидетельствует о достаточно высокой эффективности управления, которая позволила воспользоваться конъюнктурой мировых сырьевых рынков. Мы отозвали справедливую цену акций компании на пересмотр для включения новых показателей компании в нашу модель. При этом рекомендация ПОКУПАТЬ сохранена.

Транснефть также порадовала инвесторов неплохими финансовыми показателями в первом квартале текущего года. Чистая прибыль увеличилась на 17,8%, до 14,136 млрд. руб. Выручка составила 46,632 млрд. руб., увеличившись на 37%. Суммарный долг сократился на 4,3% - до 76,735 млрд. руб. Отметим, что на текущем этапе инвесторов в большей степени волнуют не столько финансовые результаты, сколько вопрос относительно размера дивидендов компании за 2004 год. Его, похоже, никак не могут согласовать менеджмент и основной акционер компании - Росимущество.

Роснефть предварительные данные из финансового отчета по US GAAP за 2004 год опубликовала 30 июня, а полная отчетность вышла уже на текущей неделе. Выручка компании увеличилась на 44,9%, до \$5,275 млрд, EBITDA - на 50,6% до \$1,556 млрд, чистая прибыль — на 116,8%, до \$837 млн.

Роснефть опубликовала свою отчетность по итогам 2004 года. Учитывая что предварительная информация по выручке и прибыли компании была известна (выручка компании увеличилась на 44,9%, до \$5,275 млрд, EBITDA - на 50,6% до \$1,556 млрд, чистая прибыль — на 116,8%, до \$837 млн), большой интерес представляет баланс компании, который позволяет оценить объем долга, образованный в результате сделки по

приобретению Юганскнефтегаза. Так, суммарный размер задолженности Роснефти составляет \$22.652 млрд. а чистый долг, по нашим подсчетам \$18.9 млрд.

При этом задолженность самого Юганскнефтегаза оценивается на уровне \$ 1 млрд, не считая долгов по налогам. Они которые превысили \$ 4 млрд, однако большая их часть пришлась на долгосрочную задолженность, что свидетельствует о ведущихся переговорах о реструктуризации этих долгов на несколько лет.

Из важных моментов отметим, что у компании остались обязательства по обратному выкупу 50% доли в Севморнефтегазе у Газпрома за \$1.33 млрд. То есть фактически Газпром кредитует Роснефть на эту сумму под залог доли в северных шельфовых проектах.

### Структура задолженности Роснефти

	2004	2003	Изм.
<b>Краткосрочная задолженность:</b>			
Кредиторская задолженность и резервы предстоящих расходов	1.429	0.699	105%
Краткосрочные кредиты банков и краткосрочная часть долгосрочной задолженности	4.667	0.588	694%
Задолженность по налогу на прибыль и прочим налогам	1.560	0.131	1093%
Задолженность по отложенным налогам	–	0.004	
Прочая краткосрочная задолженность	0.042	0.005	701%
<b>Итого краткосрочная задолженность</b>	<b>7.698</b>	<b>1.426</b>	<b>440%</b>
<b>Долгосрочная задолженность:</b>			
Обязательства, связанные с выбытием активов	0.555	0.126	339%
Задолженность по долгосрочным кредитам и обязательствам	9.010	1.822	394%
Задолженность по отложенным налогам	2.854	0.071	3922%
Доля прочих акционеров в дочерних предприятиях	2.535	0.789	221%
<b>Итого краткосрочная задолженность</b>	<b>14.954</b>	<b>2.809</b>	<b>432%</b>
<b>Итого задолженность</b>	<b>22.652</b>	<b>4.235</b>	<b>435%</b>

Немаловажной деталью является фактическое отсутствие долгов по вексельной схеме. Иными словами, компания за счет выпуска веселей дочерними структурами не «переложила» часть долга на них.

Отметим также признание Роснефтью заниженности цены приобретения Юганскнефтегаза на \$ 7млрд, в результате чего компания произвела обесценение своей деловой репутации на эту сумму. Однако в отчете о прибылях и убытках это отражения фактически не нашло. Отметим, что рост чистой прибыли компании был связан с неплохой экономией на издержках, что свидетельствует об эффективной работе менеджмента.

