

PROSPECT  
WEEKLY

ИНДЕКС РТС: 911.17 (-3.90%) ОБЪЕМ ТОРГОВ НА РТС: 303.74 \$млн

Начало прошедшей недели было отмечено некоторым повышением котировок, однако уже в среду, едва преодолев заветную 1000 по индексу РТС, рынок вновь ухнул вниз – на вторую волну коррекции. Снижение цен на нефть во второй половине недели наложилось на коррекционные ожидания рынка. В итоге недельное снижение индекса РТС составило 3.9% до значения 911.17 пункта. Таким образом, за последние две недели рынок прошел вниз ровно треть от летнего роста. По всем законам рынка, должен бы произойти разворот и «вперед – к новым высотам» - две волны коррекции прошли, треть роста отыграна, наконец, индекс опустился до 50-дневной скользящей средней и совсем чуть-чуть – каких-то 15 пунктов – ему осталось до 200-дневной скользящей средней. Однако, на наш взгляд, все эти технические факторы не станут непреодолимым препятствием для дальнейшего снижения рынка. Два наиболее «быстрых» восходящих тренда уже были сломаны. Для того чтобы сломать или подтвердить последний, самый медленный тренд, ему нужно опуститься до значений в районе 870 пунктов, и на наш взгляд велика вероятность, что это произойдет еще в октябре.

Наибольшее снижение среди «голубых фишек» на прошедшей неделе испытали акции Татнефти (-9.23%), Ростелекома (-7.16%) и Сургутнефтегаза (-6.39%). Несколько меньше снизились котировки Норильского никеля (-4.49%), РАО ЕЭС (-3.99%), Сбербанка (-3.79%) и ЮКОСа (-3.58%). Кроме того котировки Газпрома снизились на 2.7%, Лукойла – на 2.49%, Уралсвязьинформа – на 2.34%, Сибнефти – на 2.05%. Менее всех снизились за прошедшую неделю акции Мосэнерго – их котировки потеряли всего 0.4%.

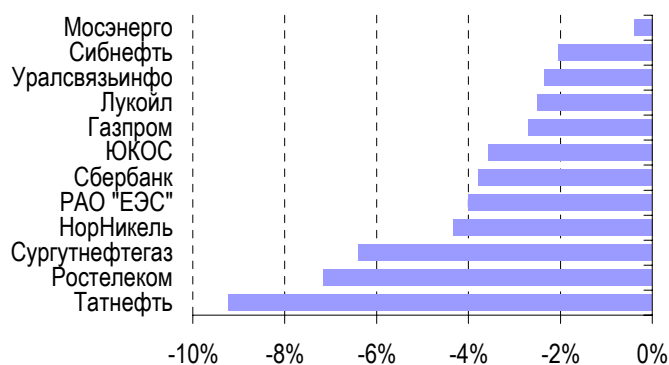
Динамика Индекса РТС за последние 52 недели



Индекс РТС и объемы торгов за неделю



"Голубые фишки" за неделю



## Модельный портфель ИК «Прспект»

За прошедшую неделю стоимость **модельного портфеля** снизилась всего на 0.48%, в то время как индекс РТС упал на 3.9%. Это связано с тем, что ликвидные позиции модельного портфеля были закрыты нами несколькими неделями ранее. Наибольшее влияние на стоимость модельного портфеля оказало снижение котировок акций **Башинформсвязи** (-3.62%), **Новолипецкого металлургического комбината** (-3.51%) и **Находкинской БАМР** (-3.83%). Состав портфеля на прошедшей неделе не претерпел изменений.

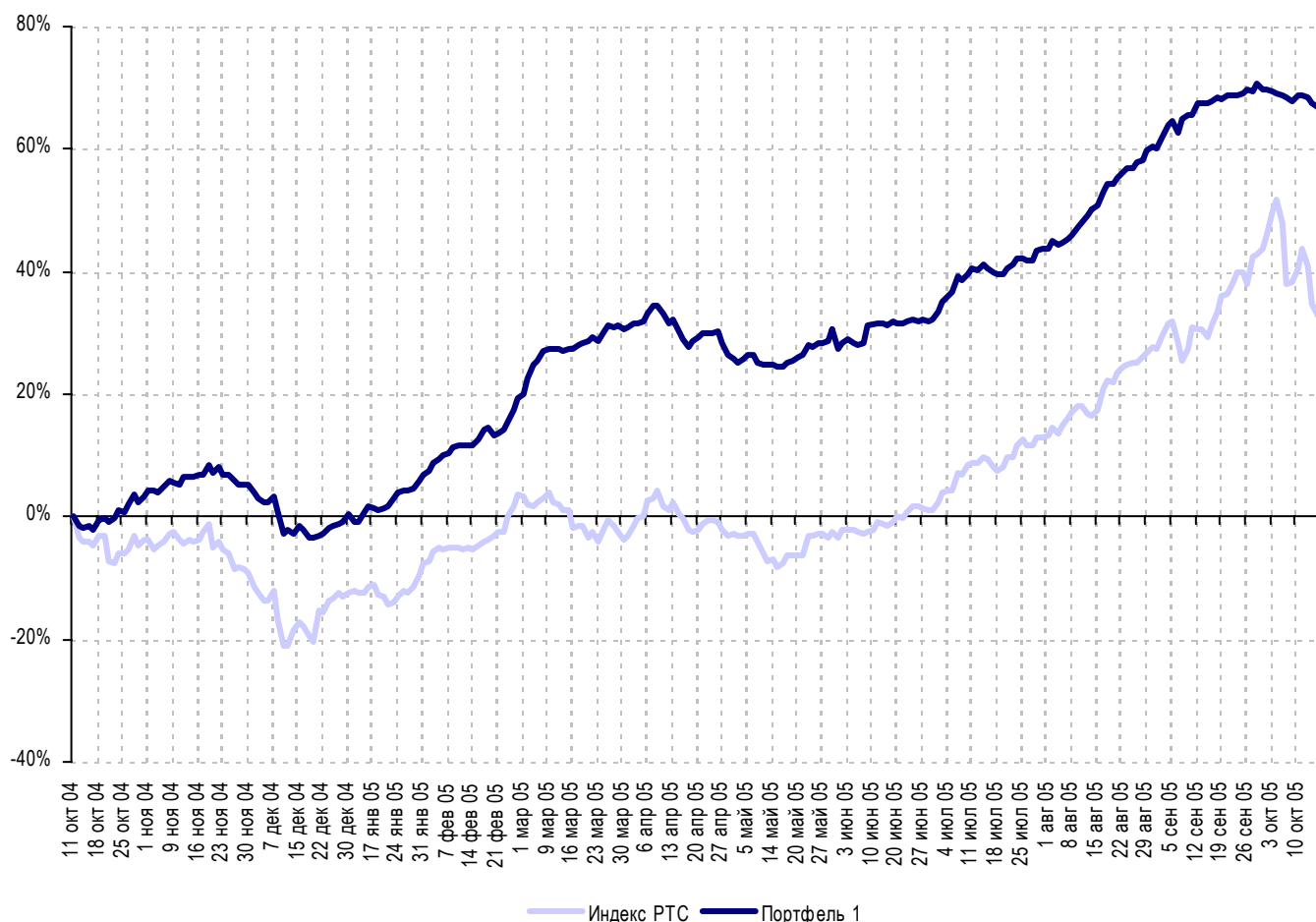
Состав и изменение стоимости модельного портфеля ИК «Прспект»

