

В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
"Сибур". Последний из Могикиан	
Долговой рынок	15
Рынок акций	17
Обзор мировых рынков	18
Сочетание благоприятных факторов обеспечило продолжение роста	

КОММЕНТАРИЙ

ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ РЫНКА АКЦИЙ ГАЗПРОМА – ЕЩЕ ОДИН ФАЛЬСТАРТ?

Динамика котировок обыкновенных акций Газпрома определяется "делом ЮКОСа" и заявлениями о либерализации



Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

Обнародованная на днях новая схема либерализации рынка акций Газпрома вызвала лишь краткосрочное оживление на рынке. Во вторник бумаги монополии подорожали почти на 5% после того, как глава президентской администрации Дмитрий Медведев объявил, что государство выкупит недостающие ему до контроля 10.7% акций Газпрома за деньги, вместо того, чтобы отдавать за них 100% Роснефти. Однако уже к среде ажиотаж вокруг Газпрома поутих, и за последующих два дня его капитализация выросла всего на 1%.

Скепсис инвесторов вполне понятен. Правительство кормит их обещаниями о полной и безоговорочной ликвидации ring fence в Газпроме уже несколько лет, но до конкретного результата дело так и не дошло. Более того, на протяжении последних полутора лет создается впечатление, что власти, словно кролика из шляпы, вытаскивают историю про Газпром каждый раз, когда им нужно отвлечь внимание рынка от "дела ЮКОСа" (см. график).

Так, всего через несколько дней после ареста тогда еще владельца ЮКОСа Михаила Ходорковского президент Владимир Путин объявил, что либерализация рынка акций Газпрома займет всего несколько месяцев. Это случилось в ноябре 2003 года, но ни через несколько месяцев, ни даже через полгода ничего не произошло. Зато в сентябре прошлого года Путин снова обнадежил акционеров Газпрома, пообещав, что "защитный барьер" будет ликвидирован после того, как государство получит контрольный пакет в монополии в обмен на передачу ей 100% акций Роснефти. К этому моменту фондовый рынок пребывал в глубокой депрессии – власти уже не скрывали своих намерений распродать активы ЮКОСа в счет миллиардных налоговых долгов компании, и Минюст всю готовил продажу Юганскнефтегаза – так что слова президента пришлись весьма кстати для фондового рынка. Однако эта сделка так и не состоялась: воспользовавшись юридическими проблемами, возникшими после решения Хьюстонского суда, Роснефть в декабре сама купила Юганскнефтегаз, чем изрядно усложнила собственное присоединение к монополии.

В результате Кремль решил, что будет проще купить акции Газпрома за деньги, о чем и было объявлено на этой неделе. Характерно, что именно сейчас Мещанский суд зачитывает обвинительный приговор Михаилу Ходорковскому, и, судя по всем симптомам, бизнесмен останется в тюрьме, причем надолго. Сообщение о том, что сделка по Газпрому будет завершена до конца июня, должна была подсластить пилюлю для инвесторов на фоне негативных новостей по ЮКОСу, но они так устали от бесконечных обещаний, что, похоже, не слишком верят в новую дату.

Более того, даже соблюдение заявленных сроков вовсе не гарантирует долгожданную либерализацию рынка акций Газпрома. На днях глава монополии Алексей Миллер обмолвился, что ring fence отменят только после того, как свыше 50% акций Газпрома окажется в прямой собственности Росимущества. Однако новая схема предусматривает, что 10.7% акций Газпрома должны сначала попасть в специально созданную компанию Роснефтегаз, которая расплатится за них из

западных кредитов. Для погашения этих долгов Роснефтегаз должен будет продать инвесторам менее 50% акций Роснефти. Сможет ли государство быстро организовать размещение акций Роснефти на \$7 млрд. – большой вопрос, ведь эта сумма является беспрецедентной для развивающихся рынков, к тому же, инвесторы могут опасаться рисков, связанных с Юганскнефтегазом. Конечно, можно продать пакет крупному инвестору, однако не всякий стратег согласится купить спорный актив, а варианты с китайскими претендентами могут не понравиться российским властям.

Так или иначе, процесс передачи акций Газпрома в прямую собственность государства затянется, ведь для этого нужно будет сперва погасить долги перед западными банками и ликвидировать Роснефтегаз.

Таким образом, наш оптимизм по поводу скорой либерализации теперь кажется немного преждевременным. Хотя акции Газпрома, скорее всего, вырастут даже в том случае, если хотя бы первый этап – выкуп акций Газпрома за деньги – будет реализован в короткие сроки, инвесторы должны быть готовы к тому, что полная либерализация рынка акций компании может состояться не раньше следующего года.

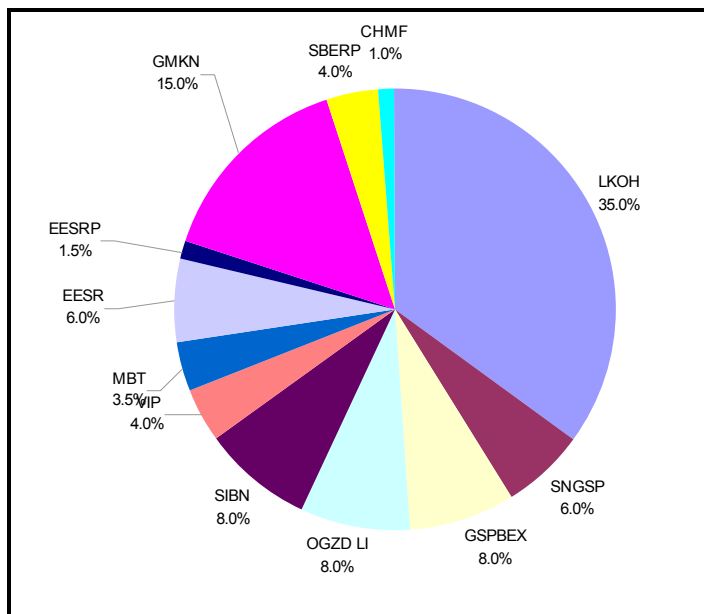
Мы сохраняем наши рекомендации "Покупать" обыкновенные акции Газпрома и "Держать" ADS. Прогнозируемые цены на конец 2005 года – \$2.96 и \$29.63 соответственно.

Юлия Бушуева
bushueva@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
23.05	Арбитражный суд Москвы проведет предварительные слушания по иску ОАО "Нортгаз" о взыскании с Минфина РФ 119.63 млрд. руб. убытков		
	Арбитражный суд Москвы рассмотрит апелляцию ТНК по делу о налоговой задолженности за 2001 год		
	Акционеры РИТЭКа на внеочередном собрании одобряют сделки с заинтересованностью		
	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск Самаранефтегаза о недействительности решения о взыскании 7 млрд. руб. налогов за 2003 год		
	В Москве пройдет конференция "Инвестиции в российский рынок недвижимости"		
24.05	В Уфе начнет работу VI Конгресс нефтегазопромышленников России	Будет опубликованы стенограмма заседания Комитета ФРС по открытому рынку от 3 мая 2005 года	Будет опубликовано значение индекса уверенности в экономике стран евро-зоны (ZEW) за май 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 22.5 пункта (предыдущее значение: 24.6 пункта)
	Газпром выставит на повторный аукцион 4% акций Горьковского металлургического завода		
	Арбитражный суд Москвы проведет предварительные слушания по иску Юганскнефтегаза о взыскании с ЮКОСа убытков в размере 163.1 млрд. руб.	Будут опубликованы данные об объеме продаж домов на вторичном рынке за апрель 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 6.9 млн. в годовом сопоставлении (предыдущее значение: 6.89 млн.)	
	Арбитражный суд г.Москвы проведет рассмотрение иска Газпром о признании недействительным решения и предписания ФАС о нарушении антимонопольного законодательства		
25.05	ЛУКОЙл опубликует результаты 2004 года по US GAAP	Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на товары длительного пользования за апрель 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.3% (предыдущее значение: -2.8%)	
	Арбитражный суд Москвы проведет основные слушания по иску ЗАО "Пионер-Петролеум" о взыскании с ОАО "Сызранский НПЗ" (дочерняя структура ЮКОСа) авторского вознаграждения за использование технологии в размере 1.3 млрд. руб.		
	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск Самаранефтегаза о недействительности взыскания 8.5 млрд. руб. налогов за 2002 год		
	Купонная выплата по облигациям Правительства Москвы, выпуск 32. Купонная ставка – 10%		
26.05	"Балтика" опубликует результаты I квартала 2005 года по US GAAP	Будут опубликованы данные о динамике ВВП за I квартал 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 3.6% в годовом сопоставлении (предыдущее значение: 3.1%)	
	Волгоградская область начнет размещение выпуска облигаций с амортизацией долга объемом 700 млн. руб.		
	ЗАО "Ист Лайн Хэндлинг" начнет размещение 2-го выпуска облигаций объемом 3 млрд. руб.	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 22 мая 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 325 тыс. (предыдущее значение: 321 тыс.)	
	Купонная выплата по облигациям Тверской области. Купонная ставка – 16.9%	Будет опубликовано значение индекса компаний, нуждающихся в дополнительной рабочей силе, за апрель 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 40 пунктов (предыдущее значение: 39 пунктов)	
27.05	Совет директоров РАО "ЕЭС России" обсудит переход гидро-ОГК на единую акцию	Будут опубликованы данные о динамике личных доходов и личного потребления за апрель 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.7% и 0.8% соответственно (предыдущее значение: 0.5% и 0.6% соответственно)	Будет опубликовано значение счета текущих операций стран евро-зоны за март 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: €4.5 млрд. (предыдущее значение: €5.1 млрд.)
	Погашение облигаций Правительства Москвы, выпуск 33. Сумма платежа – 1000 руб. на облигацию		
	Купонная выплата по облигациям Хабаровского края. Купонная ставка – 13.09%		

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель продемонстрировал весьма неплохие результаты, повысившись на 2.51% на фоне роста индекса РТС на 0.63%. В роли лидеров повышения выступили обыкновенные акции и ADS Газпрома, котировки которых выросли на 5.1% и 8.4% соответственно. Кроме того, впечатляющие результаты показали акции "Вымпелкома", подорожавшие за неделю на 8.2%. В роли аутсайдеров выступили привилегированные бумаги РАО "ЕЭС России", котировки которых снизились на 6.1%, но из-за небольшого веса этих бумаг в портфеле негативное влияние на окончательный результат оказалось ограниченным.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля

Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю		Портфель	Изменение за месяц		Портфель	Изменение с начала года		
	РТС	Δ		РТС	Δ		РТС	Δ	
	2.51%	0.63%	1.88%	-3.94%	-5.86%	1.92%	7.12%	5.27%	1.85%

