

PROSPECT
WEEKLY

ИНДЕКС РТС: 719.74 (+5.79%) ОБЪЕМ ТОРГОВ НА РТС: 115.12 \$млн

Тема недели:

ТНК: Возможен ли диалог с ФНС? (см. стр.2)

Всю прошедшую неделю российский рынок акций рос. В итоге индекс РТС увеличился на 5.79% до значений максимумов февраля-марта. На закрытие пятницы он составлял 719.74 пункта. Казалось, рынок наконец сможет преодолеть отметку в 720 пунктов по индексу РТС. Однако уже в понедельник, на момент написания отчета, известие о новых налоговых претензиях к ТНК подорвали доверие рынка к российским акциям. Теперь, когда рынок вновь «настроился» на налоговую «волну», дальнейшая ситуация на рынке акций будет зависеть во многом от развития ситуации с «делом ТНК». На наш взгляд, вряд ли стоит ожидать повторения ситуации с ЮКОСом. Хотя бы уже потому, что British Petroleum не допустит такого издевательства над своими активами. Однако, в случае продолжения давления ФНС на компанию, опустить рынок акций до декабрьских уровней (650 пунктов) и ниже «дело ТНК» на наш взгляд вполне способно. Подробнее о ситуации с налоговыми претензиями к ТНК читайте в статье **«Возможен ли диалог с ФНС?»** на стр.2.

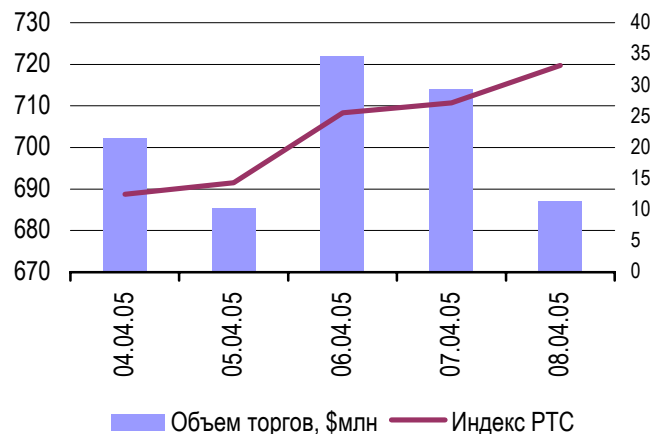
Что касается итогов предыдущей недели, лидером роста среди фишек стал Ростелеком (+9.83%), на фоне вновь активизировавшихся разговоров о приватизации «Связьинвеста». Цена на акции Лукойла впервые перешагнули отметку в 1000 рублей, а увеличение котировок составило 6.06%. На 5.82% выросли котировки Сбербанка, на 5.59% - Татнефти, на 5.55% - Норникеля, на 5.41% - Сургутнефтегаза. Кроме того на 4.11% выросли котировки ЮКОСа, на 4.1% - Сибнефти. Менее всего общий рост затронул акции РАО ЕЭС (+2.36%) и Газпрома (+1.66%).

Из событий ушедшей недели можно выделить внесение в Правительство проекта указа о приватизации «Связьинвеста». Несмотря на то, что этот факт является положительной новостью для рынка, стоит отметить, что данный проект не оговаривает ни сроков приватизации, ни размеров приватизируемого пакета. Подробнее об этом читайте в разделе **«Корпоративные новости – Телекоммуникации»**.

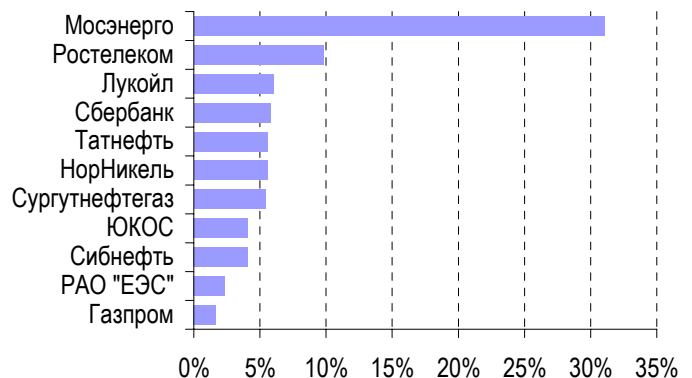
Динамика Индекса РТС за последние 52 недели



Индекс РТС и объемы торгов за неделю



«Голубые фишки» за неделю



ТНК: Возможен ли диалог с ФНС?

ТНК доначислили налоги за 2001 год на 22 млрд руб.

Пожалуй, основной новостью за весь прошедший период стало известие о предъявлении налоговых претензий ТНК-ВР.

Уже на текущей неделе, в понедельник, 11 апреля, стало известно, что ТНК получила дополнительные налоговые претензии в размере 22 млрд руб. Налоги доначислены за 2001 год. За тот же период компании уже предъявили претензии на сумму 4 млрд руб. Таким образом, суммарный объем претензий приближается к \$ 1 млрд.

По заявлению главы ТНК-ВР Роберта Дадли, пока результаты налоговой проверки нельзя назвать требованиями о выплате налоговой задолженности. По его словам у компании есть время предъявить свои аргументы в налоговые органы, и диалог с ФНС будет продолжаться.

Сумма претензий не критична для компании

Сразу стоит отметить, что текущая сумма претензий для ТНК не критична – по итогам 2004 года мы ожидаем, что консолидированная прибыль ТНК-ВР составит порядка \$3 млрд. А учитывая, что ТНК входит в эту структуру, конечные расходы лягут именно на ТНК-ВР. При этом по условиям договора о создании компании нынешние владельцы застраховали себя от рисков налоговых претензий – половину суммы будут выплачивать бывшие собственники ТНК – Альфа-Групп и Аксесс/Ренова.

Мы не ждем повторения дела Юкоса...

Что касается рисков начисления компании задолженности в бюджет за 2002-2004 года, полностью исключить такую возможность нельзя. Однако мы не ожидаем повторения сценария «дела Юкоса». Это было бы не выгодно государству в преддверии реструктуризации компании и создания крупного центра прибыли на территории РФ. Кроме того, не стоит забывать, что основным акционером ТНК-ВР является английская ВР, у которой возможностей поспорить с российскими властями, по-видимому, больше, чем у Юкоса.

При этом, если в день предъявления новых налоговых претензий заявления представителей ТНК-ВР в основном касались того, что требования ФНС будут оспорены в суде, последующее сообщение главы компании было гораздо более сдержанным. Из него понятно, что ТНК-ВР готово к переговорному процессу. При этом у компании, по всей вероятности, есть возможность договориться с властями о некотором снижении суммы претензий и реструктуризации долга. Стоит отметить, что у ВР есть достаточно богатый опыт работы в странах с развивающимися экономиками (к которой относится и Россия) – достаточно вспомнит успешные проекты компании в Китае по прокладке сети газопроводов в стране.