### Отчет о прибылях и убытках Роснефти

	\$, тыс	2004	2003	Изм.
<b>Выручка от реализации</b>		<b>5.28</b>	<b>3.64</b>	<b>45%</b>
Расходы		4.04	2.92	38%
Операционная прибыль		1.24	0.72	73%
Прочие расходы		-0.04	-0.13	-69%
Прибыль до налогообложения		1.20	0.59	104%
<b>Чистая прибыль</b>		<b>0.84</b>	<b>0.39</b>	<b>117%</b>

*Нортгазу удалось в 2004 году показать прибыль против убытков годом ранее*

Что касается отчета Нортгаза за 2004 год (стандарт US GAAP), то он также оказался достаточно позитивным. Чистая прибыль составила \$10,5 млн по сравнению с \$2,5 млн. убытка, полученного в 2003 году. Выручка за прошлый год снизилась на 3,3% до \$146,911 млн. Отметим, что Нортгаз является непубличной компанией, а надежность его облигаций

**Сибнефть собирается  
заплатить высокие  
дивиденды**

на текущий момент оценивается не столько исходя из его финансовых показателей, сколько на основе того, что с недавнего времени компания является «дочкой» Газпрома.

Из других важных событий отметим несостоявшееся 28 июня собрание акционеров Сибнефти. Собрание не состоялось в связи с тем, что представители Millhouse Capital, контролирующего более 52% акций Сибнефти, не зарегистрировались для участия в собрании. Вслед за этим событием стало известно, что состоявшийся 30 июня Совет директоров Сибнефти рекомендовал годовому собранию акционеров выплатить дивиденды в размере 13,91 рубля на одну акцию, исходя из финансовых результатов за 2004 год. По всей вероятности эти события связаны с тем, что основные владельцы Сибнефти ожидают в скором времени снятия ареста с пакета акций компании на счетах Юкоса (34.5%), после чего основные владельцы готовы выплатить щедрые дивиденды. (более подробно см наш Flash report [Сибнефть планирует заплатить дивиденды в размере 13.91 руб. на акцию](#))

Отметим и еще один момент – последнее время появляется информация о возможной продаже крупного пакета акций Сибнефти стратегическому инвестору. Щедрое дивидендные выплаты могут стать косвенным подтверждением этих слухов, если исходить из того, что основные владельцы подобным образом пытаются вывести часть средств из компании перед продажей.

**Электроэнергетика**

В конце прошлой недели РАО «ЕЭС России» опубликовало финансовую отчетность Группы, подготовленную в соответствии с МСФО по итогам 2004 года.

**Баланс РАО ЕЭС**

Анализируя структуру баланса, мы отмечаем увеличение активов Группы практически по всем позициям: основные средства, дебиторская задолженность, денежные средства и их эквиваленты и пр.

Наибольшее влияние на величину активов оказало увеличение основных средств на 20.7 млрд. руб. (+2.37%), свидетельствующее о превышении суммы капитальных вложений, над показателями, снижающими стоимость основных средств, а именно: выбытием и устареванием оборудования.

В целом рост активов стал результатом увеличения показателей ликвидности Группы в отчетном периоде, что является позитивным фактором, свидетельствующим об улучшении финансового положения Группы.

Обязательства Группы составили 285.7 млрд. рублей, прибавив по итогам года 5.2 млрд. руб. (1.84%). В основном это связано с увеличением краткосрочной части долга, возросшей на 3.57%.

Доля долгосрочного и краткосрочного долга в общей структуре займов:

млрд. рублей	2004	%	2003	%
Краткосрочные заемные средства	65.95	76.7%	50.49	80.1%
Долгосрочные заемные средства	20.05	23.3%	12.56	19.9%
<b>Итого заемных средств</b>	<b>85.99</b>		<b>63.05</b>	

В целом Группа широко пользовалась привлечением дополнительных средств, общая сумма займов увеличилась на 36.4% по сравнению с прошлым годом. Структура займов существенных изменений не претерпела.

По итогам года наглядно проявилась тенденция: сокращение практически всех прочих статей обязательств и широкое использование заемных средств.

Мы полагаем, что широкое привлечение кредитных ресурсов отражает:

- \* благоприятную конъюнктуру финансовых рынков;
- \* устойчивое финансовое положение группы (основная доля заемных средств направлена на увеличение стоимости ОС)

**Отчетность Группы  
отражает улучшение  
результатов операционной  
деятельности и  
стабильность финансового  
положения**

**В 2004 году Группа широко  
пользовалась привлечением  
дополнительных заемных  
средств**

Увеличение долговой нагрузки незначительно и по нашему мнению не скажется на стабильности финансового положения Группы.