Изменение отраслевых индексов за неделю

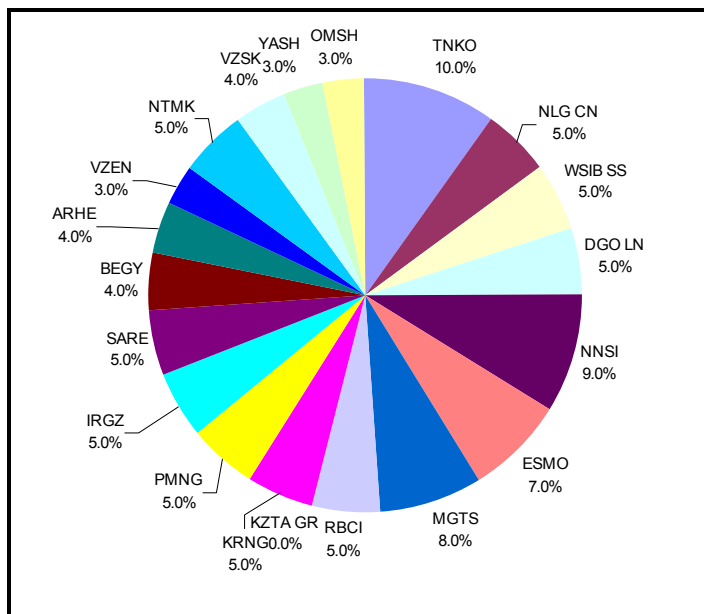
Index-Util		Index-Oil		Index-Telec		Index-CC		Index-Met		Index-MB	
Изм. за нед.	с нач. года	Изм. за нед.	с нач. года	Изм. за нед.	с нач. года	Изм. за нед.	с нач. года	Изм. за нед.	с нач. года	Изм. за нед.	с нач. года
0.22%	11.50%	2.61%	29.33%	2.00%	-35.43%	2.91%	161.59%	0.02%	-2.67%	-1.88%	-6.34%

Рекомендуемый портфель

Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 20/05, \$	Цена 14/05, \$	Изм. за период	Изм. с начала года	
Нефть и газ								
	62.60%	65.0%	65.0%					
ЛУКОЙЛ	LKOH	33.42%	35.0%	35.0%	33.300	32.200	3.4%	9.7%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	5.43%	6.0%	6.0%	0.513	0.518	-1.0%	-6.0%
Газпром	GSPBEX	0.00%	8.0%	8.0%	2.872	2.732	5.1%	4.2%
Газпром, АДА	OGZD LI	0.00%	8.0%	8.0%	33.600	31.000	8.4%	-4.3%
Сибнефть	SIBN	2.74%	8.0%	8.0%	2.940	2.940	0.0%	-2.0%
Телекоммуникации								
	7.07%	7.5%	7.5%					
Вымпелком	VIP	0.00%	4.0%	4.0%	36.040	33.310	8.2%	0.7%
МТС	MBT	0.00%	3.5%	3.5%	33.040	32.290	2.3%	-4.9%
Электроэнергетика								
	6.09%	7.5%	7.5%					
РАО ЕЭС России	EESR	3.49%	6.0%	6.0%	0.288	0.290	-0.7%	1.1%
РАО ЕЭС России, прив.	EESRP	0.97%	1.5%	1.5%	0.263	0.280	-6.1%	7.8%
Прочие								
	24.24%	20.0%	20.0%					
ГМК Норильский никель	GMKN	9.25%	15.0%	15.0%	55.000	54.950	0.1%	1.1%
Сбербанк РФ, прив.	SBERP	0.63%	4.0%	4.0%	6.450	6.450	0.0%	30.3%
Северсталь	CHMF	0.03%	1.0%	1.0%	8.000	8.040	-0.5%	24.2%
Всего		100%				2.5%	7.1%	

Краткая финансовая информация о компаниях по секторам

	Справедливая цена	EV/Sales			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	
Нефть и газ														
Газпром	2.963	2.2	1.9	1.8	6.9	4.6	4.6	11.5	6.8	6.8	8.9	5.5	4.9	IFRS
Газпром, АДА	29.63	2.5	2.1	2.1	7.8	5.2	5.2	13.5	7.9	8.0	10.5	6.4	5.7	IFRS
ЛУКОЙл	42.40	1.0	0.9	1.1	4.1	4.1	4.6	6.1	5.9	6.6	6.1	5.5	4.9	US GAAP
Сургутнефтегаз	0.670	1.1	1.1	1.3	2.4	2.8	3.0	4.6	5.4	6.1	3.9	3.7	3.9	RAS
Сибнефть	4.632	1.6	1.5	1.6	4.9	5.1	5.4	6.8	6.7	6.9	7.8	7.9	7.1	US GAAP
Татнефть	2.027	0.5	0.5	0.6	2.5	3.0	3.5	3.8	4.7	6.0	3.3	3.3	3.5	US GAAP
Транснефть, прив.	799.5	1.1	0.9	0.8	2.2	1.8	1.6	2.6	2.1	1.9	2.5	1.6	1.4	IFRS
ПетроКазахстан	N.A.	1.2	1.1	1.3	2.2	1.9	2.6	3.9	3.4	4.8	3.6	3.2	3.5	CDN GAAP
Dragon Oil	2.4	8.8	3.9	4.0	11.9	5.2	5.6	16.3	6.0	6.7	12.5	5.2	5.2	UK GAAP
Nelson Resources Ltd	2.9	5.9	2.8	2.3	14.8	5.1	4.1	40.2	9.5	7.8	20.2	6.0	5.4	UK GAAP
Burren Energy	9.6	7.6	4.2	3.9	10.2	5.4	5.2	17.4	7.2	7.7	12.3	6.0	5.7	UK GAAP
Телекоммуникации														
МТС	45.00	3.8	2.7	2.4	7.0	5.2	4.5	12.8	9.3	8.1	7.7	5.9	5.2	US GAAP
Вымпелком	50.67	4.0	2.7	2.4	8.5	5.7	4.8	21.1	11.4	9.0	9.2	5.6	5.0	US GAAP
Ростелеком	2.158	1.4	1.2	1.3	4.1	3.7	4.3	11.4	7.5	8.9	4.6	3.9	3.9	IFRS
МГТС	18.400	2.8	2.4	1.9	6.3	5.9	4.8	12.5	11.4	8.2	7.3	6.1	5.0	US GAAP
С-3 Телеком	0.752	1.4	1.1	0.9	5.3	4.2	3.2	14.5	8.8	5.0	6.0	4.6	3.3	IFRS
Центртелеком	0.504	1.6	1.3	1.2	6.0	4.7	3.5	28.8	12.9	4.8	3.2	2.6	1.9	IFRS
Уралсвязьинформ	0.065	1.8	1.4	1.2	6.1	4.8	3.6	21.0	12.1	5.5	9.2	6.1	4.1	IFRS
ВолгаТелеком	5.358	1.1	0.9	0.8	3.3	2.6	2.2	9.8	6.3	4.5	5.4	4.1	3.3	IFRS
ЮТК	0.132	1.8	1.5	1.3	6.7	5.1	4.3	-	25.0	9.4	2.8	2.2	1.8	IFRS
Сибирьтелеком	0.095	1.5	1.2	1.0	4.6	4.2	3.0	6.8	5.9	3.5	4.0	3.4	2.4	IFRS
Дальсвязь	2.972	0.9	0.7	0.6	4.9	3.5	2.3	3.7	5.2	2.4	2.4	6.1	1.7	IFRS
Энергетика														
РАО "ЕЭС России"	0.536	0.9	0.8	0.7	4.2	3.7	3.5	12.2	9.7	8.6	3.2	2.8	2.6	IFRS
Мосэнерго	0.090	1.0	0.9	0.9	6.5	6.8	6.2	22.7	29.2	23.4	6.6	5.9	6.0	IFRS
Ленэнерго	0.800	0.6	0.5	0.5	6.2	4.5	3.8	73.0	14.4	9.3	4.6	3.8	2.9	IFRS
Башкирэнерго	0.535	0.6	0.6	N.A.	3.1	2.9	N.A.	4.1	3.7	N.A.	4.8	3.3	N.A.	RAS
Прочие														
ГМК "Нор никель"	91.95	1.4	1.5	1.5	2.9	3.3	3.7	5.7	6.4	7.4	4.3	5.1	5.9	IFRS
Северсталь	10.09	0.9	1.0	1.2	1.8	2.3	4.0	3.2	4.0	7.5	2.3	2.8	4.3	IFRS
АвтоВаз	38.25	0.3	0.3	0.3	2.9	2.5	2.3	5.7	4.0	3.1	2.0	1.7	1.4	IFRS
РБК	4.103	5.1	3.5	2.7	21.6	11.3	7.3	79.2	22.2	12.5	50.0	15.5	10.1	IFRS
Вимм-Билль-Данн	20.30	0.2	0.2	0.2	2.0	1.5	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	US GAAP
Сбербанк РФ	614.60	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	63.9	17.7	11.9	2.5	2.1	1.8	IFRS

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ
"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"

Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего портфеля акций "второго эшелона" снизилась на 0.53% на фоне роста индекса РТС на 0.63%.

Наибольший негативный вклад в динамику портфеля внесли акции ОАО "ТНК", котировки которых упали за неделю на 7.5%. Кроме того, весьма неуверенно чувствовали себя бумаги РБК и KazakhTelecom, подешевевшие на 5.6% и 7.4% соответственно.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы исключаем из состава портфеля акции "Голден Телеком" и KazakhTelecom. Взамен мы включаем в портфель акции трех дочерних предприятий "Сибура" – Воронежсинтезкаучук, Яршины и Омкшины, обладающих наиболее значительным потенциалом роста (см. стр. 7)

Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 20/05, \$	Цена 14/05, \$	Изм. за период	Изм. с начала года	
ТНК	TNKO	10.0%	10.0%	3.700	4.000	-7.5%	23.7%
Nelson Resources	NLG CN	5.0%	5.0%	1.449	1.429	1.4%	-35.6%
West Siberian	WSIB SS	5.0%	5.0%	0.302	0.285	6.2%	6.4%
Dragon Oil	DGO LN	5.0%	5.0%	1.667	1.547	7.8%	28.9%
ВолгаТелеком	NNSI	9.0%	9.0%	3.250	3.200	1.6%	1.2%
Центртелеком	ESMO	7.0%	7.0%	0.330	0.327	0.9%	14.2%
МГТС	MGTS	8.0%	8.0%	14.000	14.000	0.0%	16.7%
Голден Телеком	GLDN	0.0%	5.0%	26.080	25.440	2.5%	0.0%
РБК	RBCI	5.0%	5.0%	3.400	3.600	-5.6%	27.8%
KazakhTelecom	KZTA GR	0.0%	5.0%	26.376	28.474	-7.4%	44.3%
Красноярскэнерго	KRNG	5.0%	5.0%	0.620	0.620	0.0%	0.0%
Пермэнерго	PMNG	5.0%	5.0%	5.400	5.400	0.0%	0.9%
Иркутскэнерго	IRGZ	5.0%	5.0%	0.214	0.220	-2.5%	2.6%
Саратовэнерго	SARE	5.0%	5.0%	0.028	0.028	0.0%	5.7%
Башкирэнерго	BEGY	4.0%	4.0%	0.300	0.315	-4.8%	-3.2%
Архэнерго	ARHE	4.0%	4.0%	0.051	0.051	0.0%	30.8%
Воронежэнерго	VZEN	3.0%	3.0%	0.500	0.500	0.0%	-13.8%
НТМК	NTMK	5.0%	5.0%	1.200	1.180	1.7%	21.2%
Воронежсинтезкаучук	VZSK	4.0%	0.0%	125.000	100.000	25.0%	54.3%
Яршина	YASH	3.0%	0.0%	10.300	10.300	0.0%	49.3%
Омкшина	OMSH	3.0%	0.0%	79.000	79.000	0.0%	31.7%
Всего		100%			-0.53%	20.9%	

"Сибур" – крупнейший российский нефтехимический холдинг – остается одной из последних компаний в России, акции которой могут существенно подорожать в случае консолидации. При новом руководстве "Сибур" превратился из набора разнородных активов, разбросанных по всей территории России, в хорошо управляемый холдинг с постоянно растущей рентабельностью. Несмотря на впечатляющие успехи компании в производственной и финансовой сфере, ее корпоративная структура остается устаревшей и характеризуется ограниченной прозрачностью и перекрестным владением акциями. Однако эта ситуация вскоре должна измениться, так как в этом году "Сибур" наконец-то начинает осуществление широкомасштабной корпоративной реструктуризации.