На наш взгляд потенциал роста акций ТНК на текущий момент составляет порядка 10%

В конечном итоге, мы не склонны рассматривать ситуацию с ТНК-ВР в черном цвете – на наш взгляд компания сумеет выйти из сложившейся ситуации. Кроме того, не исключено, что требования ФНС в большей степени направлены против Альфа-Групп. В этом случае нефтяную компанию претензии заденут лишь «по касательной».

На наш взгляд, на текущий момент котировки компании пока еще не столь значительно снизились, что бы сделать акции привлекательными для покупки - на наш взгляд потенциал роста составляет порядка 10% - не так много при сохраняющихся рисках. С другой стороны, остальные «дочки» ТНК-ВР, которые будут участвовать в начальном этапе реструктуризации выглядят еще менее привлекательно – их «просадка» после известия о налоговых претензиях к ТНК не превысила 7%. Стоит отметить, что претензии к ТНК косвенно распространяются и на них - выплаты в ФНС будут формироваться за счет денежных потоков, генерируемых всеми входящими в холдинг компании. Это, естественно, касается тех претензий, которые будут доказаны.

Мы сохраняем свою рекомендацию **ДЕРЖАТЬ** для акций компании ТНК.

Технический взгляд на рынок акций

Новые налоговые претензии к ТНК «уронили рынок на взлете». В результате уровень в 720 пунктов снова не был преодолен. На наш взгляд в ближайшее время стоит ожидать снижения рынка до уровней 680-685 пунктов, то есть к линии восходящего тренда, образованного минимумами января и марта. Пробой же этого уровня может стать сигналом начала периода «медвежьего» рынка. Подтверждением этого сигнала станет снижение рынка за значение 660 пунктов по индексу РТС. В этом случае завершение формирования «двойной вершины» может привести к снижению индекса РТС до значений в районе 600 пунктов.



С другой стороны, успешное для ТНК разрешение вопросов с налоговыми претензиями, а также отсутствие других значимых для рынка негативных новостей, могут поддержать рынок и позволить индексу РТС преодолеть наконец значение 720 пунктов, что может открыть дорогу к уровням исторического максимума. Однако такой сценарий мы считаем менее вероятным.

Более того, с точки зрения более долгосрочной перспективы, если продажа «Связьинвеста» также будет произведена «прозрачными, рыночными» методами не в «чужие недобросовестные руки», то, в свете заявлений о продаже госпакета холдинга по рыночным ценам, потенциальным «свои добросовестным» покупателям будет невыгодны высокие цены на российском рынке акций. Это может привести к выходу ряда негативных новостей (новые налоговые претензии, пресловутый доклад С.Степашина об итогах приватизации и т.п.), которые позволят удержать рыночные цены на низком уровне до продажи пакета «Связьинвеста», которая по всей вероятности состоится всё-таки только в следующем году.

Модельный портфель ИК «Прспект»

За прошедшую неделю **модельный портфель** вырос на 2.41%, в то время как индекс РТС вырос на 5.79%. Наибольшее влияние на портфель оказал рост акций Новороссийского морского пароходства (+5%) и Объединенных машиностроительных заводов (+3.83%).

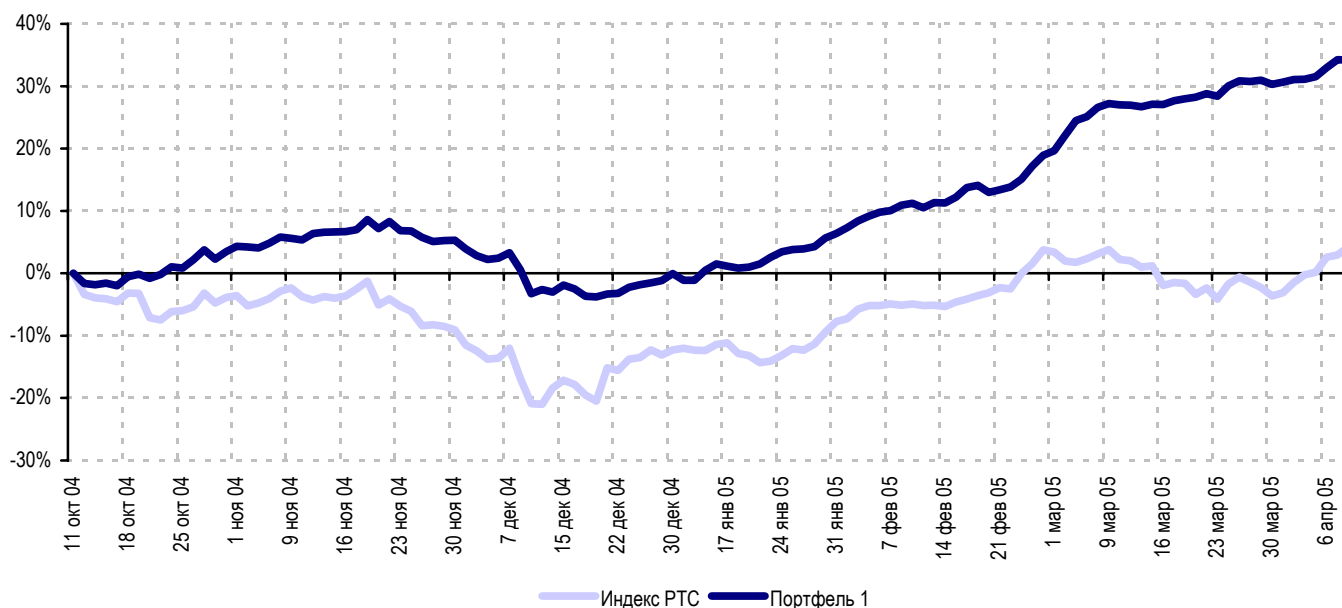
На прошлой неделе в связи с достижением справедливой цены из портфеля были выведены акции Лукойла. Их доходность с 24.01.2005, дня введения их в портфель, составила 19.07%. Кроме того, в связи с достижением привлекательных ценовых уровней, в ликвидную часть портфеля нами были введены АДР МТС и Вымпелкома, а также акции Сибнефти, а в низколиквидную – акции Алтайэнерго и Ашинского метзавода.

Состав и изменение стоимости модельного портфеля ИК «Прспект»

Инструмент	Изм. с начала ведения портфеля, %	Изм. за неделю, %
Череповецкий МК Северсталь, а.и.о.		0.14%
<i>Лукойл, а.и.о.</i>		
<i>МТС, АДР</i>		
<i>Сибнефть, а.и.о.</i>		
Транснефть, а.и.п.		1.45%
<i>Вымпелком, АДР</i>		
Ликвидная часть портфеля в целом	17.68%	3.65%
<i>Алтайэнерго, а.и.о.</i>		
<i>Ашинский метзавод, а.и.о.</i>		
АНК Башнефть, а.и.о.		0.42%
Красноярскэнерго, а.и.о.		0.00%
Новороссийское морское пароходство, а.и.о.		5.00%
Новойл, а.и.о.		-0.20%
Объединенные заводы (Уралмаш-Ижора), а.и.о.		3.83%
Пензаэнерго, а.и.о.		0.26%
Уфимский НПЗ, а.и.о.		-0.07%
Западно-Сибирский металлургический комбинат, а.и.о.		-0.35%
Низколиквидная часть портфеля в целом	50.75%	1.45%
Портфель в целом	34.21%	2.41%
Индекс РТС	4.23%	5.79%

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

На прошедшей неделе курс евро/доллар двигался в коридоре 1.280-1.295. Взлеты от нижней границы коридора до его верхней границы сменялись на обратные падения.