Инструмент	Изм. с начала ведения, %	Изм. за неделю, %
<b>Ликвидная часть портфеля в целом</b>	<b>44.87%</b>	<b>0.00%</b>
Алтайэнерго, а.и.о.		0.38%
Ашинский метзавод, а.и.о.		0.56%
Башинформсвязь, а.и.о.		-3.62%
Находкинская БАМР, а.и.о.		-3.83%
Новолипецкий металлургический комбинат, а.и.о.		-3.51%
Объединенные заводы (Уралмаш-Ижора), а.и.о.		0.00%
Выксунский металлургический завод, а.и.о.		-1.27%
<b>Низколиквидная часть портфеля в целом</b>	<b>88.91%</b>	<b>-0.84%</b>
<b>Портфель в целом</b>	<b>66.89%</b>	<b>-0.48%</b>
<b>Индекс РТС</b>	<b>32.79%</b>	<b>-3.90%</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 Внешний рынок

**Внешние фондовые рынки и развитых, и развивающихся стран дружно были в минусе на прошедшей неделе**

### Развитые рынки:

Фондовый рынок США закрыл неделю практически без изменений, с только лишь едва заметным минусом. В пятницу неделей ранее индекс DJIA составлял 10292.31 пунктов, к середине прошлой недели он понизился на 0.73% до 10216.59 пунктов, а к концу недели произошел отскок до 10287.4 пунктов. Германский DAX завершил неделю в легком минусе (с 5007.77 пунктов до 4975.56 пунктов - на 0.64%). Французский CAC – аналогично: от 4528.79 до 4482.13 - на 1.03%). FTSE – понизился от 5362.3 до 5275.0 – на 1.62%.

### Развивающиеся рынки:

**Но EM все же показали более глубокий минус**

Индекс MSCI EM (долларовый) понизился за неделю на 3.06% - от 637.896 пунктов до 618.355 пунктов. Потери развивающихся рынков, таким образом, оказались существенно весомее развитых рынков. Давление на EM оказывают растущая ставка ФРС и возникшие недавно слухи о начале в 2006 году цикла роста ставки ЕЦБ.

### Новостной фон:

Из обилия макроэкономических новостей по США выделим те, что могут повлиять на ставку ФРС или на индекс DJIA.

**Индекс CPI вызвал противоречивые ожидания, поскольку общий индекс был существенно выше прогнозов, а стержневой – ниже**

Важными для ставки ФРС были на прошлой неделе данные по инфляции. Индекс CPI в сентябре показал максимальный месячный прирост с 1980 года, увеличившись к августу на 1.2%. В годовом исчислении он вырос на 4.7%. Это превзошло все ожидания экспертов, прогнозировавших месячный прирост 0.9% и годовой 4.2%. Понятно, что скачок инфляции имеет нефтяную причину. Прирост цен на бензин составил 17.9%, что явилось максимальным скачком с 1967 года.

Другой вопрос, будет ли ФРС реагировать на общий индекс инфляции, или только на стержневой индекс, который в сентябре оказался, напротив, ниже ожиданий (0.1% м/м и 2.0% в годовом исчислении против ожиданий 0.3% м/м и 2.2% г/г).

Валютный рынок впал в результате в сомнения, и отреагировал на данные по инфляции буквально никак – волатильностью. Сначала доллар начали активно покупать, а спустя менее часа после этого – продавать.

Вероятность ставки на конец года на уровне 4.25% составляет почти 90%. Ближайшее заседание по ставке состоится 1 ноября, следующее – 13 декабря. По рынку ходят слухи о том, что ФРС считает «нейтральным» уровнем ставки 5%, и что этот уровень будет достигнут в следующем году.

Не забываем также, что нынешний год – последний год монетарного гения Гринспена во главе ФРС. В январе следующего года мы с ним попрощаемся, а вот кто будет вместо, и продолжит ли он начатый цикл удорожания денег?

В этой ситуации ЕЦБ не может долго удерживать дифференциал ставок – скоро они их будут поднимать. Не забываем и об этом. Первый подъем будет пробным – небольшим и с длительной паузой после. Вероятно умеренное повышение на 0.20-0.25 п.п, которое может оказаться единственным в 2006 году, но продолжится в последующие годы.