Улучшение производственных и финансовых показателей холдинга почти никак не сказалось на миноритариях публичных дочерних предприятий "Сибура".

Холдинг превратил дочерние предприятия в перерабатывающие центры, которые получают фиксированную оплату (обычно – достаточную лишь для покрытия затрат) за выполнение своего этапа производственного процесса, в то время как вся выручка и прибыль оседают на уровне материнской компании. Кроме того, "Сибур" осуществил дополнительные эмиссии акций некоторых "дочек", что привело к размыванию долей миноритариев.

Четыре крупнейших публичных дочерних предприятия "Сибура" значительно недооценены, если исходить из их "реальных" доходов. Наш анализ, который является довольно приблизительным из-за отсутствия подробной информации, свидетельствует о том, что рентабельность всех публично торгуемых дочерних компаний "Сибура" была бы гораздо выше, если бы они функционировали в качестве центров прибыли. Об этом говорит хотя бы тот факт, что при текущих ценах акций компании, обеспечивающие 29% российского выпуска шин, оценены лишь в \$153 млн., производители 35% российского капролактама – в \$150 млн., а предприятия, выпускающие 19% российского синтетического каучука – лишь в \$33 млн.

Очевидно, что эти показатели выглядят крайне низкими по сравнению с многомиллиардной стоимостью российских компаний розничной торговли и производителей потребительских товаров. Учитывая хорошие перспективы роста и очень низкие оценочные показатели, основанные на предполагаемой "реальной" прибыли проанализированных нами дочерних предприятий "Сибура", мы считаем их акции весьма привлекательным, хотя и спекулятивным инструментом для долгосрочных инвестиций в крупнейший нефтехимический холдинг России.

Риски связаны исключительно с корпоративным управлением. "Сибур" остается одним из немногих российских холдингов, практика корпоративного управления которого не претерпела никаких изменений с середины девяностых годов. Нам остается только надеяться, что когда-нибудь "Сибур" откажется от этой практики и начнет строить справедливые отношения с миноритарными акционерами. Пока не было никакой информации ни о том, собирается ли "Сибур" осуществлять консолидацию долей миноритариев дочерних предприятий, ни о том, когда это может произойти, однако недавно объявленные планы осуществить IPO в 2007-2008 годах указывают на то, что когда-нибудь это все-таки случится.

Четыре основных дочерних предприятия "Сибура" представляются очень невысоко оцененными; основные риски сконцентрированы в области корпоративного управления

	Цена, \$	Рын. кап., \$ млн.	EV, \$ млн.	Выручка			Чистая прибыль			EV/Выручка		P/E	
				2003	2004П	2004П	2003	2004П	2004П	2004П	2004П	2004П	2004П
				РСБУ	РСБУ	(скорр.)	РСБУ	РСБУ	(скорр.)	РСБУ	(скорр.)	РСБУ	(скорр.)
Азот (Кемерово)	22	150	228	143	181	271	3	0	28	1.3	0.8	748.0*	5.3
ВоронежСК	100	33	55	75	84	190	-1	2	21	0.7	0.3	15.8	1.6
Яршиша	7.5	73	44	137	87	212	-5	-8	11	0.5	0.2	NM	6.5
Омскшина	79	80	67	169	61	220	3	-4	17	1.1	0.3	NM	4.7

*- непоказательная цифра

Источники: данные компании, оценки «Атона»

Краткий обзор "Сибура"

"Сибур" был учрежден в 1995 году как холдинг, владеющий девятью западносибирскими газоперерабатывающими заводами. В конце девяностых годов он стал центром консолидации российской нефтегазохимической отрасли, инициированной менеджментом во главе с Яковом Голдовским. Вооружившись прямой финансовой поддержкой и гарантиями Газпрома и сумев привлечь крупные заимствования, "Сибур" начал осуществлять покупки различных нефтегазохимических предприятий с целью создания полностью вертикально-интегрированной компании, осуществляющей все циклы нефтегазохимического производства – от переработки попутного газа до выпуска автомобильных шин и пластмасс.

Газпром вернул "Сибур" в собственность после смены руководством концерна в 2002 году. В 2001 году Газпром приобрел 50.7% голосующих акций "Сибура" и крупные пакеты акций (42-100%) шести основных дочерних предприятий компании,

заплатив за них векселями и денежными средствами в общей сложности 6.31 млрд. руб. (\$228 млн.). В III квартале 2002 года Газпром заплатил еще 19.5 млрд. руб. (\$704 млн.) векселями за увеличение своей доли в "Сибуре" до 75.7% и дополнительные пакеты акций дочерних предприятий. В настоящее время Газпром напрямую и через аффилированные структуры контролирует 99% акций "Сибура". Пользуясь своим доминирующим положением, в 2002 году Газпром получил полный контроль над "Сибуром" и отправил в отставку Якова Голдовского. С 2003 года должность гендиректора "Сибура" занимает Александр Дюков.

К тому времени "Сибур" обладал впечатляющим портфелем активов, состоящим в основном из мажоритарных или супермажоритарных пакетов акций примерно 20 крупных российских нефтегазохимических предприятий. В совокупности эти компании обеспечивали 44% российского выпуска каучука, 40% выпуска автомобильных шин, 37% выпуска сжиженного природного газа, 35% выпуска капролактама, а также занимали ведущие позиции по выпуску различных других видов нефтехимической продукции. Газоперерабатывающие заводы "Сибура" обеспечивали 80% российской переработки попутного газа.

Тем не менее, несмотря на столь впечатляющие активы, "Сибур" до прихода нового руководства был убыточным предприятием на консолидированном уровне..

Новое руководство добилось улучшения финансовой ситуации

При новом руководстве "Сибур" превратился из набора разнородных активов, разбросанных по всей территории России, в хорошо управляемую компанию с постоянно растущей рентабельностью. Уже в первый год работы новой управленческой команды (2003 год) "Сибур" добился более чем двукратного повышения выручки (до \$2 млрд.), а операционная прибыль составила \$195 млн. (тогда как в 2001-2002 годы компания закончила с большими убытками), что стало возможным благодаря многократному повышению выпуска основных видов продукции.

В 2004 году рост продолжился, поскольку выручка в долларовом выражении повысилась на 43% (в рублевом выражении – на 34%) на фоне повышения производства и удорожания цен на основные виды продукции. Валовая прибыль повысилась за год на 77% и составила \$569 млн., а чистая прибыль подскочила в шесть раз до \$257 млн.

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Внутренний рост производства...

тыс. т (за искл. сухого газа)	2002	2003	2004	Изм. 04/03	Изм. 04/02
Сухой газ, млн. куб. м	3,302	9,348	10,261	10%	211%
ШФЛУ	1667	2,481	2,668	8%	60%
Мономеры	664	1,095	1,181	8%	78%
Каучук	314	519	573	10%	82%
Полимеры	220	373	431	16%	96%
Продукты органического синтеза	332	660	762	15%	130%
Удобрения	427	1,328	1,267	-5%	197%
Топливо	3.31	17.6	15.2	-13%	361%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

...привел к заметному улучшению финансовых результатов 2003-2004 года

\$ млн.	2003	2004	Изм.
Выручка	2,048.9	2,930.6	43%
Валовая прибыль	322.5	569.4	77%
Валовая рентабельность	15.7%	19.4%	4%
Чистая прибыль	42.3	256.9	507%
Чистая рентабельность	2.1%	8.8%	7%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

В начале 2005 года эти тенденции продолжились, о чем свидетельствует повышение выручки "Сибура" в I квартале на 28% (относительно I квартала минувшего года) и рост валовой прибыли на 64%, что стало возможным благодаря постоянному увеличению объемов производства и удорожанию основных видов продукции.

Однако улучшение производственных и финансовых показателей холдинга почти никак не сказалось на миноритариях публичных дочерних компаний "Сибура". Для усиления своего контроля над производством и денежными потоками "Сибур" превратил дочерние предприятия в перерабатывающие центры, которые получают фиксированную оплату (обычно – достаточную лишь для покрытия затрат) за выполнение своего этапа производственного процесса, в то время как вся выручка и прибыль о реализации продукции конечным потребителям остаются в холдинге. Реальную картину выручки производственных "дочек" искажает еще и тот факт, что весь экспорт "Сибура" (доля которого в совокупной выручке в I квартале составляла примерно 30%) осуществляется Газэкспортом (экспортная "дочка" Газпрома). Кроме

того, "Сибур" осуществил дополнительные эмиссии акций некоторых «дочек», что привело к размыванию долей миноритариев.

В результате агрессивного использования толлинговых схем и осуществления дополнительных эмиссий акций миноритарные акционеры публичных дочерних компаний "Сибура" оказались в незавидном положении, бессильно наблюдая за ростом выручки и прибыли холдинга, тогда как рентабельность их собственных компаний постоянно снижалась.

При этом стоит отметить, что толлинговые схемы, в отличие от трансфертного ценообразования, полностью соответствуют российскому законодательству, а все дополнительные эмиссии акций были осуществлены по ценам, близким к рыночным. К тому же, все существующие акционеры имели возможность выкупить новые акции для сохранения своих долей. Тем не менее, мы считаем, что с точки зрения корпоративного управления толлинговые схемы и неожиданные дополнительные эмиссии акций больше соответствуют методам ведения бизнеса в России в девяностых годах, и вряд ли являются уместными для крупнейшей нефтегазохимической компании страны, на 99% принадлежащей Газпрому, который, в свою очередь, контролируется государством.