Тон на рынке задавали в основном американские площадки. Что, в общем, было не удивительно, поскольку недавнее падение евро/доллара, начавшееся перед повышением ставки ФРС США 22 марта, было несоизмеримым по масштабам с фактическим изменением ставки. В результате курс усилиями американских игроков оказался перепроданным, и теперь инвесторы, «застрявшие» в длинных позициях в долларе, должны или уповать на будущую агрессивную политику ФРС, или стимулировать волатильность курса и выйти из позиций на очередном снижении евро/доллара.

При этом в очередной раз следует обратить внимание на снижение значимости технических факторов в динамике курса евро/доллар. Такая ситуация стала особенно характерна для рынка с начала текущего года. Тем не менее, определенное влияние техники все же сохраняется. Рассмотрим технические сигналы прошедшей недели:

Уход в начале недели курса ниже 1.290 создал предпосылки для продолжения снижения, которое должно было бы как минимум повторить недавнее «дно» на уровне 1.273. Однако этого не произошло. Напротив, сформировался устойчивый боковой канал с нижней границей 1.280. Технически такую ситуацию можно интерпретировать, как существенное ослабление напора «медведей» в евро. Это может указывать на близкий разворот курса.

Нисходящая тенденция в евро/долларе может вскоре завершиться

В начале текущей недели евро/доллар сделал несколько попыток роста с тестированием снизу уровня 1.300. Однако 1.300 – это серьезный психологический рубеж, и его легкое взятие может не получиться.

Однако не исключено, что перед этим курс покажет 1.273

Технически разворот непосредственно от текущих уровней выглядит не совсем сильным, поэтому не исключено, что на текущей неделе преобладание нисходящей тенденции пока сохранится.

Сопротивлениями на текущей неделе будут уровни: психологический рубеж 1.300, 1.302, 1.304-1.306. Поддержками: 1.295-1.297, 1.294, 1.291, 1.280, 1.277 и 1.273.

Нисходящая тенденция может завершиться после снижения до 1.273. Но нельзя исключать, что разворот может начаться и не доходя этого уровня, только в этом случае перед ростом будет необходим период бокового движения.

Но даже в случае экстремального падения курса ниже 1.273, позитивные перспективы евро не будут сразу потеряны. Сильная трендовая поддержка расположена на уровнях 1.25-1.26. До этого рубежа долгосрочный растущий тренд сохраняется, равно как сохраняется и годовой таргет 1.40 после отскока от него.

Данные по торговому балансу США в феврале могут послужить стимулом движения к 1.273

Среди фундаментальных факторов на текущей неделе в фокусе внимания окажутся данные по дефициту торгового баланса США в феврале (публикуются во вторник) и данные по притоку капиталов нерезидентов (ТIC), которые выйдут в пятницу. В начале недели в фокусе внимания – торговый баланс.

Пока на рынке бытует мнение, что прогнозы умеренного роста дефицита торгового баланса (до \$59 млрд) не учитывают последнего скачка цен на нефть. Поэтому перед выходом данных скорее всего будет преобладать игра на рост евро/доллара. Если данные действительно окажутся хуже прогнозов, такая игра может продолжиться и выше уровня 1.300.

Но более вероятным все же является закрытие коротких позиций по доллару после выхода данных, и снижение курса евро/доллар к 1.290. После этого возможным будет исполнение сценария плавного разворота – снижение с «дном» на 1.273, затем боковой

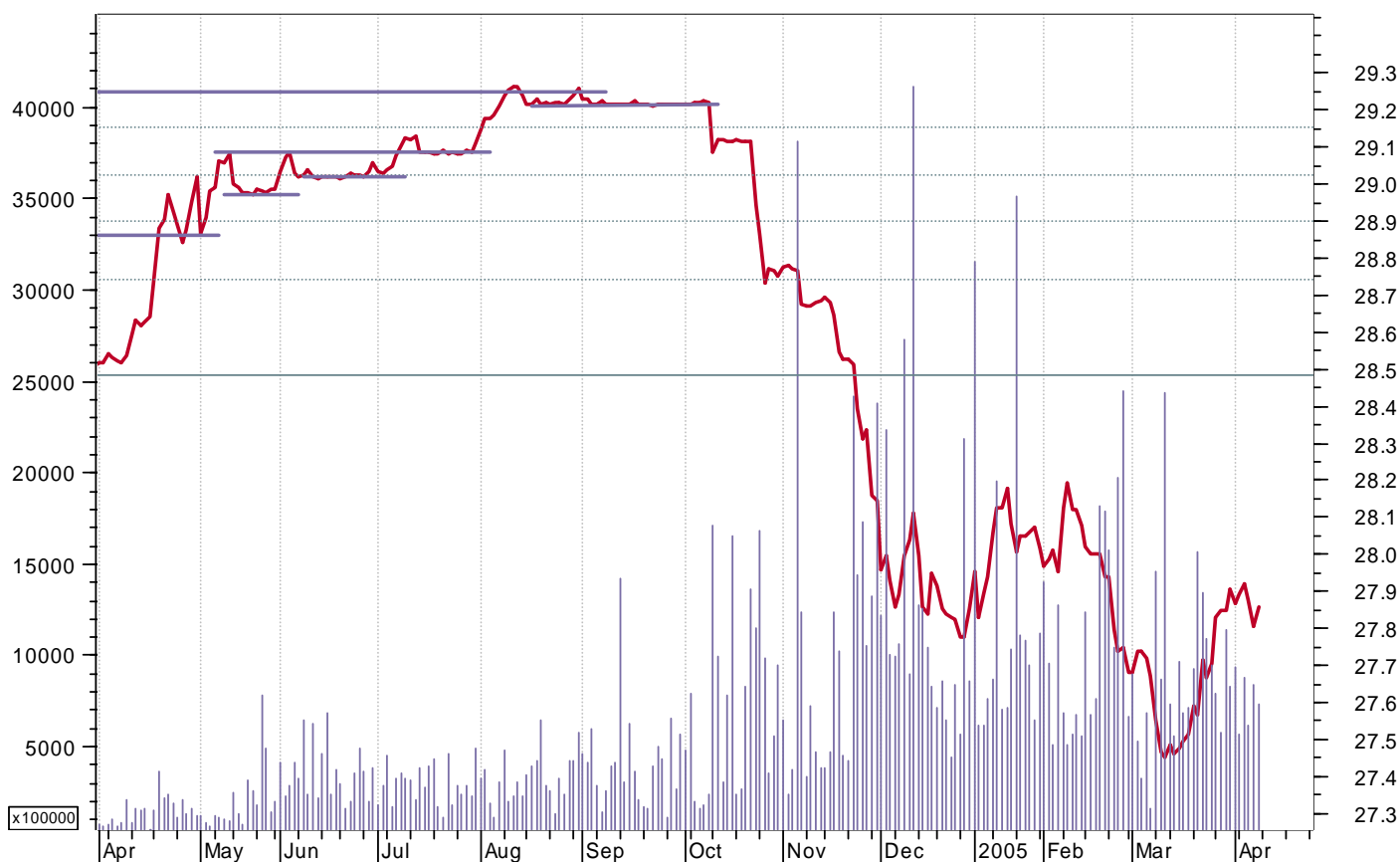
диапазон и переход к росту.