**Бюджетный дефицит США оказался ниже прогнозов в истекшем финансовом году**

Важной новостью недели стали также данные о бюджетном дефиците США за истекший 30 сентября финансовый год. Он оказался неожиданно ниже ожиданий, составив всего \$318.62 млрд по сравнению с пересмотренными ожиданиями \$348 млрд (Бюджетный конгресс понизил прогноз дефицита с \$427 млрд), которые в свою очередь были существенно ниже рекордного значения прошлого финансового года на уровне \$415 млрд. Однако при этом размер дефицита все равно остается третьим по величине за всю историю США, и составляет 2.6% ВВП (3.6% в 2004 году).

### Казначейские облигации:

**Доходность казначейских облигаций США продолжила расти – не исключен рост до 4.65%**

Доходности Tres-10 продолжили рост. На прошлой неделе маячил уровень 4.40%. В пятницу доходность поднялась до 4.51%, закрылись торги на уровне 4.48%. В качестве цели роста теперь стал актуален мартовский максимум 4.65%.

**Доходность российских еврооблигаций росла еще**

Российские еврооблигации отреагировали на рост доходностей американских казначейских облигаций еще более интенсивным падением цен и ростом доходностей. В пятницу доходность России-30 повысилась до 5.79%. Предыдущую неделю она завершала на уровне 5.47%, а в конце сентября был уровень 5.23%. Спрэд к Tres-10

**более высокими темпами**

составил таким образом в пятницу прошлой недели 1.31 п.п, хотя в начале месяца был на уровне 0.90 п.п.

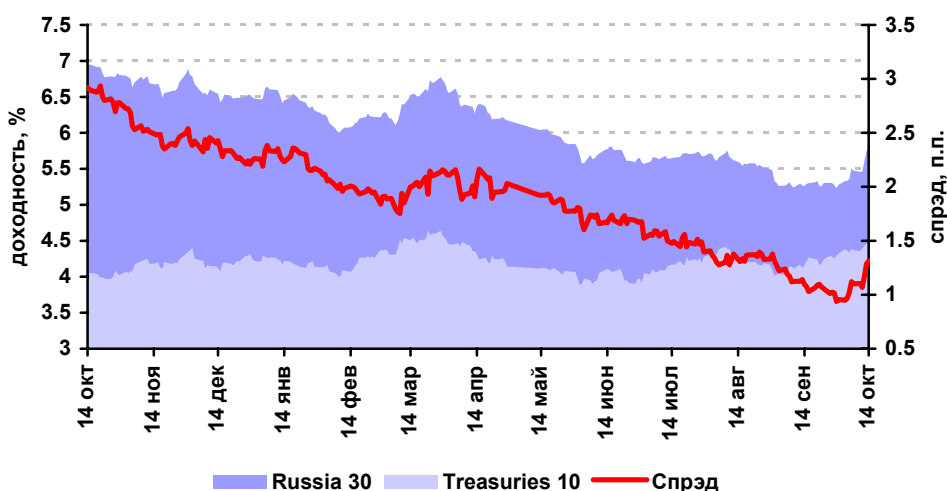
Расширение спреда произошло под действием общей негативной динамики EM. При ожиданиях роста ставки ФРС происходит пересмотр перспектив EM и возврат капиталов на развитые рынки.

Нормальный спред оцениваем сейчас на уровне примерно 1.20 п.п. Соответственно, текущий уровень – небольшая перепроданность России-30 против Tres-10.

Рост доходностей до 4.65% при спреде 1.20 даст расчетный потолок 5.85% по доходности России-30.

**Потолок роста доходности России-30 считаем на уровне 5.85% при доходности Tres-10 не выше 4.65%**

### Доходности облигаций Россия-30, Treasuries-10 и спред между ними



**Реакция кривой ОФЗ на рост доходностей российских еврооблигаций умеренная – не ждем ее роста более 0.10 п.п от текущих уровней**

Спред между Россией-30 и ОФЗ, как обычно, показал отсутствие «жесткости». Рост доходностей России-30 привел к сокращению спреда и не вызвал заметного роста доходности ОФЗ, хотя реакция рынка рублевого долга может просто запаздывать.

Спред ОФЗ-46002 и России-30 в сентябре находился на уровне 1.42-1.50 п.п, а на прошлой неделе сократился до 1.10 п.п. Его нормальный уровень, на наш взгляд, 1.20 п.п. Соответственно, рост доходностей внешнего рынка (при отсутствии каких-либо дополнительных валютных рисков рубля) в худшем случае вызовет только незначительный рост кривой доходностей ОФЗ – до 7.10% по ОФЗ-46002 (в пятницу торговалась на уровне 7.00%)

### Нефть:

Про нефть мы уже писали в прошлом отчете. Подтвердился ожидаемый отскок от \$61.5 за баррель, но оказался он немного выше \$63.5, и достиг \$64.5. В начале текущей недели нефть вновь начала расти из-за новых сообщений об ураганах.

### Внутренний рынок

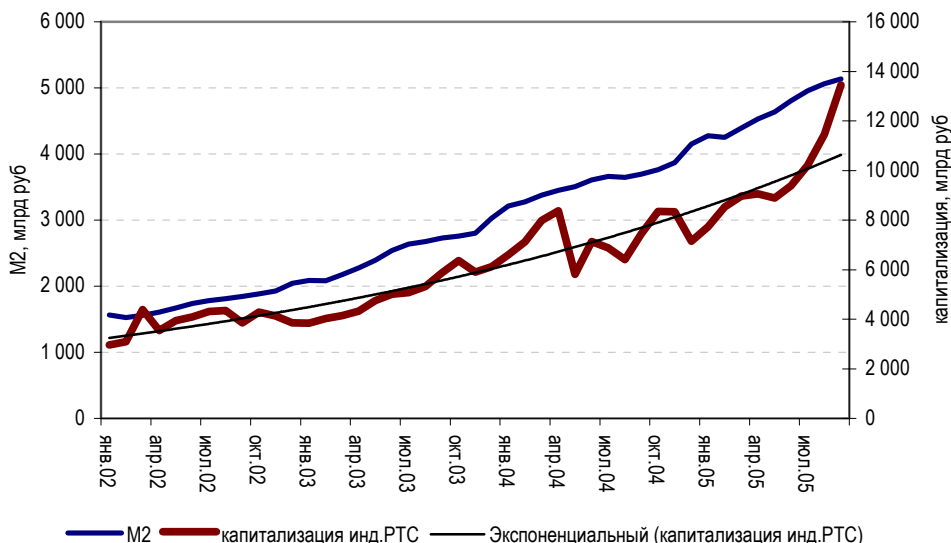
Главный вопрос на рынке сейчас - «когда покупать?» (вытекающий отсюда другой вопрос - «что покупать?» не менее важен, но он отодвинут пока на второй план). Наверное, мало кто сомневается, что переждав «медвежью болезнь» в кэше или о-очень осторожном шорте, вскоре можно будет опять «сесть» на растущий тренд, и сидеть на нем, пока Россия окончательно не покинет список «развивающихся» стран. Не сомневаемся в этом и мы. Попробуем только поточнее определить эту самую точку «когда?».