Схема производства "Сибура": от газа до шинной продукции



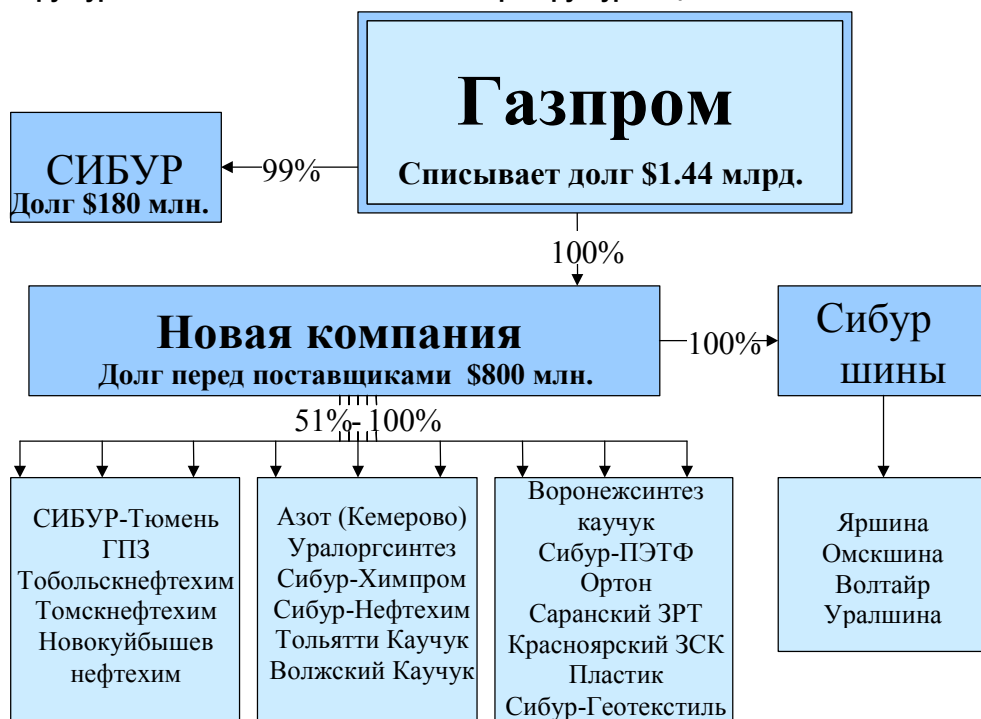
Источник: данные компании, оценки "Атона"

Корпоративная реструктуризация призвана упростить структуру собственности

Упорядочив производственную деятельность, "Сибур" приступил к упрощению корпоративной структуры и снижению долгового бремени. В соответствии с предложенной схемой реструктуризации, которая уже утверждена Газпромом и "Сибуром", планируется учредить новую компанию (NewCo), которая станет единственным прямым владельцем всех акций нефтегазохимических предприятий, в настоящее время прямо или косвенно принадлежащих "Сибуру". Газпром станет стопроцентным владельцем новой компании в обмен на списание долга "Сибура" в размере 40.1 млрд. руб. (\$1.44 млрд.). В результате новая компания не будет обременена долговыми обязательствами за исключением задолженности перед поставщиками на сумму примерно 22 млрд. руб. (\$791 млн.).

Когда из "Сибура" будут выведены все материальные активы, он станет управляющей компанией, а на его балансе останется долг перед банками и другими кредиторами на сумму около 5 млрд. руб. (\$180 млн.). "Сибур" останется центром прибыли, поскольку будет продолжать координировать движение сырья и готовой продукции между заводами, а прибыль, получаемую от управления активами, будет направлять на погашение долга. Шинный бизнес планируется передать в холдинг "Сибур-Русские Шины", который будет владеть акциями четырех шинных заводов. Такой подход отражает понимание менеджментом того факта, что шины являются потребительским товаром, в то время как весь остальной бизнес группы связан с переработкой сырья.

Структура собственности СИБУРа после реструктуризации



Источник: данные компании, оценки "Атона"

Члены советов директоров "Сибура" и Газпрома уже утвердили этот план реструктуризации, а консолидацию акций в новых предприятиях планируется завершить до конца 2005 года.

В результате реструктуризации "Сибур" станет компанией с прозрачной структурой собственности и не отягощенной долгом. Вслед за этим компания может начать подготовку отчетности по US GAAP/МСФО и постепенное возвращение на фондовые рынки, которые были для нее практически закрыты после дефолта в 2002 году. Мы думаем, что на первом этапе "Сибур" заинтересуется преимущественно привлечением долга, хотя, судя по недавнему пресс-релизу, холдинг не исключает возможности превращения в публичную компанию и выпуска акций для широкого круга инвесторов.

Хотя реализация плана реструктуризации позволит повысить прозрачность "Сибура", сделав его более привлекательным для инвесторов, выгоды от реструктуризации для миноритариев существующих публичных дочерних компаний пока остаются неочевидными. С точки зрения здравого смысла и хорошего корпоративного управления "Сибур" в ходе реструктуризации должен консолидировать пакеты миноритариев, обменяв их на акции головной компании или выкупив по рыночным ценам. Однако в настоящее время "Сибур" не вынашивает подобных планов. Это лишний раз свидетельствует о том, что "дочки" холдинга подвержены рискам корпоративного управления, поскольку доли их миноритариев могут оказаться надолго замороженными в нерентабельных предприятиях, в то время как "Сибур" будет показывать демонстрировать постоянный рост выручки и прибыли. Несмотря на это, мы полагаем, что риски инвестиций в акции дочерних компаний "Сибура" нужно анализировать с учетом их очень низкой стоимости в настоящее время.

Какова стоимость самого "Сибура" и его дочерних предприятий?

"Сибур" не является публичной компанией, но мы все же попытались провести оценку стоимости холдинга. Наш основной анализ строится на основе суммы составляющих, но мы считаем, что для оценки стоимости дочерних предприятий "Сибура" будет полезно обратиться к сравнительному анализу.

По нашим оценкам, акции компании "Сибур" должны торговаться с коэффициентом EV/Выручка равным примерно 1 и P/E – около 12, если учесть финансовые коэффициенты аналогичных нефтехимических компаний и прогноз высоких темпов роста "Сибура". Таким образом, стоимость компании должна равняться \$2.9-3.1 млрд. (в среднем – \$3 млрд.).

Мы рассчитали стоимость четырех торгуемых дочерних предприятий "Сибура", исходя из их вклада в совокупную выручку (\$2.9 млрд.). По такой методике, предполагаемая стоимость "Азот" (Кемерово) составляет \$278 млн., Воронежсинтезкаучук – \$195 млн., Яршины – \$218 млн., Омскшины – \$226 млн. С учетом долга каждой дочерней компании потенциал роста составит соответственно 33%, 423%, 233% и 199%.

Судя по результатам анализа, акции дочерних предприятий "Сибура" обладают значительным потенциалом роста

\$ млн.	Расчетная EV	Чистый долг	Расчетная рын. кап.	Текущая рын. кап.	Потенциал роста
AZKM	278	78	200	150	33%
VZSK	195	22	173	33	423%
YASH	218	-31	249	75	233%
OMSH	226	-13	239	80	199%

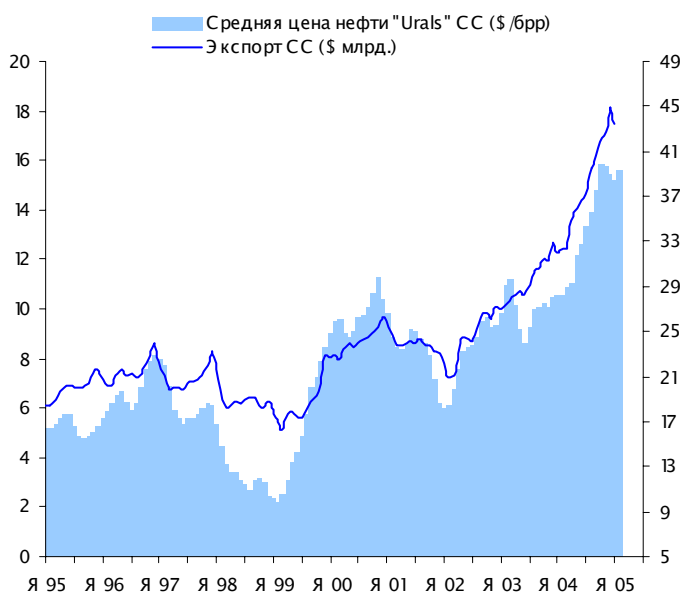
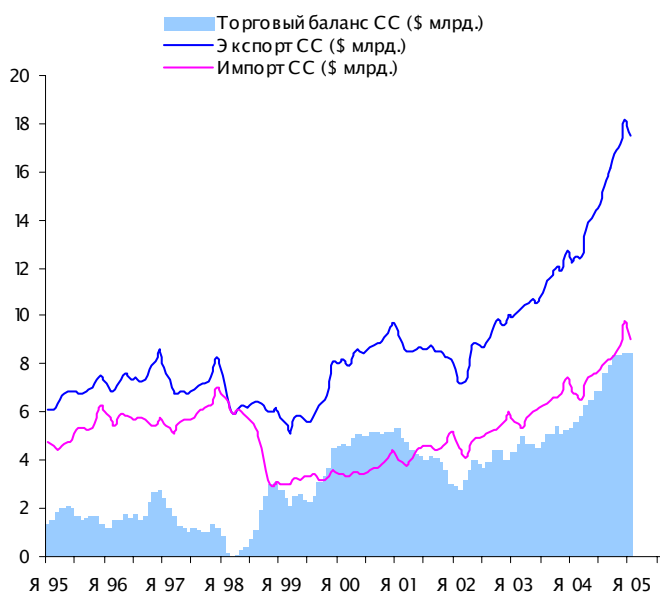
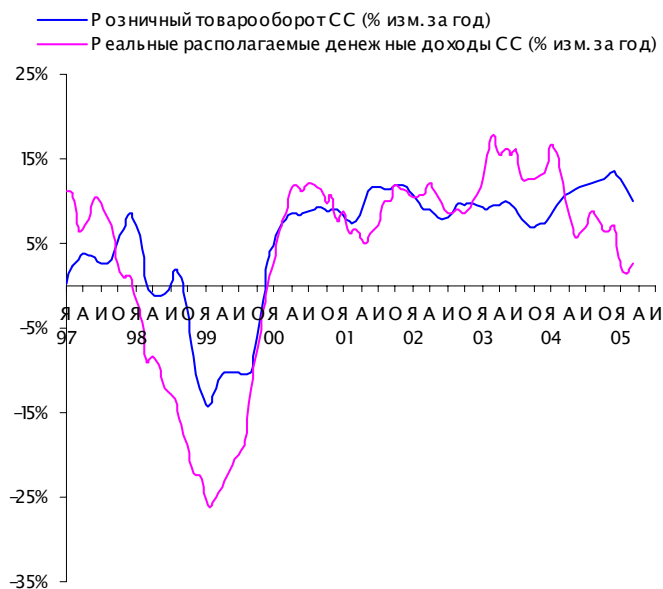
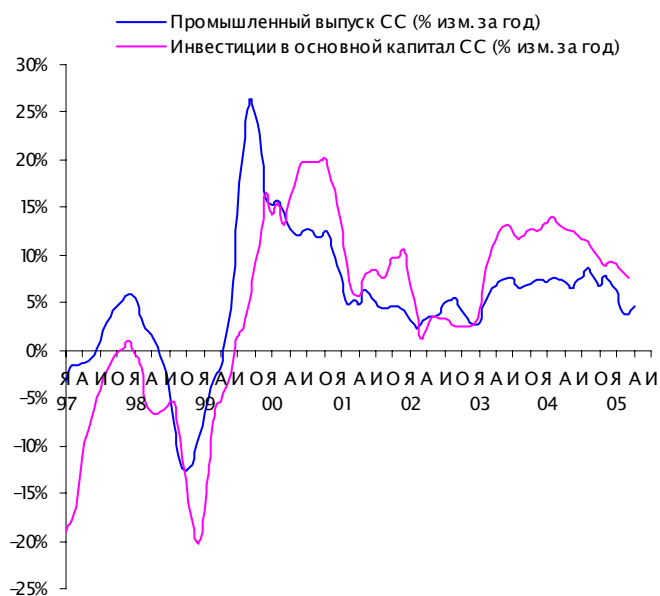
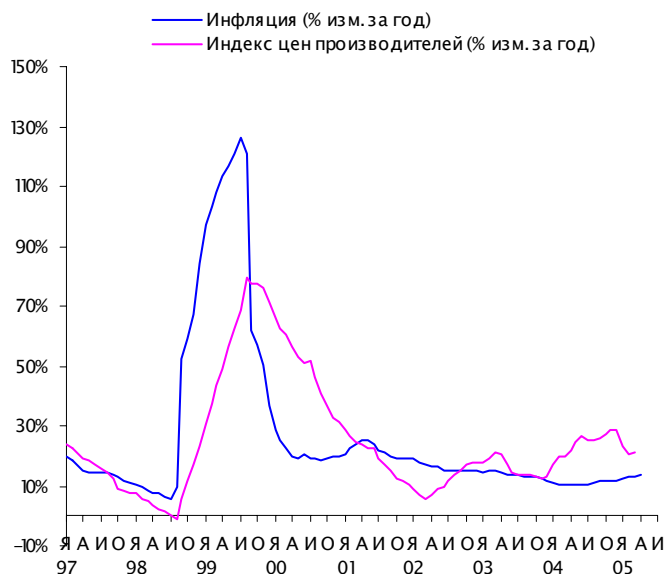
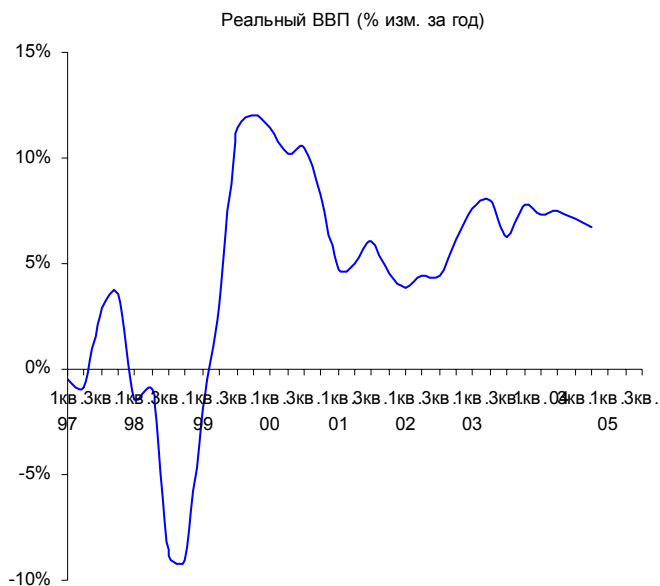
Примечание: в текущей рыночной капитализации Яришны учитывается стоимость привилегированных акций