**Снижение евро/доллара к 1.280
приведет курс доллар/рубль к
27.95 руб
А снижение до 1.273 – к
уровням вблизи 28.10 руб**

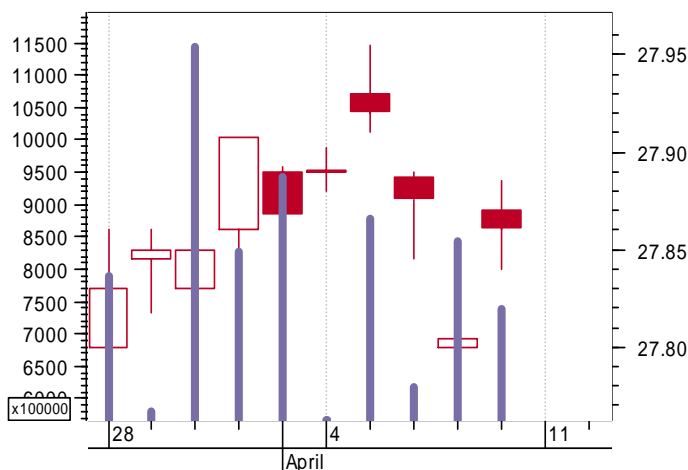
Курс доллар/рубль на российском рынке находился на прошедшей неделе в диапазоне 27.80-27.92 руб при относительно невысоких объемах торгов. Его динамика соответствовала динамике евро/доллара на международном валютном рынке.

Тестирование нижней границы бокового диапазона евро/доллара на 1.280 (в случае осуществления сценария снижения к 1.273) приведет к росту курса доллар/рубль до 27.92-27.95 руб. Исполнение таргета 1.273 может соответствовать курсу доллар/рубль выше 28.0 руб – на уровнях 28.07-28.12 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

Одной из важных новостей прошлой недели стало известие о предстоящей консолидации Лукойлом 100% акций РИТЭКа

Исключая новость о новых налоговых претензиях к ТНК, на наш взгляд основным событием в секторе стало пятничное заявление первого вице-президента Лукойла Сергея Кукуры, который сказал, что до конца текущего года нефтяной гигант намерен консолидировать 100% акций РИТЭКа. На наш взгляд, в связи с предстоящим поглощением РИТЭКа материнской компанией (Лукойл владеет 59,1% акций РИТЭКа), стоит ожидать роста котировок этой компании. Миноритарные акционеры компании могут рассчитывать на оферту на выкуп их бумаг в рамках предстоящей сделки или на предложение по обмену акций РИТЭКа на долю в материнской компании.

На наш взгляд, Лукойл предложит миноритарным акционерам РИТЭКа справедливую цену выкупа акций

При консолидации ЛУКОЙЛом 100% акций РИТЭКа, основной вопрос для миноритарных акционеров будет заключаться в том, как Лукойл оценит акции своей "дочки". Мы полагаем, что оценка будет справедливой. В подтверждение этому говорит и структура акционерного капитала компании. По заявлению В.Грайфера, порядка 15% уставного капитала принадлежит группе физических лиц. Мы не исключаем, что это представители менеджмента РИТЭКа и «Лукойла», владеющие этими бумагами через третьих лиц, в связи с чем это не отражается в отчетах компании. Маловероятно, что Лукойл будет выкупать акции дочерней компании у них по низкой цене. Кроме того, перед оффертой миноритарным акционером, вполне вероятно, состоится сделка с Татнефтью, которая владеет 6% акций РИТЭКа. Эта сделка может стать своего рода индикатором стоимости акций РИТЭКа.

Интерес могут представлять и привилегированные акции компании

По нашим подсчетам, справедливая стоимость акций РИТЭКа составляет \$5.4 против \$4.75 на текущий момент.

Интерес могут представлять и привилегированные акции компании. В акционерном капитале Лукойла нет привилегированных акций, таким образом, владельцы акций РИТЭКа могут рассчитывать в случае обмена акций РИТЭКа на акции Лукойла в рамках офферты получить голосующие бумаги нефтяного гиганта. На наш взгляд, привилегированные акции в сложившейся ситуации могут выглядеть даже привлекательнее, чем обыкновенные. Наш ориентир для этих бумаг \$4.3 за акцию против \$3.03 на текущий момент.

Стоит отметить, что спекулятивный эффект может привести к гораздо более значительному росту цен на акции компании по сравнению с нашими ценовыми ориентирами. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции РИТЭКа

Финплан Газпрома на 2005 год, по всей вероятности, всё же принят

Помимо поглощения РИТЭКа весьма важной новостью стало известие о принятии Газпромом финансового плана на текущий год. Сразу отметим, что официальные службы компании опровергли факт принятия бюджета на совете директоров. Тем не менее неофициальные высказывания представителей государства свидетельствуют о том, что этот документ всё же был подписан.

В соответствии с ним, Газпром принял произведенную переоценку основных фондов с 1 января 2005 года в сторону повышения их стоимости на 72%. Стоит отметить, что эффект от переоценки «ляжет» на чистую прибыль компании. Соответственно, по итогам 2005 года, независимо от успехов операционной деятельности компании можно ждать относительно неплохих дивидендов. Напомним, что Газпром в соответствии с принятой дивидендной политикой должен выплачивать на дивиденды 2%, от текущей капитализации, но не больше 10% чистой прибыли по итогам года.

Конфликт Газпрома и правительства относительно уровня роста тарифов на газ продолжится

Кроме того, еще раз отметим, что вопрос переоценки основных фондов во многом является ключевым, так как Газпром обосновывает этим, в связи с возрастающими издержками, необходимость повышения цен на газ. По его предложению тарифы должны быть увеличены в 2006 году на 22%, в 2007 году - на 21%, в 2008 году - на 12%. По плану правительства тарифы должны быть увеличены в 2006 году - на 11%, в 2007 году - на 8%.

На наш взгляд, конфликт относительно тарифов будет продолжаться еще достаточно длительный срок. При этом Газпром имеет шансы несколько повысить тарифы, но не столь значительно, как во внесенном в правительство предложении. Повышение цены «отсечки» нефти, после которой налоговые поступления от нефтяной отрасли направляются в стабфонд, и без того в значительной степени усложнит властям борьбу с инфляцией, рост

Также маловероятно, что в скором времени разрешится вопрос относительно отмены квот на владение акциями Газпрома для иностранных инвесторов

которой в значительной степени зависит и от тарифов Газпрома.