Долгосрочную силу рынка инвесторы связывают в настоящее время с: а) избыточной денежной ликвидностью, вызванной дорогими энергоносителями, и б) спросом нерезидентов на российские активы, приводящим к глобальной переоценке рыночных рисков РФ.

Определим, насколько сильна «подпорка» ликвидности для фондового рынка, сравнив динамику индекса РТС и денежной ликвидности, взятой в виде денежного агрегата M2.

Динамика M2 и капитализации индекса РТС

Сравнительная динамика индекса РТС и денежного агрегата M2 показывает «перекупленность» индекса в текущем моменте



Средний уровень «монетизации» индекса РТС, определяемой как доля M2 в капитализации индекса, составляет 48.5% за период с 2002 года. На графике достаточно отчетливо видно, что в апреле 2004 года это соотношение было нарушено. Уровень «монетизации» достиг 41.5% к апрелю, и это означало, что «денежная» поддержка индекса снизилась, а сам он оказался «перекупленным». К чему это привело – известно. «Монетизация индекса» качнулась в другую сторону, и к маю 2004 года составляла уже 60.3%.

Теперь, как видим, ситуация почти аналогичная. В сентябре текущего года уровень «монетизации» индекса снизился до 38.2%, что означает его «перекупленность» (по сравнению со средним уровнем «монетизации») на целых 28%! Соответственно, теперь можно ожидать устранение этой перекупленности, и возврата, как минимум, к его среднему уровню. Взяв -28% от максимального значения индекса 1048 пунктов получим ориентир на уровне 750 пунктов по индексу РТС.

В случае восстановления «денежной поддержки» на среднем уровне индекс РТС может оказаться ниже 800 пунктов

Посмотрим, подтверждает ли эту перспективу технический взгляд на рынок.

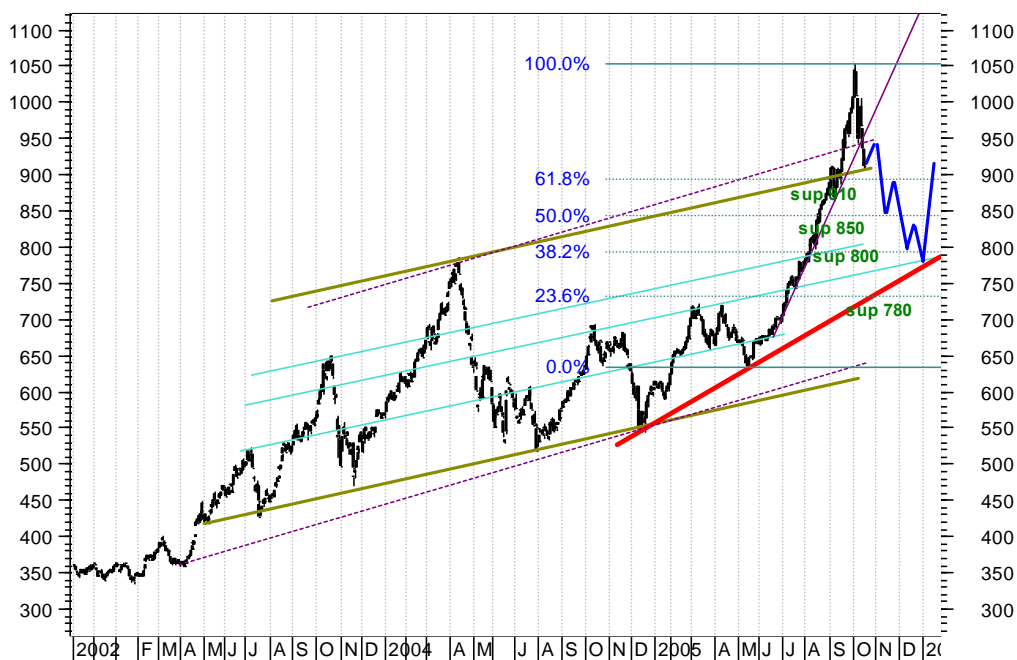
На графике индекса РТС поддержки расположены ступенчато:

- 910 пунктов (верхняя граница растущего тренда с мая 2003);
- 850 пунктов (50% последней волны роста май-октябрь 2005);
- 800 пунктов («круглая» цифра + близка «апрельская» вершина 785 пунктов);
- 780 пунктов (тренд, проходящий через «донышки» декабрь 2004 – май 2005).

Каждая из поддержек сильна, и будет вызывать неизбежные отскоки. Но все же основной будет являться последняя поддержка. Именно она формирует растущий тренд, видоизменившийся в начале 2005 года в связи с более позитивным взглядом инвесторов на рынок (наклон поддержки стал круче). Ниже нее индекс скорее всего не пройдет. Уровень монетизации составит на ней как раз 48.5%.

Технически в качестве ключевой поддержки фигурирует сейчас уровень 780 пунктов

Поэтому рискнем предположить, что на период еще, как минимум, один-полтора месяца мы будем иметь ступенчато понижающийся рынок, пока не будет достигнута основная поддержка.