### Отчет о прибыли и убытках РАО ЕЭС

млрд. руб.	2001	2002	2003	2004	Изменение по итогам 2004 г.
Выручка	400.1	503.4	593.1	679.6	14.6%
Расходы	389.2	405.1	528.7	599.6	13.4%
ЕБИТДА	56.5	89.6	124.7	154.1	23.58%
Чистая прибыль	41.7	35.0	27.0	31.9	18.15%
ЕБИТДА Margin	14.1%	17.8%	21.0%	22.7%	
Net Margin	10.4%	7.0%	4.5%	4.7%	

*Показатели Отчета о прибылях и убытках свидетельствуют о сохранении позитивных тенденций*

Отметим, что увеличение доходов Группы по итогам года стало следствием не только роста тарифов (по итогам 2004 года и рост составил: на э/э – 10.8%, на т/э – 15.8%), но и ростом собственного производства на 2.8%. Увеличение производства электроэнергии сопровождалось в основном ростом нагрузки на гидрогенерирующие станции.

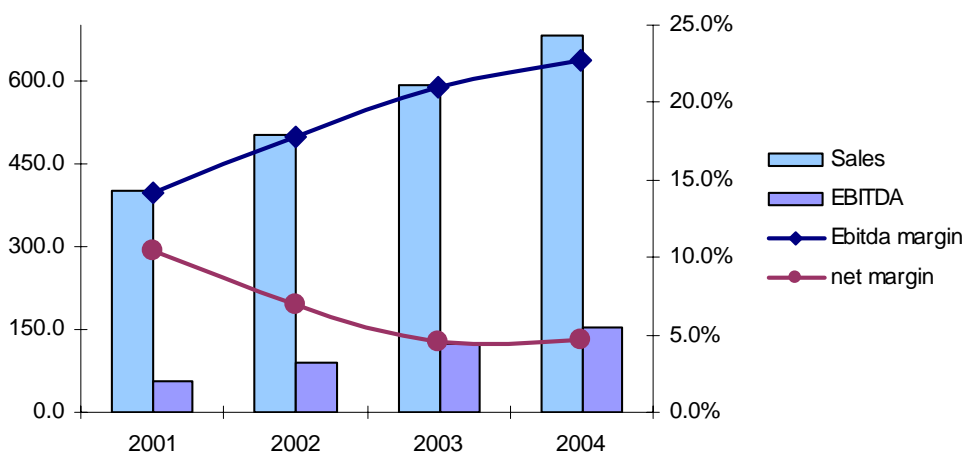
Анализ расходов группы позволяет сделать следующий вывод:

\* Рост доходов в относительном выражении превышает прирост расходов группы по основной деятельности;

\* Налицо оптимизация расходов по ряду статей в общей структуре расходов Группы;

\* Основное влияние в данном сегменте оказали следующие статьи: расходы на топливо (рост на 16% по итогам года), и «Прочие расходы», прирост которых по итогам года занимает лидирующие позиции, соответственно 15.8% (25.6 млрд. руб.) и 29.2% (15.1 млрд. руб.).

### Изменение финансовых показателей РАО ЕЭС



### Отчет о движении денежных средств

В настоящее время наблюдается увеличение денежных потоков Группы:

На 36% возрос денежный поток денежных средств на инвестиционную деятельность. Повышение данного показателя составило 22.4 млрд. рублей, что незначительно ниже, чем по итогам 2003 года (+57.72% или 22.5 млрд. руб.)

Несмотря на рост относительных показателей, снижение абсолютных величин не характеризует Группу с позитивной стороны. В условиях риска возникновения энергодифицита уже в 2010-2011 году, существующих инвестиционных отчислений (\$3 млрд.) явно недостаточно. Комментарий же их снижения, хоть и незначительного, излишен.

Как мы уже упоминали ранее, существенно увеличилось использование заемных денежных средств.

*Снижение абсолютного показателя инвестиционных отчислений не характеризует Группу с позитивной стороны*

В целом результаты Группы РАО «ЕЭС России» свидетельствуют о продолжающейся тенденции улучшения финансового состояния и повышение эффективности операционной деятельности Группы.

Однако мы полагаем, что результаты отчетности, несмотря на положительный результат деятельности, не окажут существенного влияния на стоимость акций РАО «ЕЭС», которая в настоящее время зависит от влияния факторов связанных с реформированием как самого РАО «ЕЭС» так и его дочерних и зависимых обществ.