Стоит отметить и еще ряд новостей, касающихся газового монополиста. На прошлой неделе глава Минэкономразвития Герман Греф заявил вчера, что квоты для иностранных инвесторов на владение акциями Газпрома будут отменены уже в этом году. Двумя неделями ранее помощник Президента РФ Игорь Шувалов заявил, что квоты на покупку акций иностранцами отменены не будут. Похоже у властей вновь нет единой позиции по этому вопросу, и его решение может занять достаточно длительный срок, как это, например, происходит со слиянием Роснефти и Газпрома.

Энергетика

На прошедшей неделе состоялась встреча Анатолия Чубайса с зарубежными инвесторами. Глава энергохолдинга весьма убедительно рассуждал на тему стоимости российских энергоактивов и их привлекательности. После встречи с инвесторами в Нью-Йорке, глава отправился в Лондон, для принятия участия в российском экономическом форуме.

Внутренний новостной фон также не изобилует новостями, способными оказать влияния на настроения инвесторов отечественных.

РАО «ЕЭС России»

Курсовая стоимость акций РАО «ЕЭС» продолжила следовать общерыночной динамике. Новости, касающиеся электроэнергетического сектора на прошлой неделе, не оказали существенного влияния на котировки акций энергохолдинга. По итогам прошедшей недели в РТС РАО выросло на 3,24% (\$0,31). Индекс РТС, в свою очередь, прибавил 5,79%.

РАО «ЕЭС» продолжило следовать общерыночной динамике

Мосэнерго

Несмотря на завершения реструктуризации (1 апреля) и ожидание снижения курсовой стоимости столичной энергокомпании акции Мосэнерго продолжают оставаться на уровнях близких к уровню цен на акции «дореструктуризированной» компании. Отметим лишь, что акции Мосэнерго в понедельник (первый день торгов «правопреемника» АО-энерго) при открытии торгов охарактеризовались повышенной волатильностью, длящейся не столь уж длительный период времени.

Акции Мосэнерго продолжают оставаться на уровнях близких к уровню цен на акции «дореструктуризированной» компании

Если не учитывать падения акций Мосэнерго на 36,84% (31 марта), то изменение цен за неделю прошедшую с момента государственной регистрации выделенных из АО-энерго обществ, составило в РТС: -2,7%, на ММВБ: -16,1%.

Мы предполагали, что, несмотря на вывод активов (компания, на которой остается бренд Мосэнерго, Московская генерирующая компания, располагает лишь 47% актив региональной энергосистемы) снижение курсовой стоимости акций Мосэнерго в следствии как спекулятивного интереса участников рынка к акциям энергокомпании, так и ожиданием интереса со стороны стратегического инвестора, может быть не столь значительным. Косвенно наше предположение подтвердилось и заявлением пресс-службы Мосэнерго, о том, что Газпромбанк подал в ФАС ходатайство о приобретении 30,48% пакета акций Мосэнерго. (см. например, Daily от 11 марта). Мы полагаем, что Газпром намерен увеличивать долю в Мосэнерго и в дальнейшем, что подтверждается и увеличением доли до 30% после получения блок-пакета в уставном капитале Мосэнерго, и заявления представителей газового концерна о создании на базе Газпрома глобальной энергетической компании.

Мы полагаем, что Газпром намерен увеличивать долю в Мосэнерго и в дальнейшем

Телекоммуникации

Прошедшая неделя на отечественном рынке характеризовалась повышенным спросом игроков на акции компаний Связьинвеста. Причиной тому послужило подтвердившееся обещание представителей МЭРТ о внесении проекта указа о приватизации телекоммуникационного холдинга в Правительство. В пятницу, 8 апреля, данный проект был внесен в Правительство.

Сбывшееся обещание о внесении в Правительство проекта указа о продаже госпакета Связьинвеста послужило причиной резкого роста спроса на акции предприятий холдинга

Котировки акций дочерних компаний Связьинвеста за прошедшую неделю продемонстрировали уверенный рост. Обыкновенные акции Ростелекома подорожали на

Более остальных подорожали наиболее ликвидных акции:

Ростелекома, Уралсвязьинформа и ВолгаТелекома, данные инструменты менее рискованны для спекулятивных операций

Поскольку рассматриваемый сейчас на Правительстве документ представляет собой лишь принципиальное решение о продаже госпакета холдинга (без указания размера пакета и сроков продажи), высока вероятность того, что он будет утвержден без дополнительных «проволочек»

Выявление эффекта от введения новых правил регулирования рынка услуг дальней связи может оказать значительное влияние на рыночные котировки предприятий Связьинвеста и, следовательно, на стартовую цену госпакета холдинга

Мы считаем, что время «спекулятивных скачков» на новостях и слухах вокруг приватизации еще не прошло...

Отчет ММК за 2004 год

9%, ВолгаТелекома – на 9%, Уралсвязьинформа – на 8,8%. Эти бумаги стали лидерами роста котировок в секторе, благодаря тому, что являются наиболее ликвидными среди бумаг предприятий холдинга, что привлекает к ним внимание не только долгосрочных инвесторов, но и спекулятивных игроков. Объем торгов по бумагам Ростелекома увеличился за неделю в 4 раза до \$231 млн, по Уралсвязьинформу – в 1,6 раза до \$30,4 млн, ВолгаТелекома – в 1,4 раза до \$0,7 млн (указаны суммарные объемы торгов по РТС и ММВБ).

Котировки акций остальных компаний повысились в диапазоне от 4,5% (Дальсвязь) до 6,2% (ЮТК). Объемы торгов по данным акциям также значительно выросли.

Внесение в Правительство проекта указа о приватизации Связьинвеста являлось бы позитивным фактом, однако, точных параметров приватизации в данном документе не указывается: ни сроков, ни размеров пакета, предполагаемого к продаже. В документе лишь прописывается возможность продажи госпакета целиком (75% - 1 акция). Таким образом, данный документ является только принципиальным решением о продаже Связьинвеста. В связи с этим, мы считаем, велика вероятность того, что этот документ будет утвержден Правительством, что может вызвать очередной виток всплеска интереса к акциям телекомов (при отсутствии негативных новостей по рынку, каким стало сообщение в начале текущей недели о предъявлении ТНК налоговых претензий на \$1 млрд).

Стартовая цена продажи, по словам представителей Минсвязи, будет определяться исходя из рыночной стоимости. Текущая рыночная стоимость госпакета в 75% - 1 акцию Связьинвеста составляет порядка \$3,6 млрд (исходя из стоимости долей холдинга в дочерних компаниях по состоянию на закрытие торгов 08.04.2005), однако, принимать эту цифру за ориентир достаточно рискованно. На конференции «Связь и инвестиции в России» Л.Рейман сказал, что было бы желательно приватизировать Связьинвест в текущем году, однако «судя по тому, как развиваются события, это может быть и в следующем». К середине текущего года станет ясен эффект от введения новых правил регулирования рынка дальней связи. Как мы неоднократно говорили, мы считаем вероятным, что эффект этот окажется негативным для МРК (компенсационная надбавка окажется меньше потерянных доходов, дебиторская задолженность останется на МРК, соответственно, резерв по сомнительным долгам будет начисляться ими). Ухудшение финансовых результатов МРК может привести к снижению котировок по их акциям. Ростелеком же, безусловно, существенно увеличит доходную базу (на первых порах, до появления новых лицензированных операторов – от \$700 млн в годовом выражении), однако, роста рентабельности при этом не произойдет. По идее, оператор должен будет платить ту же сумму в виде компенсационной надбавки, при существенном росте объема доходов прибыль компании останется на прежнем уровне. Дополнительные вливания можно будет ждать лишь от «отбеливания» «серого» трафика, который на текущий момент проходит для Ростелекома незамеченным.