## Корпоративные новости

### Нефтегазовый сектор

Прошедшая неделя в нефтегазовой отрасли оставалась достаточно нейтральной с точки зрения новостей.

**Ожидаемое снижение объемов добычи Сибнефти оказалось значительно больше наших ожиданий**

Из корпоративных новостей отметим заявление первого вице-премьера Сибнефти относительно того, что по итогам 2005 года добыча нефти компании может снизиться на 5% по сравнению с прошлым годом. Объявленное снижение объемов добычи гораздо больше наших ожиданий – мы предполагали, что оно не превысит 2% от прошлогоднего уровня. Однако мы сохраняем нашу справедливую цену на акции компании на прежнем уровне - \$3.69 и рекомендацию Держать, поскольку она присвоена этим бумагам исходя из суммы сделки Газпрома и Millhouse, и не отражает результаты ФХД компании.

**Повышение рейтинга Газпрома может лишь опосредованно отразиться на стоимости компании**

Помимо этой новости сложно пройти мимо повышения кредитного рейтинга Газпрома агентством S&P 13 октября на одну ступень, до уровня «BB» с положительным прогнозом. Повышение было связано с предстоящей покупкой доли в Сибнефти. Как сообщает агентство, после того, как Газпром получит средства от продажи казначейских акций государству (ожидается, что это произойдет в декабре), рейтинг компании будет повышен еще на одну ступень. На котировки акций компании это должно оказать лишь опосредованное влияние в силу экономии на процентных выплатах, однако оно может быть весьма незначительно. Повышение рейтинга может позволить компании снизить стоимость своих долгов. Сейчас Газпром и выступает наиболее привлекательным корпоративным заемщиком из России. Доходность еврооблигаций Газпрома наиболее ликвидной эмиссии, с погашением в 2013 году, составляет 6,35%. Спрэд к доходности суверенных долгов составляет порядка 1%. Повышение рейтинга на 1 ступень, по нашим подсчетам, позволит Газпрому сократить стоимость долга на 0.5%. Это актуально для компании, поскольку в ближайшее время ожидается существенное расширение программы заимствований (как через банковские кредиты, так и через долгосрочные облигационные займы для их рефинансирования). Сокращение стоимости долга позволит Газпрому несколько сократить расходы и будет способствовать увеличению прибыли. Однако, по нашим расчетам, эффект от этого в будущем году не превысит \$50 млрд.

**Газпрому для заключения сделки с Millhouse остается**

Из других значимых для Газпрома новостей выделим подписание Михаилом Фрадковым директивы, предписывающей правительственным чиновникам в Совете Директоров монополиста голосовать за одобрение сделки с Millhouse. Уже на текущей

**получить одобрение ФАС**

неделе прошел Совет Директоров Газпрома, на котором сделка была одобрена. Теперь Газпрому остается получить одобрение ФАС на покупку акций Сибнефти. После этого с формальной точки зрения препятствий для заключения сделки фактически не останется.

**Внимание на прошлой неделе привлекли новости о создании единого холдинга на базе башкирского ТЭК**

Основное же наше внимание на прошлой неделе привлекла новость относительно дальнейшей судьбы башкирских активов Системы. Напомним, что её доля в Ново-Уфимском НПЗ составляет 28,62%, в Уфимском НПЗ – 25,52%, в Уфанефтехиме – 22,43%, Уфаоргсинтезе – 24,87%, Башнефтепродукте – 18,6% и в Башнефти – 23%. По словам президента АФК «Система» Владимира Етушенкова, совместно с другим основным собственником башкирских активов - ООО «Башкирский капитал» - они планируют создать в первом квартале будущего года интегрированную компанию, куда войдет Башнефть, перерабатывающие заводы и Башнефтепродукт. В объединенной компании Система намерена контролировать 25%, а контрольный пакет останется за Башкирским Капиталом.

Планируется, что после того, как бизнес сформированного холдинга будет налажен, Система продаст свою долю в этом проекте.

Отметим, что Владимир Етушенков не исключает, что в результате переговоров доля его компании в создаваемом холдинге может быть и выше 25%. А в случае, если на переговорах с Башкирским Капиталом договоренность достигнута не будет, г-н Етушенков не исключает возможность продажи принадлежащих Системе долей в башкирских компаниях.

**Создание единого холдинга будет способствовать росту стоимости компаний, которые в него войдут и является позитивной новостью для миноритариев ...**

Создание холдинговой структуры, на наш взгляд, может стать позитивным моментом для миноритариев башкирских компаний, которые должны в нее войти. Акции холдинга будут значительно ликвидней, чем котирующиеся сейчас акции башкирских компаний. Кроме того, после его создания он станет центром прибыли и исчезнет сам стимул для выведения денег из компании. Иными словами, миноритарии башкирских НПЗ, Башнефти и Башнефтепродукта получают ликвидные акции компании - центра прибыли. Настораживает лишь одно: последний пример подобной реструктуризации – создание ТНК-ВР Холдинга. Пока этот процесс окончательно не завершен, но текущее положение позволяет говорить, что он идет максимально рыночным образом. Во многом это может быть связано с тем, что в число основных акционеров входит британская ВР, которая вовсе не заинтересована в возникновении каких либо корпоративных скандалов в случае, если миноритарии окажутся ущемлены в правах.

**...но лишь в том случае, если Система и Башкирский Капитал будут действовать в соответствии с рыночными принципами**

Каким образом будут действовать Система и Башкирский Капитал – неизвестно. В качестве примера дискриминационной для миноритарных акционеров схемы можно привести создание управляющей компании, в уставной капитал которой Система и Башкирский Капитал внесут свои доли во входящих в холдинг компаниях и получат, соответственно, блокирующий и контрольный пакеты. После этого миноритариям может быть предложена программа выкупа или обмена их долей на акции холдинга. Однако цена и коэффициенты обмена фактически будет зависеть от «доброй воли» основных владельцев. В определенной степени гарантией от этого может стать привлечение к сделке крупных независимых оценщиков и консультантов. Однако пока идут лишь переговоры между основными акционерами и критерии предстоящего слияния неизвестны.