Следует отметить и опасения относительно перспектив увеличения эффективности бизнеса Группы. В дальнейшем на финансовое положение Группы РАО «ЕЭС» продолжат неблагоприятно влиять такие факторы, как неадекватное повышение тарифов на газ, ограничение роста тарифов на продукцию Группы и сложность мероприятий по сокращению издержек, что может охарактеризовать Группу снижением рентабельности производства.

*Относительно дальнейших перспектив увеличения эффективности бизнеса Группы существуют опасения*

### Телекоммуникации

В телекоммуникационном секторе основные новости прошедшей недели касались Ростелекома.

В четверг компания опубликовала отчетность по МСФО за 2004 год. Результаты компании в целом совпали с нашими прогнозами. Единственное, чистая прибыль оказалась выше наших ожиданий - \$149 млн против \$125 млн прогнозных. Продажа доли в ОАО «РТК-Лизинг» в четвертом квартале 2003 года и деконсолидация финансовых результатов этой компании оказала позитивный эффект на финансовые результаты ОАО «Ростелеком» за 2004 год. Начиная с 1 декабря 2003 года, Компания не несет убытки, обусловленные консолидацией ОАО «РТК-Лизинг» и его дочерних компаний. Кроме того, продажа доли в ОАО «РТК-Лизинг» позволила существенно сократить консолидированную задолженность и процентные расходы ОАО «Ростелеком» по сравнению с 2003 годом. Однако, данный эффект оказался более существенным, чем мы прогнозировали.

*Основные новости в телекоммуникационном секторе на прошедшей неделе касались Ростелекома*

*Отчетность компании в целом совпала с ожиданиями рынка*

### Основные финансовые показатели Ростелекома за 2004 год

	2004 год	Измен., %
Выручка, \$млн	1 295,8	+27,1
ЕБИТДА, \$млн	434,1	+27,6
ЕБИТДА margin, %	33,5	+0,1 п.п.
Чистая прибыль, \$млн	149,2	+1050,0
Рентабельность по чистой прибыли, %	11,5	+10,2 п.п.

В пятницу поздно вечером премьер-министр России Михаил Фрадков подписал документ о переносе на полгода срока вступления в силу постановления №161 «Об утверждении правил присоединения сетей электросвязи и их взаимодействия». Инициировал перенос сроков Минсвязи в связи с тем, что не был принят ряд принципиальных документов, без которых невозможно осуществлять работу в новых правилах регулирования дальней связи, например, правила взаиморасчетов между операторами. Кроме того, М.Фрадков подписал документы о переносе на полгода срока вступления в силу постановлений №310 «Об утверждении правил оказания услуг местной, внутризоновой, междугородной и международной телефонной связи» и №328 «Об утверждении правил оказания услуг подвижной связи», утвержденных правительством соответственно 18 и 25 мая 2005 года. Эти документы также должны были вступить в силу с 1 июля 2005 года. Другими словами, все изменения на рынке связи, которые ожидалось этим летом, перенесены на начало следующего года.

*В пятницу был подписан документ о переносе срока вступления в силу новых правил регулирования рынка дальней связи – демонаполизация рынка откладывается*

В принципе, данное событие нельзя назвать неожиданностью. Мы полагали, что официального переноса не будет, но и окончательного утверждения новых правил не ждали ранее следующего года.

*Для Ростелекома продление срока его монопольного положения является позитивной новостью*

Для Ростелекома продление срока монопольного положения является позитивной новостью. Однако, существенного влияния на котировки акций компаний, по нашему мнению, данное событие не окажет. И до подписания документа о переносе сроков

**На котировки акций компании в ближайшие месяцы будет влиять не ее фундаментальные показатели, а решение относительно приватизации Связьинвеста – будет ли Ростелеком сохранен в госсобственности**

демонополизации было понятно, что до прихода настоящей конкуренции в сектор еще далеко. Пока сохраняется перекрестное субсидирование в отрасли, причем в столь значительной степени, как сейчас, говорить о настоящей ценовой конкуренции в секторе не приходится (все операторы будут выплачивать МРК компенсационную надбавку по одинаковой ставке, которая на текущий момент составляет 80% от междугородного тарифа Ростелекома и 50% от международного).