От принятия принципиального решения о продаже госпакета холдинга до подписания финальных документов и объявления об аукционе может пройти достаточно большое количество времени, а возникновение «проволочек» может привести к снижению котировок акций предприятий Связьинвеста. Мы хотим сказать, что говорить о приходе долгосрочных инвесторов под приватизацию пока рано. За объявлением о позитивных сдвигах в деле по продаже госпакета могут появиться новости о новых сложностях и отсрочках, что будет вызывать негативную реакцию рынка.

Металлургия и Машиностроение

В металлургическом секторе наибольшее количество новостей касалось ММК. На прошедшей неделе комбинат опубликовал результаты за 2004 года. Выручка компании выросла на 58,5% до \$4 829 млн. Себестоимость при этом, увеличивалась более низкими

оказался несколько лучше наших ожиданий

Проданные по крайне низкой цене казначейские акции ММК могли быть использованы как обеспечение кредита для менеджмента под покупку пакетов РФФИ и Мечела

Сохранение высоких цен на железнорудное сырье и уголь могут привести к более значительному снижению объемов производства на комбинате в дальнейшем

Ценовой диапазон предложения при IPO Северсталь-Авто составил \$15,8-\$17,8 за акцию

Высокие по сравнению с аналогами значения мультипликаторов могут быть оправданы, во-первых, высокой рентабельностью компании, во-вторых, входением в компанию ЗМЗ. Мультипликаторы для производителей комплектующих традиционно значительно выше

Допэмиссия на 15%, которая намечена следом за IPO по цене не ниже рыночных котировок послужит дополнительным фактором риска при работе с данными акциями

темпами – на 55%. Операционная прибыль комбината выросла почти в два раза до \$1 487 млн, а чистая прибыль более чем удвоилась и составила \$1 217 млн. Рентабельность по чистой прибыли комбината составила 25,2% против 20,7% в 2003 году. Уровень рентабельности компании превзошел наши ожидания. Еще одним сюрпризом в отчетности стала продажа казначейских акций комбината: 15,8% акций были проданы за сумму едва превышающую \$300 млн. Это при том, что госпакет в 17.82% продали за \$790 млн, а Мечел продал свой пакет (16,5%) за \$780 млн плюс \$90 млн дополнительно за отказ от любых возможных претензий. Не вызывает сомнений, что казначейские бумаги были выкуплены менеджментом комбината, которым они, возможно, понадобились как обеспечение кредита под покупку пакетов РФФИ и Мечела.

Второй новостью по компании стало снижение объемов производства в I квартале текущего года. Пока снижение еще не слишком значительно – по чугуну порядка 3%. Однако продолжение роста цен на железнорудное сырье и уголь (руда на спотовом рынке с конца прошлого года подорожала уже в два раза, уголь – более чем на 50%) может привести к более серьезному сокращению производства. Отсутствие собственных сырьевых активов у комбината ставит ММК в гораздо более уязвимое положение по сравнению с основными конкурентами, на большую часть обеспеченных собственным сырьем. Достаточно позитивной в этом свете стало сообщение о том, что Михайловский ГОК продляет контракт с ММК на II квартал на тех же условиях, что было заключено соглашение в начале года.

В секторе машиностроения главной новостью стало объявление ценового диапазона предложения при IPO Северсталь-Авто. Он составляет \$15,8-17,8 за акцию. Это дает диапазон капитализации в \$470,8 млн - \$530,4 млн. Выручка компании по МСФО составила \$808,5 млн, EBITDA – \$116,6 млн, чистая прибыль – \$48,6 млн. Множители компании при таком диапазоне получаются достаточно высокими:

	P/E	P/S	EV/EBITDA
Северсталь-Авто – \$15,8	10.1	0.6	4.6
Северсталь-Авто – \$17,8	11.4	0.7	5.1
АвтоВаз	7.9	0.2	3.6
КАМАЗ	6.3	0.4	4.7

Как видно, по расчетным мультипликаторам Северсталь-Авто должна существенно обгонять других отечественных автопроизводителей. Более того, среднемировое значение P/S для автопроизводителей составляет на текущий момент 0,34.

Безусловно, Северсталь-Авто, согласно недавно опубликованным результатам, является наиболее рентабельным автопроизводителем в стране. Более того, по уровню рентабельности Северсталь-Авто превышает среднемировые показатели: так, среднемировая рентабельность по чистой прибыли у производителей автомобилей составляет 3,65%, тогда как данный показатель у Северсталь-Авто составляет 6%. Кроме того, Северсталь-Авто включает в себя не только УАЗ, но и ЗМЗ, а коэффициенты для производителей комплектующих для автомобилей традиционно существенно выше: на текущий момент среднемировое значение P/S для них составляет 0,9, а P/E превышает 18. В этом свете предполагаемая «дороговизна» Северсталь-Авто достаточно оправдана. Дополнительным фактором риска при IPO компании является последующая за размещением допэмиссия компании. Условиями допэмиссии предусмотрена открытая подписка, цену выкупа будет определять Совет директоров компании. При этом она будет не ниже рыночной цены акций компании. Т.е. капитализация компании будет увеличена на основании прихода новых денег от допэмиссии, при этом, точных данных о том, на какие именно будут направлены эти средства и сроки окупаемости проектов не предоставляется.

В ближайшее время мы намерены провести более глубокий анализ компании и выставить рекомендации по данным бумагам.

Сейчас же нам хотелось обратить внимание игроков на акции входящих в

Суммарная стоимость долей Северсталь-Авто в УАЗе и ЗМЗ составляет \$386,1 млн при расчетном диапазоне капитализации в \$470,1 млн - \$530,4 млн

Мы считаем, что в ближайшее время усилится интерес к акциям дочерним компаниям

Акции УАЗа, на наш взгляд, будут наиболее интересными. Акции ЗМЗ также выглядят недооцененными, однако, из-за широкого спреда между котировками потенциал роста бумаг остается незначительными для покупки низколиквидных акций

Северсталь-Авто предприятий: УАЗа и ЗМЗ. Северсталь-Авто принадлежит 75% ЗМЗ и 66% УАЗа, текущая рыночная стоимость этих долей составляет на текущий момент \$386,1. При этом, как мы писали выше, предлагаемый диапазон капитализации Северсталь-Авто составляет \$470,8 млн - \$530,4 млн. На наш взгляд, в ближайшее время целесообразным является спекулятивная покупка акций дочерних компаний Северсталь-Авто, в первую очередь, УАЗа. Дополнительным драйвером роста данных акций является проект развития компаний: в текущем году начнется серийное производство UAZ Patriot, производство UAZ Hunter и UAZ Simbir с новыми двигателями ЗМЗ. Безусловно, центром прибыли будет головное предприятие Северсталь-Авто. Однако, на текущий момент большая часть доходов на текущий момент (то же сохранится и в 2005 году) генерируется на УАЗе: из \$808 млн выручки Северсталь-Авто \$438 млн (или 54%) пришлось на УАЗ. Таким образом, капитализация УАЗа должна составлять не менее (исходя из расчетных капитализаций Северсталь-Авто) \$390 млн. Текущая капитализация составляет \$310,6 млн.