### Электроэнергетика

**РАО «ЕЭС» настаивает на отмене моратория касающегося продажи профильных активов**

На прошлой неделе участники электроэнергетического сектора рынка обсуждали возможные последствия, а также своевременность отмены РАО «ЕЭС» моратория на продажу профильных активов.

Последнее слово остается за Советом директоров энергохолдинга, в повестку заседания которого (28 октября) включено обсуждение данного вопроса.

В начале этой недели, 17 октября, Комитет по стратегии и реформированию, большинство которого составляют представители миноритарных акционеров энергохолдинга, должен озвучить собственное решение, являвшееся хоть и рекомендательным для Совета директоров РАО, но все же выражающим точку зрения миноритариев, пренебрежение которой вряд ли добавит инвестиционной привлекательности энергохолдингу.

**Отмена моратория при соблюдении ряда условий не приведет к ущемлению прав миноритарных акционеров энергохолдинга**

Мы полагаем, что отмена моратория на продажу профильных активов РАО «ЕЭС», при соблюдении ряда условий, не приведет к ущемлению прав миноритарных акционеров энергохолдинга.

К таким условиям мы относим:

- \* справедливую оценку активов;
- \* решение вопроса распределения денежных средств, вырученных от их продажи

При справедливой оценке, выставляемых на продажу активов, устраивающей всех акционеров РАО, а также достижения консенсуса по вопросу распределения денежных средств отмена моратория будет являться своевременным и вполне соответствующим интересам миноритарных акционеров действием.

Напомним, что ранее менеджмент РАО предложил использовать большую часть этих средств на погашение кредиторской задолженности РАО и финансовое оздоровление компаний холдинга; 10% полученной чистой прибыли - на осуществление дополнительных дивидендных выплат; на выкуп акций - до 20% полученной выручки.

В то же время Комитет по стратегии и реформированию не согласился с позицией менеджмента и предложил направлять деньги, вырученные от продажи активов энергохолдинга, только на дивиденды акционерам и выкуп акций РАО на рынке. В итоге был достигнут предварительный компромисс: направлять на выкуп акций РАО на рынке сумму, полученную в результате умножения на коэффициент 0.45, который примерно соответствует доле миноритариев в РАО, прибыли от продажи активов за вычетом расходов и налогов.

В свою очередь, приватизация доли РАО «ЕЭС» в одной из «пилотных» ОГК, как одного из наиболее ликвидных активов, противоречит логике моратория и предполагает решения данного вопроса до аукциона по продаже, предполагаемого быть осуществленным в 2006 году.

Мы полагаем, что достижение консенсуса по вопросу распределения денежных средств от продажи активов и утверждение соответствующего регламента, по всей видимости, автоматически поставит под сомнение целесообразность сохранения моратория на продажу профильных активов и станет результатом его отмены в ближайшее после утверждения регламента время.

Отметим, что стоимость активов, среди которых Таймырэнерго, НИИ, энергосбытовые и сервисные компании, а также несколько ТГК, оценивается приблизительно на уровне \$1 млрд.

Тем не менее, даже если предположить, что на выкуп акций РАО будет направляться от 25% (предложение менеджмента РАО) до 45% (предварительное компромисс между миноритариями и менеджментом РАО) денежных средств, объем акций, предполагающихся быть выкупленными по оферте, составит от 1.5% до 3% от Уставного капитала энергохолдинга.

Однако в то же время мы считаем, что чем меньшая доля средств будет направлена на прямые выплаты в качестве дивидендов или на выкуп акций на рынке, тем с меньшим позитивом рынок акций РАО «ЕЭС» воспримет отмену моратория.

**Снижение доли РАО в одной из пилотных ОГК противоречит логике моратория**

**чем меньшая доля средств будет направлена на прямые выплаты в качестве дивидендов или на выкуп акций на рынке, тем с меньшим позитивом рынок акций РАО «ЕЭС» воспримет отмену моратория**

**Наибольшее внимание рынка в секторе было привлечено сообщением об иске АФК «Системе» со стороны АСВТ**

**Для торгуемой на западных площадках компании возможность того, что контрольный пакет своего**

## Телекоммуникации

В телекоммуникационном секторе новостной фон был достаточно спокойным. Наибольшее внимание рынка привлекло сообщение о подаче иска на АФК «Система» на 49,39 млрд рублей. Этот иск подала компания АСВТ в арбитражный суд г. Москвы. Суть претензий в неисполнении со стороны Системы генерального соглашения, заключенного еще в 1995 году, по которому АСВТ передала Системе 19% УК МТС, Система же не выполнила всех своих обязательств. Теперь АСВТ хочет расторгнуть соглашение и получить возмещение убытков в размере нынешней стоимости 19% акций МТС.

Мы не можем быть уверены в том, имеются ли основания в данном иске. Однако, возможность того, что Система консолидирует контрольный пакет акций МТС (своего основного актива) на незаконных основаниях, является серьезным негативным фактором

**основного актива консолидируется на незаконных основаниях, является серьезным негативным фактором, вызывающим настороженное отношение игроков к бумагам этой компании**

**Возможно, уже в середине следующего года произойдет объединение КГТС и Таттелекома**

**Основным событием прошедшей недели в металлургическом секторе стал выход промежуточной отчетности ЕвразХолдинга**

**Неприятным сюрпризом стал существенный рост общих и административных расходов**

**В целом результаты компании совпали с нашими ожиданиями**

**В будущем году существует вероятность снижения**

для торгуемой на западной площадке компании. Эта информация появилась в четверг вечером, с этого момента до закрытия торгов в пятницу, бумаги Системы подешевели на 6,3%. Мы полагаем, что до разрешения данного конфликта бумаги Системы будут вызывать настороженное отношение игроков. Хотя сразу больших продаж, на наш взгляд, не будет: в таких случаях нельзя исключать возможность необоснованного шантажа.