Мы считаем, что пока сохраняется неопределенность относительно приватизации Связьинвеста, интерес ко всем акциям сектора будет ограничен. Акции же Ростелекома испытывают негативное воздействие от этой неопределенности в первую очередь, поскольку существует вероятность того, что оператор дальней связи останется в госсобственности, что существенно повышает риски инвестирования в данные бумаги. Именно политические решения, а не фундаментальные показатели будут в первую очередь оказывать влияние на котировки акций МРК и Ростелекома в ближайшие месяцы (мы надеемся, что окончательное детальное решение по приватизации Связьинвеста будет принято в конце текущего – начале следующего года). В связи с этим, инвестирование в акции сектора мы считаем высокорискованным, особенно для игроков с кратко- и среднесрочной стратегиями:

- «нерыночная» продажа госпакета может привести к просадке по акциям предприятий холдинга;
- сохранение же Ростелекома в госсобственности приведет к существенной потере инвестиционной привлекательности акций оператора. Несмотря на то, что еще на 1,5 года компании достаточно ресурса, обеспеченного государством, для демонстрации сильных финансовых результатов.

### Металлургия и Машиностроение

Сектор металлургии и машиностроения был достаточно богат событиями на прошедшей неделе. Северсталь, СГ «Мечел» и ОМЗ опубликовали годовые отчеты по МСФО за 2004 год.

**Рентабельность Северсталь по EBITDA оказалась несколько хуже ожиданий рынка, что обусловлено консолидацией результатов американского подразделения Группы**

Отчетность Северстали оказалась несколько хуже прогнозов в отношении рентабельности по EBITDA. Выручка по итогам года превысила прогнозы рынка и предварительные результаты самой компании, достигнув \$6,65 млрд. EBITDA оказалась ниже ожиданий - \$2,173 млрд против \$2,376 млн, объявленных в предварительном прогнозе. Чистая прибыль, как и выручка, несколько превысила ожидания - \$1,4 млрд против \$1,34 млрд ожидаемых. Провал по EBITDA margin обусловлен консолидацией результатов Rouge Industries. Тем не менее, все равно показатель прибыльности остается на достаточно высоком уровне – 32,7%.

Мы не считаем, что некоторое снижение рентабельности по Группе по сравнению с ожиданиями является существенным негативным фактором для компании. Покупка Rouge Industries позволила Северсталь укрепиться на американском рынке, войти в клуб поставщиков автомобильной промышленности, что, в связи с массовым приходом иностранных автопроизводителей в Россию, которые будут увеличивать закупки сырья на территории страны, будет служить дополнительной точкой роста для Северстали. Вообще создание транснациональной компании, которое задумано Северсталью, является существенным фактором инвестиционной привлекательности акций компании.

Тем не менее, столь низкое для компании значение EBITDA margin вызвало во вторник на прошлой неделе (день публикации отчета) снижение котировок акций Северстали на 2,45%.

### Основные показатели Северстали

	2004 год	Измен., %
Выручка, \$млн	6 650	+108
EBITDA, \$млн	2 376	+137
EBITDA margin, %	35,7	+4,3 п.п.
Чистая прибыль, \$млн	1 400	+136
Рентабельность по чистой прибыли, %	21,1	+2,6 п.п.

**Основным драйвером роста акций компании в перспективе ближайшего года станет сохранение политики расширения компании**

Мы сохраняем рекомендацию по акциям Северстали на уровне «Покупать». Драйвером роста для акций компании станет реализация программы компании по дальнейшему расширению Группы. Мы считаем, что уже в следующем году компания может начать консолидировать результаты Lucchini, кроме того, в текущем году, возможно, Группы сделает еще ряд приобретений. Например, на текущий момент рассматривается возможность покупки ГОКа в Норвегии.

Отчетность СГ «Мечел» без учета эффекта от продажи пакета акций ММК оказалась несколько хуже наших прогнозов (во втором полугодии расходы компании росли опережающими темпами к доходам, что привело к ухудшению результатов по полугодию).