Источники: данные компании, оценки "Атона"

Справедливости ради, отметим, что, по нашему мнению, при таком подходе занижается стоимость компании "Азот" (Кемерово), которая является самой рентабельностью из четверки дочерних предприятий с точки зрения рентабельности EBITDA, и, соответственно, завышается стоимость остальных трех. Однако наш вывод о том, что, судя по текущим котировкам, все публичные дочерние компании "Сибура" недооценены по сравнению с реальной стоимостью их активов, остается в силе.

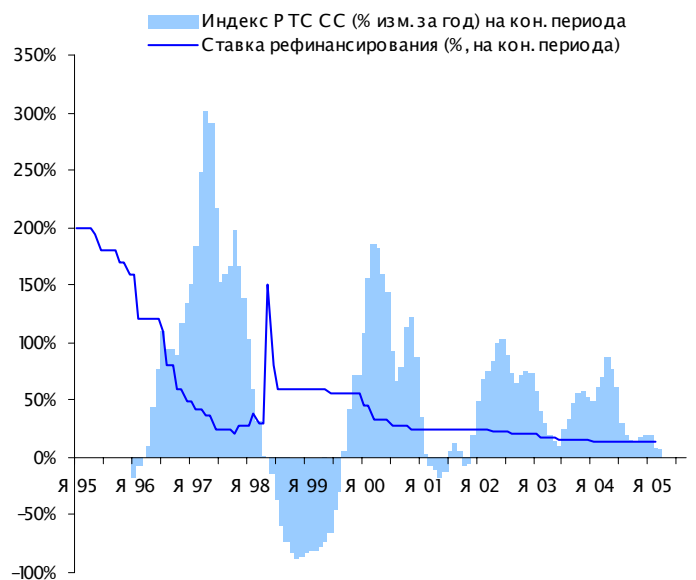
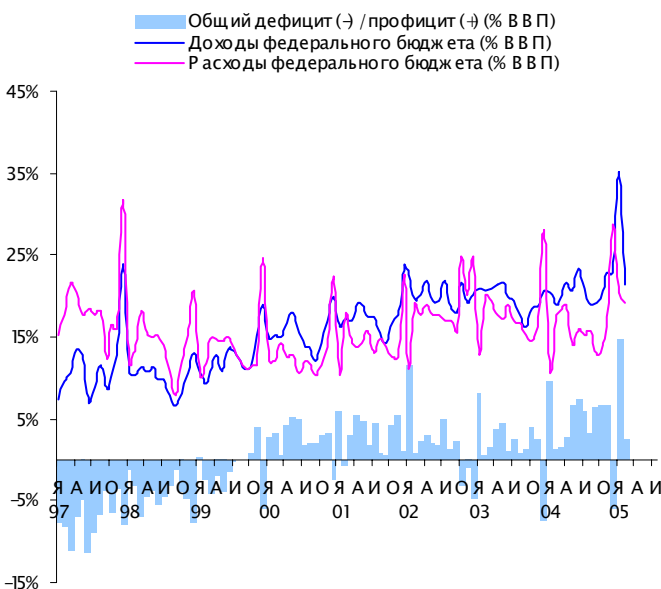
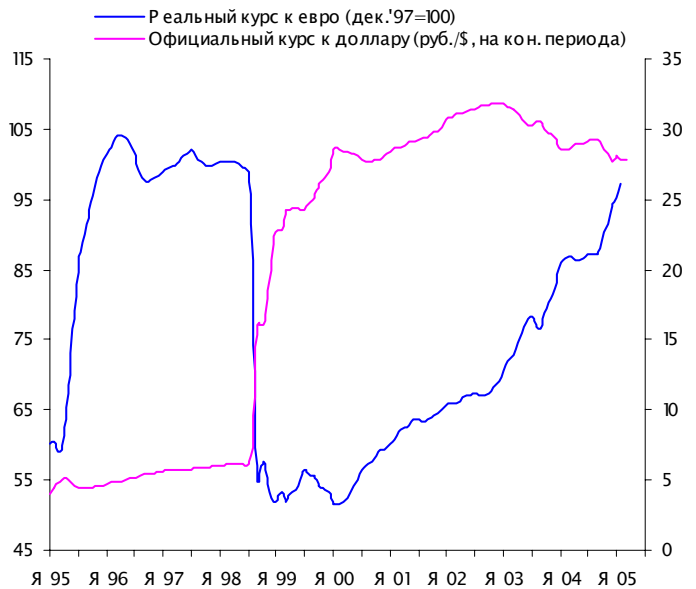
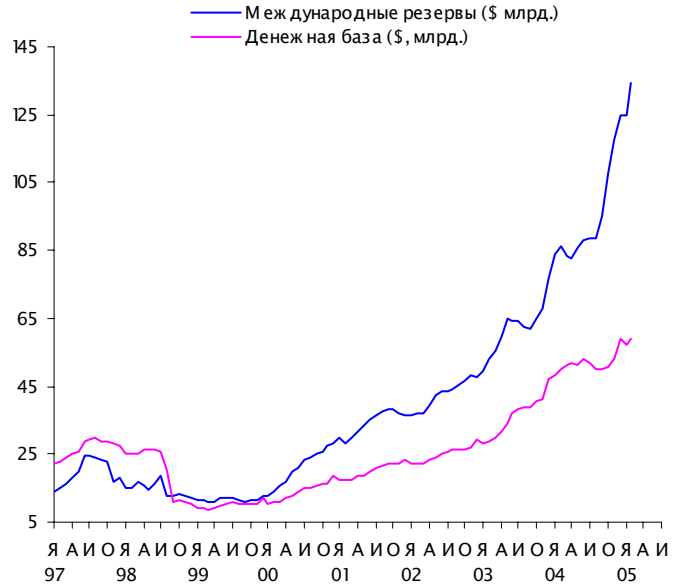
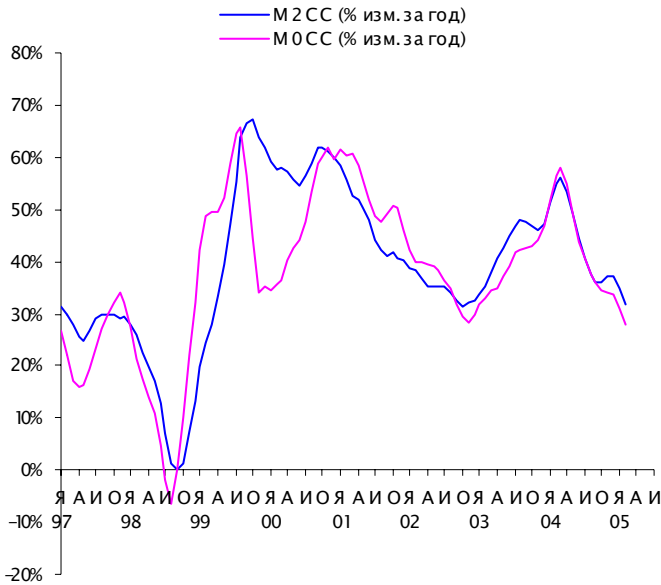
Тимоти МакКачен
mccutcheon@aton.ru

ЭКОНОМИКА В ГРАФИКАХ



Комментарий: СС - тренд представлен в виде скользящей средней на квартальном уровне. Это позволяет исключить значительные колебания, вызванные, в частности, сезонным фактором.