В долгосрочной перспективе, скорее всего, интерес игроков к акциям УАЗа снизится, центром прибыли будет Северсталь-Авто. Однако, непосредственно перед IPO головного предприятия и сразу после размещения мы считаем вероятность того, что акции УАЗа продемонстрируют достаточно высокий рост.

Акции ЗМЗ также выглядят недооцененными по сравнению с расчетной капитализацией. Исходя из доли доходов, которые приходятся на данное предприятие, капитализация ЗМЗ может достичь уровня в \$282 млн (текущая \$242,4 млн). Однако, из-за широкого спреда между котировками потенциал роста становится слишком незначительным для покупки низколиквидных бумаг.

Таким образом, на текущий момент мы присваиваем рекомендацию СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА акциям УАЗа. Еще раз хотим подчеркнуть, что в долгосрочной перспективе данные бумаги, скорее всего, не будут представлять интереса для игроков.

	Ticker (RTS)	Target price, \$, common shares	Upside potential, %
УАЗ	uaza	0.10	25

Рынок АДР Российских акций (США, Великобритания) за неделю

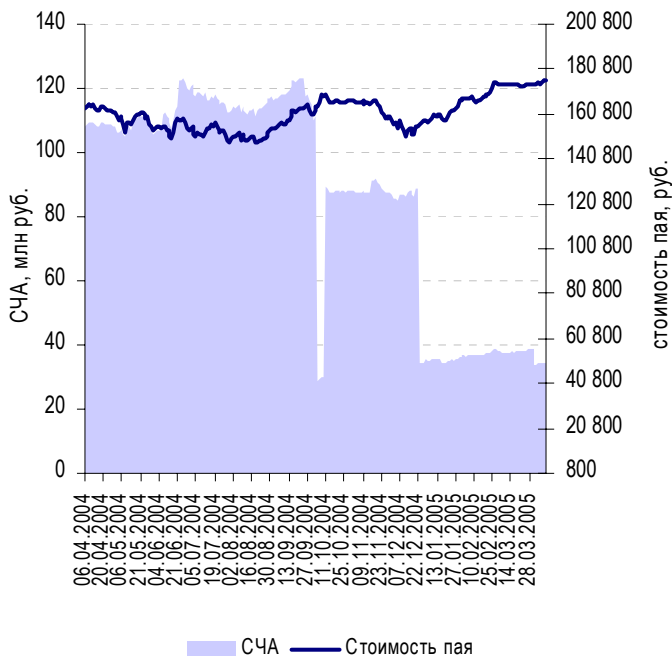
Эмитент	Тикер	Количество акций в АДР	Цена	Изменение за неделю, \$	Изменение за неделю, %	Объем торгов АДР, кол-во бумаг
Татнефть	TNT	20	35.11	0.81	2.36	203 300
ГМК НорНикель	NILSY	1	63.20	3.80	6.40	369 199
Лукойл	LUKOY	4	146.75	8.00	5.77	746 900
Ростелеком	ROS	6	13.85	1.10	8.63	443 300
Сургутнефтегаз	SGTZY	50	39.30	2.55	6.94	431 309
Юкос	YUKOY	4	2.45	0.25	11.36	221 245
Газпром	OGZPF	10	34.30	0.55	1.63	232 128
Сибнефть	SBKYY	10	16.68	0.38	2.33	155 390
Вымпелком	VIP	0.25	37.41	3.11	9.07	4 095 800
МТС	MBT	5	37.51	2.92	8.44	6 697 200
Вимм-Биль-Данн	WBD	1	19.65	0.60	3.15	403 100
Голден Телеком	GLDN	1	26.95	1.43	5.60	587 081
Стальная группа "Мечел"	MTL	3	33.70	5.75	20.57	1 744 200
АФК Система	SSA	0.02	17.60	0.75	4.45	3 498 778

Мировые индексы за неделю

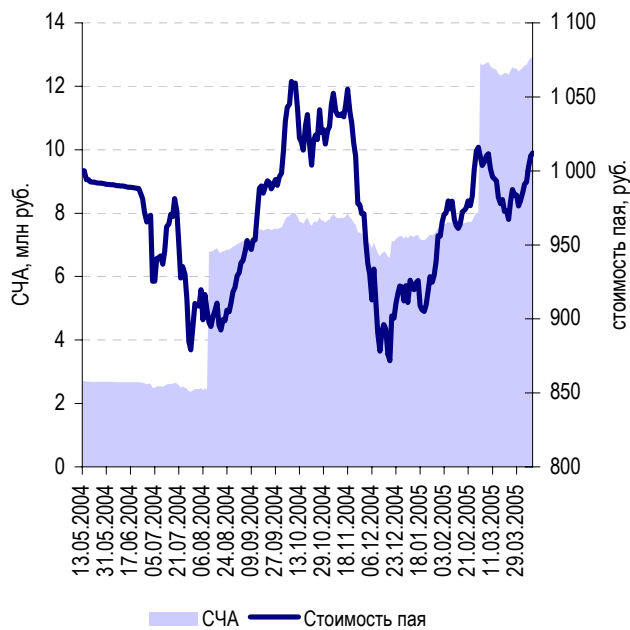
Индекс	Значение	Изменение за неделю, %
Dow Jones Ind. Avg.	10 461.34	0.55
S&P 500	1 181.20	0.71
Nasdaq	1 999.35	0.73
FTSE	4 983.60	1.42
DAX	4 400.68	0.62
NIKKEI 225	11 874.75	1.29
Hang Seng	13 666.72	1.30

ПИФы УК «Прспект»

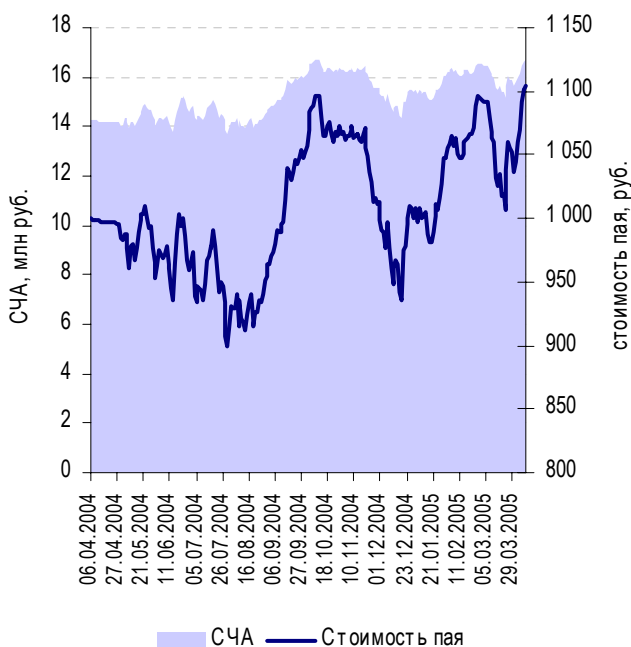
ОПИФ "Прспект - Фонд Первый"