#### Основные показатели СГ «Мечел»

	2004 год факт	Прогноз ИК «Проспект»
Выручка, \$млн	3 636	3 800
ЕВITDA, \$млн	908	1 100
ЕВITDA margin, %	25	29
Чистая прибыль, \$млн	543	608
Рентабельность по чистой прибыли, %	15	16

**Развитие добывающего подразделения СГ «Мечел» может стать драйвером роста бумаг компании**

По уровню рентабельности Группа по-прежнему остается последней среди крупных металлургических компаний. Тем не менее, в скором времени картина может измениться. Учтя результаты 2004 года, компания намерена сосредоточиться на добывающем сегменте как на основном (не отказываясь, а даже, наоборот, развивая при этом металлургическое подразделение). Учитывая сохранение высоких цен на железную руду и уголь (за 2005 год по прогнозам экспертов цены на данное сырье должны вырасти на 70% и 90% соответственно) на фоне снижения цен на сталь, по уровню рентабельности СГ «Мечел» по итогам 2005 года может существенно улучшить коэффициенты рентабельности по сравнению с ближайшими конкурентами – Северсталь, ММК, Евразхолдинг.

**Возможность перехода на единую акцию предприятий Группы может повысить интерес инвесторов к акциям дочерних компаний Мечела**

Мы считаем, что развитие добывающего подразделения может стать драйвером роста котировок бумаг Стальной Группы. Кроме того, возможность перехода предприятий Группы на единую акцию может повысить интерес рынка к акциям дочерних компаний Группы – в первую очередь, к акциям ее основного металлургического актива – Челябинского комбината (см. [«СГ «Мечел»: угольные активы могут стать драйвером роста, а акции ЧМК – объектом интереса рынка»](#)).

**Хорошие результаты ОМЗ по итогам 2004 года обусловлены эффектом от покупки/продажи активов**

Также на прошедшей неделе опубликовал свой отчет ОМЗ. Выручка компании составила \$523,8 млн, что несколько ниже нашего прогноза в \$539 млн. Операционная прибыль составила \$11,4 млн. Далее компания оценила negative goodwill в \$113,9 млн (эффект получен, в основном, из-за приобретения подразделений Skoda). Этот эффект и определил во многом дальнейшие результаты компании. Операционная прибыль компании в итоге составила \$125,3 млн, хотя результат по производственным сегментам (без учета продаж активов) отрицателен и составляет (11,44 млн). Убыток от прекращаемой деятельности оценен в \$54 млн. В итоге чистая прибыль компании составила \$61 млн, хотя, если ориентироваться лишь на операционную деятельность компания «уходит в минус» уже на статье операционной прибыли. Тем не менее, объявление столь неожиданно хороших результатов компании (пусть и полученных в основном из-за продажи активов и эффекта negative goodwill) привело к росту интереса игроков к акциям компании – котировки выросли с \$3,25/\$3,65 в пятницу до \$3,7/\$3,9 к закрытию понедельника. Правда, уже на следующий день котировки снизились, хотя и не дошли до прежних уровней.

### Основные показатели ОМЗ

\$млн	2004** год	2003* год	Изменен., %
Выручка	523,8	340,1	+56,7
Операционная прибыль до эффекта negative goodwill	11,4	31,8	-64,2
Negative goodwill	113,9	-	n/a
Чистая прибыль	61	16,4	+272
ЕБИТДА	39,5	32,4	+21,9
ЕБИТДА, исключая результаты от продаж активов	26,2	29,5	-11,2
Суммарный долг	219,4	238,5	-8,0

\* - исключая результаты ОМЗ-МНП

\*\* - включая результаты Skoda за 9 месяцев

*Мы по-прежнему сохраняем позитивный взгляд на компанию и продолжаем верить в то, что ей удастся реализовать программу по реорганизации и развитию производства*

Как видно, существенных поводов для радости компания для инвесторов пока не подарила. Если бы не эффект от покупки/продажи активов компания продемонстрировала бы убытки уже по строке операционной прибыли – (\$11,5 млн). В принципе, в продаже неэффективно используемых бизнесов нет ничего плохого, более того, это оказывает позитивное влияние на компанию в целом. Тем не менее, большинство игроков достаточно скептически относятся к протекающему сейчас в компании процессу реструктуризации. Основной причиной такого отношения является отсутствие видимых позитивных сдвигов в операционных результатах компании. Львиная же часть прибыли компании получена за счет сделок по покупке/продаже активов.

Тем не менее, мы считаем, что компания имеет достаточно высокие шансы реализовать запланированную программу (см. отчет). Информационная открытость компании оказывает позитивное влияние на отношение инвесторов к ней. Ближайшим драйвером роста данных бумаг, по нашему мнению, станет победа в болгарском тендере, результаты которого станут известны осенью. В тот же период ОМЗ планирует опубликовать полугодовые результаты, при соблюдении бюджета, это также будет способствовать росту интереса рынка к акциям компании.