ЭКОНОМИКА В ГРАФИКАХ



Комментарий: СС - тренд представлен в виде скользящей средней на квартальном уровне. Это позволяет исключить значительные колебания, вызванные, в частности, сезонным фактором.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК
Рынок внешнего долга

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погаше- ния	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Изм., бп	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные и муниципальные еврооблигации													
Альфа Банк 05	\$175	B/Ba2	19/11/05	10.75	102.15	102.65	5.81		10.50	249	189	0.48	0.49
МДМ Банк 05	\$125	B/Ba2	16/12/05	10.75	102.61	103.11	5.61		10.45	229	166	0.53	0.54
Зенит 06	\$125	B-/B1	12/06/06	9.25	101.58	102.58	7.17		9.06	400	315	0.95	0.97
Уралсиб 06	\$140	B-/н.г.	06/07/06	8.875	101.54	102.54	6.95		8.70	378	290	1.02	1.04
Роснефть 06	\$150	B/B2	20/11/06	12.75	110.55	111.05	5.19		11.51	189	95	1.29	1.43
МДМ Банк 06	\$200	B/Ba2	23/09/06	9.375	102.25	103.25	7.18		9.12	401	307	1.22	1.25
Евразхолдинг 06	\$175	B/B3	25/09/06	8.875	103.03	104.03	6.07		8.57	285	192	1.22	1.26
Петрокоммерц 07	\$120	B/B1	09/02/07	9.000	102.24	103.24	7.27		8.76	402	305	1.52	1.56
НОМОС 07	\$125	н.г./B1	13/02/07	9.125	101.65	102.65	7.76		8.93	454	357	1.53	1.56
Сибнефть 07	\$400	B+/Ba3	13/02/07	11.50	107.46	108.46	6.55		10.65	327	231	1.51	1.63
Никойл 07	\$150	н.г./B1	19/03/07	9.000	101.50	102.50	7.80		8.99	456	358	1.62	1.66
Рус.Станд 07	\$300	B/Ba3	14/04/07	8.750	101.69	102.19	7.63		8.66	437	338	1.69	1.73
Газпром 07	\$500	BB-/Baa3	25/04/07	9.125	106.89	107.39	5.19		8.52	181	82	1.74	1.87
Рус.Станд 07-II	\$300	B/Ba3	28/09/07	7.800	100.08	100.58	7.64		7.77	430	329	2.07	2.08
ТНК 07	\$700	BB-/Ba2	06/11/07	11.00	109.82	110.82	6.40		9.97	300	198	2.13	2.35
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/01/08	9.75	106.81	107.81	6.73		9.09	333	228	2.27	2.44
ХКФ 08	\$150	B-/Ba3	04/02/08	9.125	102.06	103.06	8.05		8.90	471	366	2.28	2.34
МБРР 08	\$150	н.г./B1/B	03/03/08	8.625	100.90	101.90	8.05		8.51	470	364	2.37	2.40
Система 08	\$350	B/B3	14/04/08	10.25	106.57	107.57	7.49		9.57	411	304	2.45	2.62
Рус.Станд 08	\$300	B/Ba3	21/04/08	8.125	100.08	100.58	7.99		8.10	463	356	2.51	2.52
Алроса 08	\$500	B/B2	06/05/08	8.125	104.19	105.19	6.36		7.76	292	184	2.57	2.70
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/05/08	8.50	99.50	100.50	8.50		8.50	517	408	2.46	2.46
Моснарбанк 08	\$150	н.г./Baa3	30/06/08	4.375	97.12	97.60	5.30		4.49	180	70	2.78	2.71
ММК 08	\$300	BB-/Ba3	21/10/08	8.000	100.55	101.55	7.64		7.92	423	310	2.89	2.92
Газпромбанк 08	\$1050	B+/Baa2	30/10/08	7.250	103.58	104.08	6.00		6.98	251	137	2.98	3.09
Внешторгбанк 08	\$550	BB+/Baa2	11/12/08	6.875	103.29	103.79	5.76		6.64	224	110	3.01	3.11
Сибнефть 09	\$500	B+/Ba3	15/01/09	10.75	110.43	111.43	7.28		9.69	384	270	2.90	3.22
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/02/09	8.625	102.53	103.53	7.68		8.37	424	308	3.08	3.17
Вымпелком 09	\$450	BB-/B1	16/06/09	10.000	105.63	106.63	8.20		9.42	477	358	3.16	3.35
Евразхолдинг 09	\$300	B/B3	03/08/09	10.875	109.69	110.69	7.97		9.87	453	333	3.25	3.58
Банк Москвы 09	\$250	н.г./Baa2	28/09/09	8.000	102.39	103.39	7.21		7.78	373	249	3.56	3.66
Норникель 09	\$500	BB/Ba2	30/09/09	7.125	98.27	99.27	7.46		7.21	398	274	3.60	3.56
Газпром 09	\$700	BB-/Baa3	21/10/09	10.50	117.93	118.43	5.78		8.88	223	99	3.54	4.19
Росбанк 09	\$225	н.г./Ba3/B+	24/09/09	9.75	102.31	103.31	8.51		9.48	528	420	2.14	2.20
Мегафон 09	\$375	B+/B2	10/12/09	8.00	99.64	100.64	7.96		7.99	453	324	3.58	3.59
Внешторгбанк 15/10	\$750	BB-/Baa2	04/02/10	6.315	99.01	100.01	6.43		6.35	296	160	3.89	3.87
Сбербанк 15/10	\$1000	н.г./Baa2	11/02/10	6.230	98.19	99.19	6.55		6.31	308	172	3.91	3.86
Вымпелком 10	\$300	BB-/B1	11/02/10	8.000	98.21	99.21	8.33		8.10	493	361	3.73	3.68
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/10	8.375	101.45	102.45	7.92		8.21	449	307	4.20	4.29
Банк Москвы 10	\$300	н.г./Baa2	26/11/10	7.375	99.77	100.27	7.34		7.37	385	243	4.41	4.41
Система 11	\$350	B/B3	28/01/11	8.875	102.94	103.94	6.68		8.58	332	245	1.50	1.55
Внешторгбанк 11	\$450	BB+/Baa2	12/10/11	7.500	105.47	106.47	6.35		7.08	265	125	4.97	5.27
Вымпелком 11	\$300	BB-/B1	22/10/11	8.375	98.92	99.92	8.49		8.42	491	352	4.79	4.76
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/01/12	8.000	98.75	99.75	8.14		8.06	452	311	4.91	4.87
Газпром 13	\$1750	BB-/Baa3	01/03/13	9.625	118.64	119.64	6.45		8.08	265	118	5.50	6.55
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/04/14	9.250	101.34	102.34	8.94		9.08	519	366	5.89	6.00
Алроса 14	\$300	B/B2	17/11/14	8.875	106.42	107.42	7.83		8.30	396	239	6.37	6.81
Газпром 20	\$1250	BBB-/	01/02/20	7.201	105.16	106.16	6.10		6.82	228	79	4.90	5.18
Газпром 34 (put)	\$1200	BB-/Baa3	28/04/34	8.625	118.57	119.57	5.92		7.24	199	44	6.34	7.54
Газпромбанк 05	€200	B+/Baa2	04/10/05	9.75	102.41	102.50	2.98		9.52	88		0.36	0.37
Москва 06	€400	BBB-/Baa3	28/04/06	10.95	107.25	107.75	2.76		10.19	63		0.90	0.97
Газпром 10	€1000	BB-/Baa3	27/09/10	7.80	113.87	114.37	4.74		6.83	202		4.28	4.89
Москва 11	€374	BBB-/Baa3	12/10/11	6.45	109.51	110.51	4.60		5.86	173		5.12	5.63
Суверенные еврооблигации													
Россия 2005	\$2969	BBB-/Baa3	24/07/05	8.75	100.83	100.88	3.90		8.68	71		0.17	0.18
Россия 2007	\$2400	BBB-/Baa3	26/06/07	10.00	110.70	111.10	4.50		9.02	106		1.82	2.02
Россия 2010	\$2820	BBB-/Baa3	31/03/10	8.25	109.09	109.60	4.67		7.54	115		2.50	2.47
Россия 2018	\$3466	BBB-/Baa3	24/07/18	11.00	144.48	145.08	6.03		7.60	190		7.73	11.18
Россия 2028	\$2500	BBB-/Baa3	24/06/28	12.75	173.91	174.41	6.50		7.32	226		10.11	17.61
Россия 2030	\$18336	BBB-/Baa3	31/03/30	5.00	107.97	108.12	5.98		4.63	187		8.03	8.68
ОВВЗ VI	\$1750	BBB-/Ba1	14/05/06	3.00	98.49	98.56	4.56		3.04	121		0.95	0.94
ОВВЗ VIII	\$1322	BBB-/Ba1	14/11/07	3.00	95.84	96.09	5.17		3.13	177	77	1.86	1.78
ОВВЗ V	\$2837	BBB-/Ba2	14/05/08	3.00	93.50	93.69	5.38		3.21	181	72	2.78	2.60
ОВВЗ VII	\$1750	BBB-/Ba1	14/05/11	3.00	86.11	86.15	5.81		3.48	196	53	5.37	4.63
Aries 14	\$2435	BBB-/Ba2	25/10/14	9.600	127.63	127.81	5.75		7.52	178	21	6.48	8.27
Aries 09	€1000	BBB-/Ba2	25/10/09	7.75	115.63	115.94	4.35		6.69	176		4.42	5.12