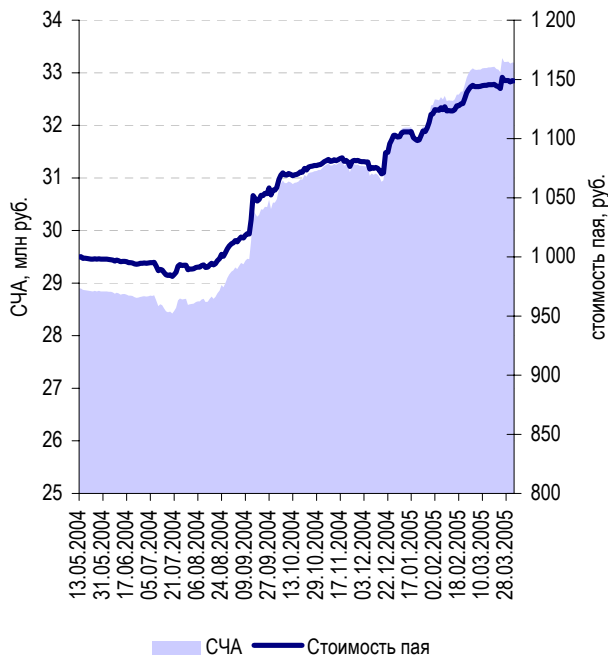
ОПИФ "Русские фонды - Смешанные инвестиции"



ОПИФ "Русские фонды - Фонд Акций"



ОПИФ "Русские фонды - Фонд Облигаций"



Российский рынок акций за неделю

Эмитент	Тикер	Target price, \$	Рекомендация	Цена закрытия, \$	Изменение, %	Объем торгов РТС, \$	Объем торгов ММВБ, \$	Капитализация, \$млн
Нефтегазовый сектор								
Газпром	GSPBEX	3.15	держать	2.9413	1.76	234 187 918		69 559
Лукойл	LKOH	35.53	покупать	36.8500	6.04	29 448 263	438 158 979	31 030
Сибнефть	SIBN	4.03	покупать	3.3500	5.68	2 223 300	19 836 806	15 931
Сургутнефтегаз	SNGS	0.81	держать	0.7890	6.33	5 933 721	149 088 195	27 516
Сургутнефтегаз	SNGSP	0.45	держать	0.6170	2.49	1 236 750	16 965 322	4 760
Татнефть	TATN	1.26	продавать	1.7650	9.63	1 349 414	17 482 642	3 845
Татнефть	TATNP	0.43	продавать	1.0000	9.89	295 018	2 024 061	148
ЮКОС	YUKO			0.5830	7.96	20 200	3 572 160	1 304
Башнефть	BANE	6.11	держать	6.0000	2.92	155 700		1 021
Мегионнефтегаз	MFGS			26.0000	5.26	81 300	408 243	2 586
Пурнефтегаз (Роснефть)	PFGS	18.20	держать	22.5000	4.65	22 500	1 053 177	1 879
Сахалинморнефтегаз	SKGZ			5.9000				360
Удмуртнефть	UDMN	410.00	держать	416.0000	0.24		0	1 111
Электроэнергетика								
РАО "ЕЭС"	EESR	0.30	держать	0.3050	2.87	17 494 077	656 386 953	12 450
РАО "ЕЭС"	EESRP			0.2725	2.83	17 547	9 832 141	565
Мосэнерго	MSNG			0.0925	40.15	68 250		2 520
Башкирэнерго	BEGY	0.41	покупать	0.3120				325
Иркутскэнерго	IRGZ	0.24	держать	0.2270	1.11		995 579	1 082
Ленэнерго	LSNG			0.5900	3.51		0	452
Ленэнерго	LSNGP			0.3780			0	50
Нижновэнерго	NNGE							
Пермэнерго	PMNG			2.5000	25.00			91
Самарэнерго	SAGO			0.1215	0.41		261 581	433
Телекоммуникации								
Ростелеком	RTKM			2.3350	10.30	7 075 962	223 852 798	1 679
Ростелеком	RTKMP			1.7100	8.92	308 708	31 667 019	408
Башинформсвязь	BISV			0.1400	3.32	46 210	0	133
ВолгаТелеком	NNSI			3.8550	8.90	656 889	68 035	948
ВолгаТелеком	NNSIP			2.7500	11.34	133 718	167 576	225
МГТС	MGTS			14.6500	0.34		18 435	1 169
МГТС	MGTSP			10.5000			147 642	168
СЗТ	SPTL			0.6550	8.26	342 171	272 666	573
СЗТ	SPTLP			0.4600	4.55	131 856	107 927	115
Уралсвязьинформ	URSI			0.0393	8.86	3 656 550	26 752 011	1 262
ЦентрТелеком	ESMO			0.3900	5.41	187 077	3 197	615
ЦентрТелеком	ESMOP			0.2900	3.20	58 362	9 773	153
ЮТК	KUBN			0.1030	6.19	67 827	81 674	305
ЮТК	KUBNP			0.0840	13.36	214 013	68 889	82
Машиностроение								
АВТОВАЗ	AVAZ	29.60	держать	29.5000	1.20	163 450	6 654 524	802
ГАЗ	GAZA			30.2000	4.14	204 400		213
ОМЗ	OMZZ	7.10	покупать	4.0000	1.24	54 503	36 698	142
Металлургия								
НорНикель	GMKN	60.00	держать	63.6000	7.07	15 484 837	286 430 579	13 514
Северсталь	CHMF	10.70	покупать	9.0700	0.50	2 575 383		5 005
Челябинский ТПЗ	CHEP	0.35	держать	0.5500	30.95	571 850		260
Банковский сектор								
Сбербанк	SBER			635.0000	5.48	5 622 100	44 319 376	12 065
Сбербанк	SBERP			6.1500	-0.49		7 848 619	308
Транспорт								
Аэрофлот	AFLT			1.5400			370 354	1 710
Потребительский сектор								
Балтика	PKBA			19.3500	-0.77		29 497	2 267
Балтика	PKBAP			15.1000	0.67		2 213	205
Торговый Дом ГУМ	GUMM			3.2000	18.52	112 675	0	192
Красный Октябрь	KROT			11.5000	4.55	24 000	0	101
ЦУМ	TZUM			0.3800			0	34

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

Абрючнов Сергей

Бохин Александр

Управление активами

Лосавио Игорь

Усачев Андрей

Баранов Александр

Вольнов Дмитрий

Яблонский Сергей

Инвестиционная компания "Проспект"

Управляющий директор - 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

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.