Еще одной заметной новостью стало сообщение о том, что на прошедшей неделе акционеры Таттелекома одобрили сделку по слиянию с КГТС. 25 ноября на внеочередном собрании акционеров КГТС акционеры казанской компании должны вынести решение по данному вопросу. В случае одобрения слияния акционерами КГТС объединение компании может состояться уже в первой половине 2006 года. Для КГТС данную новость мы считаем позитивной: объединение укрепит позиции компании на рынке и позволит предлагать клиентам комплексные услуги. Вероятно, что данное сообщение вызовет всплеск спекулятивного интереса к акциям КГТС, хотя при сохранении на рынке настроения прошедшей недели рост котировок будет кратким и не слишком значительным.

У нас нет официальной рекомендации по акциям КГТС.

### Металлургия и Машиностроение

На прошедшей неделе основным событием в металлургическом секторе стала публикация промежуточных результатов ЕвразХолдинга по МСФО. Выручка компании увеличилась на 27% до \$3 632 млн. На добывающее направление приходится порядка 21%. В целом, рост выручки обусловлен ростом цен на сталь по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а также увеличением объемов производства (по металлургическому подразделению увеличение объемов производства в физическом выражении составило порядка 4,5-5%, по добывающему – значительно выше – 12% и более, в том числе за счет консолидации результатов Качканарского ГОКа в мае прошлого года). EBITDA Холдинга за отчетный период составила \$1 119 млн, EBITDA margin все еще превышает 30% - за счет добывающего подразделения, рентабельность которого составляет 32,3% против 23% металлургического дивизиона. Чистая прибыль Холдинга за первое полугодие составила \$729 млн против \$661 млн годом ранее.

#### Основные финансовые показатели

\$млн	1h2005	1h2004	Изменен., %
Выручка	3 632	2 856	+27
EBITDA	1 119	968	+16
EBITDA margin, %	30,8	33,9	-3,1 п.п.
Чистая прибыль	729	661	+10
Рентабельность по чистой прибыли, %	20,1	23,1	3,0 п.п.

Отставание темпов роста чистой прибыли и EBITDA по сравнению с наращиванием доходов объясняется опережающим темпом роста себестоимости (общая для металлургии ситуация на текущий момент), а также значительным ростом общих и административных расходов. В релизе Холдинга обещано уделять особое внимание контролю над данным видом издержек, тем не менее, значительного улучшения соотношения SG&A расходов к доходам вряд ли стоит ожидать: к концу года ЕвразХолдинг будет консолидировать результаты своих приобретений в Европе – Palini e Bertoli и Vitkovice Steel – на западных предприятиях данные затраты обычно выше, чем на российских предприятиях.

Результаты ЕвразХолдинга в целом совпали с нашими ожиданиями. Результаты второго полугодия будут ниже, поскольку средние цены на продукцию черной металлургии будут ниже, чем в первом полугодии. Тем не менее, за счет внутреннего рынка, цены на котором достаточно стабильны, значительного ухудшения результатов мы не ждем.

Опасения у нас вызывает будущий год: ЕвразХолдинг существенную часть своих экспортных поставок осуществляет на азиатские рынки. Причем, в основном поставляет туда продукцию низких переделов (например, полуфабрикаты и сортовой прокат). И хотя

**объемов производства  
ЕвразХолдингом**

на Китай приходится всего 4% экспорта Евраз, потери могут быть более ощутимы, потому что Китай достаточно активно экспортирует в страны своего региона, и в основном, продукцию низкого передела. Переориентировать потоки полностью на внутренний рынок Евраз может и не суметь (чтобы не допустить снижения цен на внутреннем рынке), поэтому в следующем году Евраз может объявить о снижении объемов производства.

**За прошедшую неделю бумаги  
ЕвразХолдинга потеряли в  
цене более 8%. Основной  
причиной, по нашему мнению,  
стала коррекция на  
российском фондовом рынке**

Несмотря на достаточно хорошие промежуточные результаты за полугодие, за прошедшую неделю котировки бумаг ЕвразХолдинга снизились более чем на 8% до \$15,25 за ГДР за момент закрытия торгов в пятницу, 14 октября. Основной причиной стало, по нашему мнению, не ожидания более позитивных результатов рынком, а коррекция на российском рынке, которая не могла бы не сказаться на котировках депозитарных расписок российских эмитентов. Кроме того, на прошедшей неделе был опубликован отчет ABN Amro, в котором аналитики банка прогнозировали резкое падение цен на сталь к концу прошлого года. Такие публикации также могли привести к снижению интереса игроков к бумагам металлургических компаний.

**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	54.00	-6.40	-10.60	525 300
ГМК НорНикель	NILSY	1	72.75	-4.25	-5.52	291 939
Лукойл	LUKOY	1	52.75	-0.90	-1.68	3 081 496
Ростелеком	ROS	6	12.86	-1.59	-11.00	1 904 200
Сургутнефтегаз	SGTZY	50	46.20	-2.80	-5.71	370 344
Юкос	YUKOY	4	3.60	-0.25	-6.49	302 093
Газпром	OGZPF	10	58.00	-1.00	-1.69	393 518
Сибнефть	SBKYY	5	16.50	-0.30	-1.79	4 585
Вымпелком	VIP	0.25	38.68	-2.59	-6.28	3 697 400
МТС	MBT	5	35.22	-2.73	-7.19	8 092 800
Вимм-Биль-Данн	WBD	1	18.50	-0.34	-1.80	178 300
Голден Телеком	GLDN	1	28.35	-1.62	-5.41	349 614
Стальная группа "Мечел"	MTL	3	30.89	-1.49	-4.60	866 700
АФК Система	SSA	0.02	21.40	-1.41	-6.18	5 099 745
ОАО "Пятерочка"	FIVE		18.75	0.05	0.27	1 358 920
Рамблер Медиа	RMG		16.00	-0.25	-1.54	0
НОВАТЭК	NVTK		20.05	-1.75	-8.03	1 997 440
Евраз Холдинг	EVR		15.25	-1.35	-8.13	1 238 438