Рынок внутреннего долга

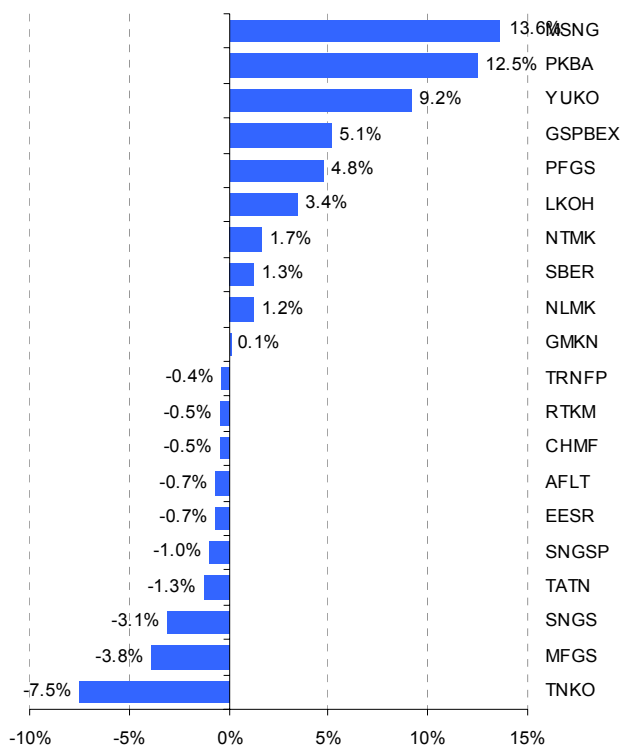
Эмитент	Вы- пуск, тыс.руб	Дата погаше- ния	Дата оферты	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-2*	3,000	13/08/08	17/08/05	11.78	100.91	100.99	100.90	24,744.25	7.06	37	394	0.24	0.24
Алроса-19	3,000	23/10/05		16.00	103.70	104.80	104.25	-	5.90	(6)	203	0.42	0.44
Балтика	1,000	20/11/07		8.75	-	-	100.30	-	8.80	0	220	2.12	2.12
ВолгаТел	1,000	21/02/06		15.00	-	-	104.50	-	7.78	(3)	353	0.68	0.72
ВТБ-3	2,000	26/02/06		15.50	-	-	106.32	-	5.44	(3)	117	0.68	0.72
ВТБ-4*	5,000	19/03/09	24/03/06	5.60	-	100.00	99.75	-	5.97	0	159	0.81	0.81
Вымпелком	3,000	16/05/06		9.90	101.65	102.70	102.55	-	7.32	(1)	275	0.93	0.96
Газпром-2	5,000	03/11/05		15.00	104.50	104.75	104.85	-	4.49	(6)	58	0.45	0.47
Газпром-3	10,000	18/01/07		8.00	101.50	102.00	101.75	-	7.10	(0)	88	1.51	1.53
Газпром-5	5,000	06/11/07		7.58	101.00	101.34	101.15	-	7.17	(0)	64	2.14	2.17
Лукойл	6,000	20/11/07		7.25	-	-	99.20	-	7.75	0	114	2.17	2.15
МГТС-4*	1,500	22/04/09	26/04/06	10.00	102.45	102.80	102.40	6,348.80	7.43	(12)	316	0.88	0.90
НКНХ-3*	2,000	01/09/07	01/09/05	9.50	100.15	100.75	100.80	-	6.83	(3)	338	0.27	0.27
РАО ЕЭС	3,000	21/10/05		15.00	103.80	103.93	103.80	486.82	5.86	(53)	200	0.41	0.43
РЖД-1	4,000	07/12/05		6.59	100.71	101.00	101.00	-	4.79	(1)	78	0.53	0.53
РЖД-2	4,000	05/12/07		7.75	100.75	100.99	100.95	3,028.50	7.47	(11)	83	2.20	2.22
РЖД-3	4,000	02/12/09		8.33	100.70	100.78	100.80	25,595.16	8.28	(3)	83	3.59	3.62
РусАл-2*	5,000	20/05/07	20/05/05	8.00	-	-	100.07	-	8.12	1,112	183	1.73	1.74
РусСтанд-2	1,000	14/06/06		14.00	105.60	106.15	105.60	4,908.29	8.62	38	396	0.94	0.99
РусСтанд-3*	2,000	22/08/07	01/09/05	12.90	101.50	101.60	101.60	203.20	6.62	(131)	308	0.28	0.28
Сан Интербрю	2,500	15/08/06		13.00	106.75	107.00	106.75	1,900.15	7.32	(18)	232	1.11	1.19
СаНОС-2*	3,000	10/11/09	13/11/07	9.70	101.20	101.45	101.35	-	9.53	0	295	2.16	2.19
Северсталь*	3,000	28/06/07	30/06/05	9.50	-	102.00	101.00	-	0.78	(19)	-116	0.11	0.12
Сибтлк-3	1,530	14/07/06		14.50	106.50	107.25	107.25	-	7.93	(1)	317	1.02	1.09
Сибтлк-4	2,000	05/07/07		12.50	106.65	107.45	106.90	4,408.13	9.06	(3)	287	1.78	1.91
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/06/09	16/06/06	11.75	103.21	103.30	103.15	314.61	8.79	(16)	412	0.96	0.99
ТНК-5	3,000	28/11/06		15.00	110.00	112.95	112.30	1.12	6.52	5	38	1.30	1.46
УрСИ-3	3,000	18/07/06		14.25	106.95	107.22	107.25	161.57	7.74	(42)	297	1.03	1.11
УрСИ-4	3,000	01/11/07		9.99	102.15	102.30	102.30	11,611.10	9.12	(7)	257	2.13	2.18
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/07		8.80	102.40	102.48	102.40	24,852.30	7.90	(2)	126	2.20	2.26
ЦТК-3*	2,000	15/09/06	16/09/05	12.35	104.71	105.20	104.73	2.10	2.33	68	-144	0.33	0.35
ЦТК-4	5,622	21/08/09	16/02/06	13.80	107.90	108.20	108.00	15,111.91	11.69	(12)	440	3.12	3.36
ЮТК	1,500	14/09/06		14.24	104.71	104.97	104.90	5,154.89	10.42	(43)	504	1.17	1.23
ЮТК-2*	1,500	07/02/07	08/02/06	12.00	101.41	101.55	101.49	934.62	10.01	(7)	581	0.66	0.67
ЮТК-3*	3,500	10/10/09	14/04/06	12.30	101.95	102.05	101.90	1,723.98	10.27	(9)	583	0.83	0.85
Субфедеральные облигации													
МГор 24	3,000	02/09/05		15.00	102.70	103.85	103.99	-	1.22	(12)	-225	0.28	0.29
МГор 34	4,000	28/08/05		10.00	101.20	102.40	102.40	40,039.41	1.30	(224)	-206	0.27	0.28
МГор 28	4,000	25/12/05		15.00	108.00	-	105.80	45.49	5.26	(4)	120	0.57	0.60
МГор 32	4,000	25/05/06		10.00	-	-	103.78	-	6.28	(1)	168	0.94	0.98
МГор 35	4,000	18/06/06		10.00	103.95	104.10	103.90	-	6.39	(1)	170	1.01	1.05
МГор 37	4,000	23/09/06		9.00	104.45	104.55	104.40	-	6.72	(1)	122	1.24	1.30
МГор 27	4,000	20/12/06		15.00	112.86	113.25	112.80	-	6.61	(1)	48	1.40	1.58
МГор 31	5,000	20/05/07		10.00	-	-	105.70	-	7.11	(0)	84	1.77	1.87
МГор 40	5,000	26/10/07		10.00	106.30	106.75	107.06	1.07	7.01	(24)	47	2.15	2.31
МГор 29	5,000	05/06/08		10.00	107.47	107.51	107.49	13,252.24	7.35	(11)	40	2.52	2.70
МГор 38	5,000	26/12/10		10.00	109.20	110.20	109.20	68.80	8.09	(14)	46	4.16	4.54
МГор 39	5,000	21/07/14		11.00	103.75	103.95	103.75	9,590.16	8.27	(3)	16	5.95	6.17
Мос.обл.3в	4,000	19/08/07		11.00	107.00	107.15	107.15	11,461.62	7.62	(22)	122	1.94	2.08
Мос.обл.4в	9,600	21/04/09		11.00	108.15	108.20	108.15	370.01	8.81	(5)	157	3.18	3.44

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

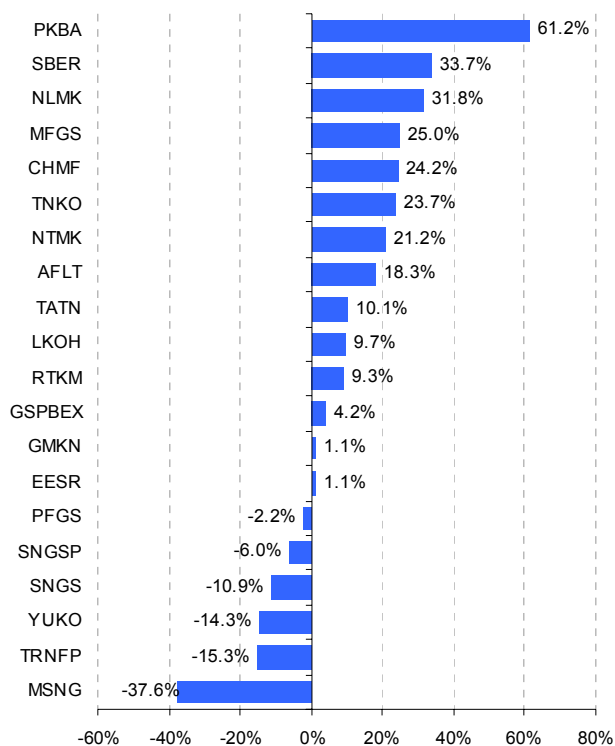
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

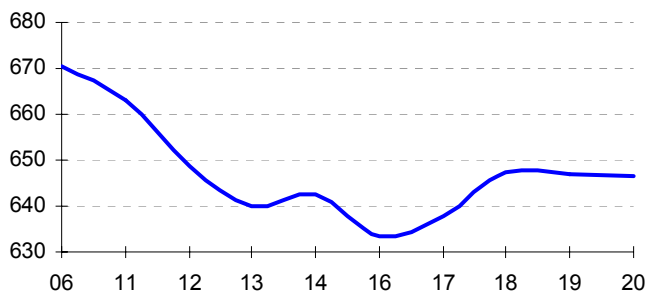
20 лидеров рынка – динамика за неделю



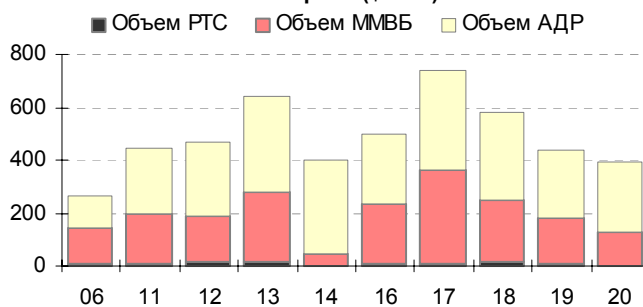
20 лидеров рынка – динамика в 2005 году



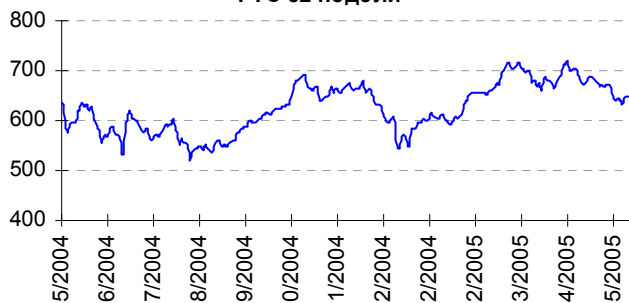
PTC за две недели



Объем торгов (\$ млн)



PTC 52 недели



10 наиболее ликвидных акций PTC

Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	5.14	347.5
ЛУКОЙЛ	3.42	11.5
РАО "ЕЭС России"	-0.69	6.3
Сбербанк РФ	1.25	5.7
ГМК "Норникель"	0.09	3.6
Ростелеком	-0.50	2.4
Северсталь	-0.50	1.6
НТМК	1.69	1.0
ОАО "НЛМК"	1.20	0.8
Сургутнефтегаз	-3.12	0.7

ОБЗОР МИРОВЫХ РЫНКОВ СОЧЕТАНИЕ БЛАГОПРИЯТНЫХ ФАКТОРОВ ОБЕСПЕЧИЛО ПРОДОЛЖЕНИЕ РОСТА

Фондовые индексы США выросли на прошлой неделе на фоне сочетания целого ряда благоприятных для рынка факторов – цены на нефть продолжили падение, а новая экономическая статистика резко снижает вероятность ускоренного повышения процентных ставок в будущем.

Индекс Nasdaq вырос на 3.5% до 2046.42 пункта, индекс S&P 500 поднялся на 3.1% и теперь составляет 1189.28 пункта, а индекс Dow Jones увеличился на 3.3% до 10471.91 пункта.

Среди основных позитивных факторов, обусловивших продолжение роста рынка, необходимо отметить существенное падение цен на нефть, по-прежнему низкие темпы роста базовой инфляции и невысокую доходность государственных облигаций, а также заметное упрочение позиций доллара по отношению к другим валютам.

Опубликованная экономическая статистика носила противоречивый характер.

Все показатели промышленного производства за последнее время указывают на значительное сокращение темпов роста в промышленности. В частности, инвесторы были разочарованы динамикой Нью-Йоркского индекса промышленного производства Empire State и индекса промышленного производства Philadelphia Fed.