Мы сохраняем свою рекомендацию по акция ОМЗ на уровне «Покупать» в долгосрочной перспективе, хотя стоит отметить, что на других инструментах доходность, сравнимая с up-side акций ОМЗ, может быть получена в более краткие сроки.

### Рынок АДР Российских акций (США, Великобритания) за неделю

Эмитент	Тикер	Количество акций в АДР	Цена	Изменение за неделю, \$	Изменение за неделю, %	Объем торгов АДР, кол-во бумаг
Татнефть	TNT	20	38.16	2.01	5.56	162 700
ГМК НорНикель	NILSY	1	61.50	0.80	1.32	269 511
Лукойл	LUKOY	4	37.50	1.35	3.73	1 754 702
Ростелеком	ROS	6	12.48	0.21	1.71	140 600
Сургутнефтегаз	SGTZY	50	38.20	0.10	0.26	192 536
Юкос	YUKOY	4	2.20	0.20	10.00	658 071
Газпром	OGZPF	10	36.95	0.63	1.73	93 557
Сибнефть	SBKYY	5	17.14	1.14	7.13	60 574
Вымпелком	VIP	0.25	34.92	1.70	5.12	3 076 300
МТС	MBT	5	33.89	1.53	4.73	5 802 200
Вимм-Биль-Данн	WBD	1	16.42	-0.34	-2.03	151 000
Голден Телеком	GLDN	1	30.90	1.77	6.08	497 252
Стальная группа "Мечел"	MTL	3	26.02	-0.08	-0.31	473 900
АФК Система	SSA	0.02	16.85	0.60	3.69	2 264 985

### Мировые индексы за неделю

Индекс	Значение	Изменение за неделю, %
Dow Jones Ind. Avg.	10 303.44	0.05
S&P 500	1 194.44	0.24
Nasdaq	2 057.37	0.20
FTSE	5 161.00	1.61
DAX	4 617.07	1.11
NIKKEI 225	11 630.13	0.81