**Мировые индексы за неделю**

Индекс	Значение	Изменение за неделю, %
Dow Jones Ind. Avg.	10 287.34	-0.05
S&P 500	1 186.57	-0.78
Nasdaq	2 064.83	-1.22
FTSE	5 275.00	-1.63
DAX	4 975.56	-0.64
NIKKEI 225	13 420.54	1.46
Hang Seng	14 485.88	-2.44

## Российский рынок акций за неделю

Эмитент	Тикер	Target price, \$	Рекомендация	Цена закрытия, \$	Изменение, %	Объем торгов РТС, \$	Объем торгов ММВБ, \$	Капитализация, \$млн
<b>Нефтегазовый сектор</b>								
Газпром	GSPBEX	5.53	держать	4.7694	-2.22	1 136 009 623		113 464
Лукойл	LKOH	53.30	держать	52.3000	-3.59	114 990 468	750 558 932	44 377
Сибнефть	SIBN	3.69	держать	3.4000	0.89	1 618 000	29 441 533	16 120
Сургутнефтегаз	SNGS	0.81	Продавать	0.9300	-6.25	6 088 380	194 850 647	33 756
Сургутнефтегаз	SNGSP	0.45	Продавать	0.7700	-3.75	9 751 575	30 004 625	5 938
Татнефть	TATN	2.00	Продавать	2.7000	-10.30	5 140 034	29 889 335	6 087
Татнефть	TATNP	1.40	Продавать	1.7700	-10.15	299 800	5 710 411	261
ЮКОС	YUKO			0.9400	-3.09	150 650	16 739 087	2 103
Башнефть	BANE		Пересмотр	10.4000	7.22	189 030		1 770
Мегионнефтегаз	MFGS			42.8500	14.27	36 423	299 467	4 262
Пурнефтегаз (Роснефть)	PFGS		Пересмотр	38.0000	-2.56	142 575	2 656 454	3 174
Сахалинморнефтегаз	SKGZ			10.8200	0.19			660
Удмуртнефть	UDMN	594.00	держать	300.0000	-24.24		947	801
<b>Электроэнергетика</b>								
РАО "ЕЭС"	EESR	0.30	продавать	0.3750	-3.85	57 807 654	751 360 853	15 512
РАО "ЕЭС"	EESRP			0.3200	-2.88	1 652 577	20 007 806	664
Мосэнерго	MSNG		пересмотр	0.1190	0.85	67 500	37 738 897	3 362
Башкирэнерго	BEGY		отозвана	0.5200	-0.95	372 697		542
Иркутскэнерго	IRGZ		пересмотр	0.3380	-4.79	189 500	3 405 959	1 611
Ленэнерго	LSNG			0.2500				192
Ленэнерго	LSNGP			0.1800				24
Нижегородэнерго	NNGE			6.0000				24
Пермэнерго	PMNG			2.6100	0.38		437	95
Самарэнерго	SAGO			0.1200	2.56	98 014	139 986	428
<b>Телекоммуникации</b>								
Ростелеком	RTKM			2.2100	-7.84	3 963 420	135 418 483	1 626
Ростелеком	RTKMP			1.5900	-1.85	2 119 363	12 400 685	390
Башинформсвязь	BISV	0.24	покупать	0.1575	-7.35	33 400		149
ВолгаТелеком	NNSI			4.0250	0.63	138 553	270 524	990
ВолгаТелеком	NNSIP			2.9800	4.56	535 251	102 783	245
МГТС	MGTS			15.6000	-3.11	31 850	6 654	1 245
МГТС	MGTSP			12.2000	-0.81	73 200	72 167	195
СЗТ	SPTL			0.7500	-1.32	412 864		663
СЗТ	SPTLP			0.5550	-3.48	126 925		139
Уралсвязьинформ	URSI			0.0364	-1.89	2 195 400	26 255 486	1 181
ЦентрТелеком	ESMO			0.4055	-1.10	67 310		640
ЦентрТелеком	ESMOP			0.3410	3.33	215 225		179
ЮТК	KUBN			0.1125	0.45	567 502	70 518	333
ЮТК	KUBNP			0.0882	3.76	109 700	81 285	86
<b>Машиностроение</b>								
АВТОВАЗ	AVAZ	29.60	держать	24.0000			787 199	653
ГАЗ	GAZA			38.0000	-2.56			268
ОМЗ	OMZZ	6.70	покупать	5.2500	0.96	153 990	66 774	186
<b>Металлургия</b>								
НорНикель	GMKN	81.10	держать	71.0000	-4.38	16 551 350	220 014 801	15 166
Северсталь	CHMF	10.70	покупать	8.6000	-5.49	1 661 944		4 760
Челябинский ТПЗ	CHEP			0.8110	-13.72	278 436		383
<b>Банковский сектор</b>								
Сбербанк	SBER			870.0000	-3.55	5 781 570	61 160 973	16 530
Сбербанк	SBERP			11.8000	-3.28	496 000	31 113 087	590
<b>Транспорт</b>								
Аэрофлот	AFLT			1.3500	-1.82	61 450	292 399	1 499
<b>Потребительский сектор</b>								
Балтика	PKBA			26.5000	-4.57	40 000	101 026	3 124
Балтика	PKBAP			24.2500		12 125		328
Торговый Дом ГУМ	GUMM			3.0200	0.33		8 826	181
Красный Октябрь	KROT			16.5000	6.45			145
ЦУМ	TZUM			0.6500	3.17		16 427	58

## Аналитический отдел

**Кокорев Игорь - начальник отдела**  
**kokorev@prospect.com.ru**

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

Технический анализ рынка акций. Транспорт - 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.