## Российский рынок акций за неделю

Эмитент	Тикер	Target price, \$	Рекомендация	Цена закрытия, \$	Изменение, %	Объем торгов РТС, \$	Объем торгов ММББ, \$	Капитализация, \$млн
<b>Нефтегазовый сектор</b>								
Газпром	GSPBEX	3.10	покупать	2.9150	-1.42	301 085 004		68 739
Лукойл	LKOH		покупать	37.5000	3.59	40 506 870	436 860 825	31 675
Сибнефть	SIBN	4.03	покупать	3.4200	8.06	8 203 450	31 885 130	16 078
Сургутнефтегаз	SNGS	0.81	держать	0.7590	-0.33	4 737 366	111 204 861	27 016
Сургутнефтегаз	SNGSP	0.45	держать	0.5915	1.55	801 561	15 365 056	4 543
Татнефть	TATN	1.26	продавать	1.8800	6.21	370 161	14 801 997	4 058
Татнефть	TATNP	0.43	продавать	1.0000	5.82	935 038	3 941 983	148
ЮКОС	YUKO			0.5500	8.91	41 240	16 803 960	1 230
Башнефть	BANE	6.11	держать	5.9000	4.06	198 200		995
Мегионнефтегаз	MFGS			27.5000		36 418	54 018	2 736
Пурнефтегаз (Роснефть)	PFGS	18.20	держать	22.9000	1.33	144 195	845 366	1 913
Сахалинморнефтегаз	SKGZ			5.0000				305
Удмуртнефть	UDMN	465.68	держать	410.0000	9.33		680	1 095
<b>Электроэнергетика</b>								
РАО "ЕЭС"	EESR	0.30	держать	0.3035	0.66	19 752 641	318 764 627	12 389
РАО "ЕЭС"	EESRP			0.2720	0.74		7 978 365	564
Мосэнерго	MSGNG			0.0735	1.94	164 322	5 696 212	2 076
Башкирэнерго	BEGY	0.41	покупать	0.3100	0.81			323
Иркутскэнерго	IRGZ	0.24	держать	0.2160	-2.26		363 736	1 030
Ленэнерго	LSNG			0.6500			0	498
Ленэнерго	LSNGP			0.3710	0.27		0	49
Нижегородэнерго	NNGE			5.1000				20
Пермэнерго	PMNG			2.1000			9 162	76
Самаразэнерго	SAGO			0.1110	-5.93	35 300	21 146	396
<b>Телекоммуникации</b>								
Ростелеком	RTKM			2.0500	-0.49	2 304 038	62 443 090	1 493
Ростелеком	RTKMP			1.5150	-2.26	417 400	5 564 318	367
Башинформсвязь	BISV	0.20	покупать	0.1210			0	115
ВолгаТелеком	NNSI			3.2000	-7.65	1 111 265	653 022	787
ВолгаТелеком	NNSIP			2.3000	-2.54	4 104	16 606	189
МГТС	MGTS			13.2000	-0.75	13 800	64 721	1 054
МГТС	MGTSP			8.9000	-4.30	100 750	91 286	142
СЗТ	SPTL			0.6200	-1.59	59 687	173 951	546
СЗТ	SPTLP			0.4050	-2.99	135 190	79 457	101
Уралсвязьинформ	URSI			0.0337	-1.75	730 793	12 216 836	1 088
ЦентрТелеком	ESMO			0.3610	-0.14	67 901	33 808	570
ЦентрТелеком	ESMOP			0.2570	2.80	20 210	71 203	135
ЮТК	KUBN			0.0850	-4.49	26 600	21 374	252
ЮТК	KUBNP			0.0650	-6.47		8 504	63
<b>Машиностроение</b>								
АВТОВАЗ	AVAZ	29.60	держать	23.1000		12 650	1 400 040	628
ГАЗ	GAZA			26.0500	2.16			184
ОМЗ	OMZZ	7.10	покупать	3.7500	15.38	120 800	116 423	133
<b>Металлургия</b>								
НорНикель	GMKN	72.00	покупать	61.1500	0.91	13 866 179	251 936 141	13 085
Северсталь	CHMF	10.70	покупать	7.2800	-1.89	3 248 601		3 996
Челябинский ТПЗ	CHEP	0.35	держать	0.5350	-0.47	21 245		253
<b>Банковский сектор</b>								
Сбербанк	SBER			675.0000	1.81	1 460 700	30 962 920	12 825
Сбербанк	SBERP			7.7000	1.32		14 154 764	385
<b>Транспорт</b>								
Аэрофлот	AFLT			1.4700	-0.68	147 500	159 478	1 633
<b>Потребительский сектор</b>								
Балтика	PKBA			25.0000	-6.02	132 800	132 675	2 929
Балтика	PKBAP			16.5000			0	223
Торговый Дом ГУМ	GUMM			2.2000	-2.22		0	132
Красный Октябрь	KROT			11.0000	-3.08	134 400	0	97
ЦУМ	TZUM			0.4300	4.88		0	39

## Аналитический отдел

### Одинцова Наталья - начальник отдела

Телекоммуникации и металлургия - Ложкина Ирина

lozhkina@prospect.com.ru

Инструменты с фиксированной доходностью, валюты и макроэкономика - Лавущенко Игорь

lavushenko@prospect.com.ru

Нефть, газ и химия - Мангилев Дмитрий

mangilev@prospect.com.ru

Электроэнергетика - Соловьев Алексей

solovyev@prospect.com.ru

Программист. Технический анализ рынка акций - Сальманов Олег

salmanov@prospect.com.ru

## Трейдинг

### Каштанов Антон - начальник отдела

Виноградов Константин

Гусев Николай

Заря Георгий

Лобанов Александр

Мансурходжаев Фируз

Поляк Стивен

Хмельник Михаил

Аброчнов Сергей

Бохин Александр

## Управление активами

Лосавио Игорь

Усачев Андрей

Баранов Александр

Вольнов Дмитрий

Яблонский Сергей

## Инвестиционная компания "Проспект"

### СЕО - Дмитрий Штейнсапир

Почтовый адрес: Россия, Москва, 123001, Трехпрудный переулок, д.9, стр.3

телефон: +7 (095) 937-3363

факс: +7 (095) 937-3360

e-mail: [research@prospect.com.ru](mailto:research@prospect.com.ru)

web: <http://www.prospect.com.ru/> ,

<http://www.ukprospect.ru/>

Представленная информация базируется на достоверных источниках. Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях. Компания "Проспект" не несет ответственности за точность предоставленных данных. Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг. Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете. Компания и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний. Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат ИК "Проспект". Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения компании "Проспект" не допускается.