Нью-Йоркский индекс промышленного производства Empire State в мае упал до отметки -11.1 пункта с 2 пунктов в прошлом месяце. Самым слабым компонентом индекса являются новые и нереализованные заказы, которые упали более других составляющих.

Промышленное производство в апреле уменьшилось на 0.2% после роста на 0.1% в марте.

Индекс промышленного производства Philadelphia Fed в мае подтвердил тенденцию к сокращению темпов экономического роста, опустившись до своего двухлетнего минимума 7.3 пункта с 25.3 пункта в апреле. На экономику продолжают оказывать негативное давление высокие цены на топливо, а также начали действовать первые повышения процентных ставок.

Индекс опережающих индикаторов в апреле, как и ожидали аналитики, упал четвертый месяц подряд – на этот раз на 0.2% – после пересмотренного в худшую сторону понижения на 0.6% месяцем ранее.

Рынок жилья продолжает оставаться на пике своей активности. Более удачными, чем ожидалось, оказались показатели строительства новых домов и разрешений на строительство.

Председатель ФРС Алан Гринспен в своем выступлении в Экономическом клубе Нью-Йорка даже указал на некоторые признаки формирования ценового "пузыря" на рынке жилой недвижимости в некоторых районах США.

Более того, инфляционное давление в экономике остается выше среднего, хотя базовая инфляция – индекс потребительских цен за исключением волатильных продуктов питания и топлива – остается низкой, что позволяет рынку надеяться на умеренный темп повышений процентных ставок в будущем. К такому же выводу пока подталкивает и динамика цен на рынке углеводородного сырья и материалов, стоимость которых довольно сильно уменьшилась в последнее время.

Дата	Показатель	Период	Значение	Прогнозное значение	Предыдущее значение
16.04.05	Нью-Йоркский индекс промышленного производства Empire State	май	-11.1	11	3.1
16.04.05	Чистые покупки американских бумаг иностранцами	март	45.7 млрд.	70 млрд.	84.5 млрд.
16.04.05	Индекс Национальной ассоциации рынка домов	май	70	68	67
17.04.05	Индекс цен производителей	апрель	0.6%	0.4%	0.7%
17.04.05	Индекс цен производителей (за исключением продуктов питания и топлива)	апрель	0.3%	0.2%	0.1%
17.04.05	Строительство новых домов	апрель	2038 тыс.	1970 тыс.	1837 тыс.
17.04.05	Разрешения на строительство	апрель	2129 тыс.	2035 тыс.	2025 тыс.
17.04.05	Промышленное производство	апрель	-0.2%	0.2%	0.3%
17.04.05	Процент задействованных производственных мощностей	апрель	79.2%	79.5%	79.4%
18.04.05	Индекс потребительских цен	апрель	0.5%	0.4%	0.6%
18.04.05	Индекс потребительских цен (за искл. продуктов питания и топлива)	апрель	0%	0.2%	0.4%
19.04.05	Новые заявки на получение страховок по безработице	15 мая	321 тыс.	330 тыс.	340 тыс.
19.04.05	Повторные заявки на получение страховок по безработице	8 мая	2601 тыс.	2555 тыс.	2598 тыс.
19.04.05	Индекс опережающих индикаторов	апрель	-0.2%	-0.2%	-0.4%
19.04.05	Индекс промышленного производства Philadelphia Fed	май	7.3	18	25.3

На рынке акций доминируют спекулятивные настроения, поскольку даже посредственные квартальные релизы инвесторы встречают с большим оптимизмом, хотя всем очевидно замедление темпов роста корпоративных доходов.

Надо, правда, отметить заметно поредевший поток финансовых результатов I квартала. На прошлой неделе в этом плане выделялись розничные компании.

Разочаровал второй по величине продавец товаров для дома в США **Lowe's (LOW US)**, чистая прибыль которого составила \$0.74 на акцию, что на \$0.02 ниже консенсус-прогноза, а выручка равнялась \$9.91 млрд. против прогноза \$9.97 млрд. Однако это не помешало акциям компании вырасти в цене почти на 10%.

Напротив, лидер в этом сегменте розничной торговли **Home Depot (HD US)** порадовал инвесторов хорошими квартальными результатами. Кроме того, неплохие цифры продемонстрировали **JC Penney (JCP US)**, **Staples (SPLS US)**, **Abercrombie & Fitch (ANF US)** и **Gap (GPS US)**.

Чистая прибыль производителя персональных компьютеров **Hewlett-Packard (HPQ US)** в I квартале составила \$0.37 на акцию, что на \$0.01 лучше консенсус-прогноза; выручка поднялась на 7.5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года до \$21.6 млрд. при ожиданиях \$21.35 млрд. В то же время, прогноз менеджмента по показателю чистой прибыли во II квартале (\$0.29-0.31 на акцию) оказался ниже оценок, что не помешало котировкам акций Hewlett-Packard вырасти.

Стоимость бумаг крупнейшего производителя полупроводникового оборудования в мире **Applied Materials (AMAT US)** снизилась после публикации неважных квартальных результатов. В частности, количество новых заказов по отношению к прошлому году снизилось на 7%, составив \$15 млрд. при таком же консенсус-прогнозе, а валовая рентабельность на уровне 44% была ниже оценок – 44.3%. Прогноз руководства на II квартал также оказался ниже ожиданий.

Отношение заказов к поставкам в полупроводниковой отрасли в апреле выросло до 0.80 пункта. Принятые заказы составили \$1 млрд., что немного выше показателя марта \$988.4 млн., но на 37% ниже \$1.58 млрд. за аналогичный период прошлого года.

Стоимость **государственных облигаций** резко выросла после публикации данных о динамике индекса потребительских цен, а также заявления менеджера крупнейшего облигационного фонда в мире Ритсо Билла Гросса о том, что в течение пяти лет доходность 10-летних бумаг может упасть до 3% из-за отсутствия угрозы ускорения инфляции. Под управлением Ритсо находится более \$400 млрд., поэтому заявления представителей фонда воспринимаются рынком с особым вниманием.

Цены фьючерсов на **нефть** продолжили падение после выхода позитивного еженедельного доклада о коммерческих запасах нефти и топлива в США. Показатель сырой нефти вырос на 4.34 млн. брр. при ожидавшемся росте на 1 млн. брр., запасы топочного мазута уменьшились на 219 тыс. брр. (аналитики прогнозировали повышение на 1 млн. брр.), а запасы бензина поднялись на 1.07 млн. брр. (консенсус-прогноз предполагал увеличение на 980 тыс. брр.).

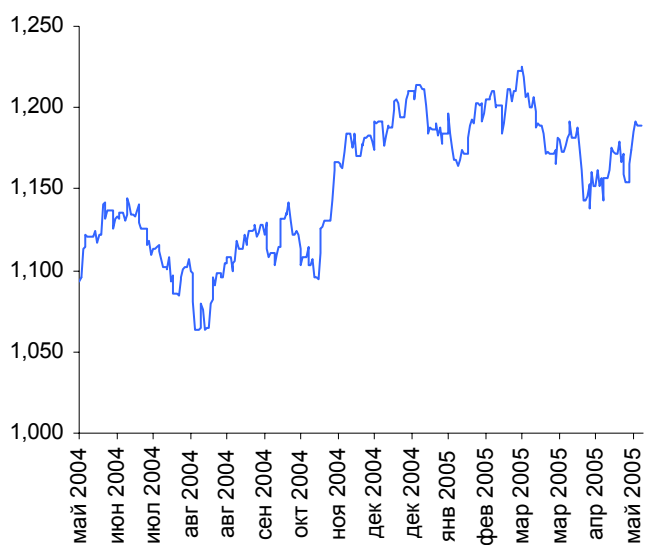
Курс евро относительно доллара упал до минимального значения за последние семь месяцев – 1.2559 \$/€. Падению единой валюты способствовали результаты опроса общественного мнения, подтвердившие нежелание французов голосовать за конституцию ЕС. В результате популярность действующего президента Франции упала до минимума за восемь лет (рейтинг – 39%), а ВВП страны в I квартале оказался ниже консенсус-прогноза. Рост доллара произошел несмотря на то, что **чистые покупки американских ценных бумаг иностранцами** в марте сократились до \$45.7 млрд. с \$84.1 млрд. в феврале, оказавшись значительно ниже консенсус-прогноза \$70 млрд., а позиции по государственным облигациям самых крупных зарубежных держателей этих бумаг – Японии и Китая – очередной раз сократились. Теперь уже уверенно можно констатировать прекращение долгосрочного повышательного тренда единой валюты.

Основными событиями текущей недели будет публикация данных о динамике объема заказов на длительного пользования (в среду), данные по ВВП в I квартале (в четверг), а также дефлятор личного потребления (в пятницу). Не стоит забывать, что в краткосрочном плане все американские индексы находятся в состоянии "перекупленности".

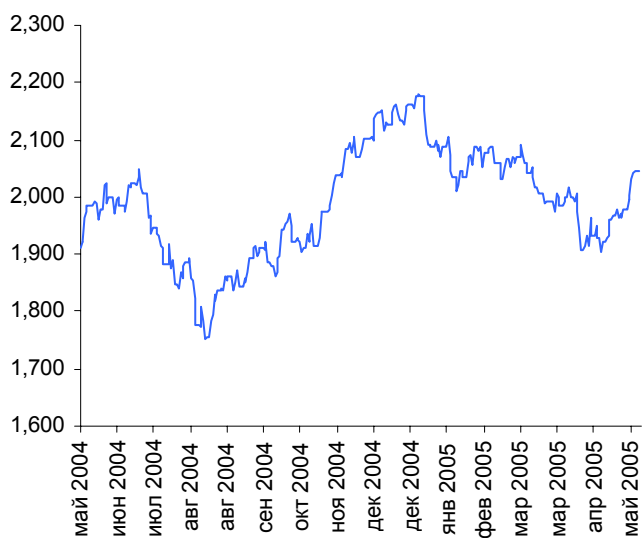
Валентин Журба
zhurba@aton.ru

ОБЗОР МИРОВЫХ РЫНКОВ

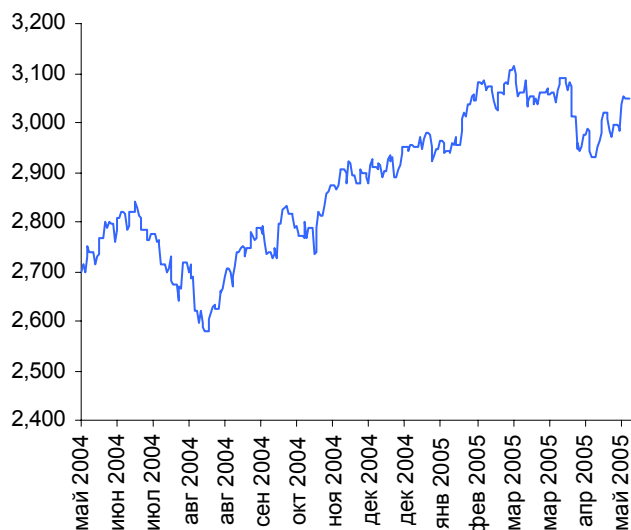
S&P 500



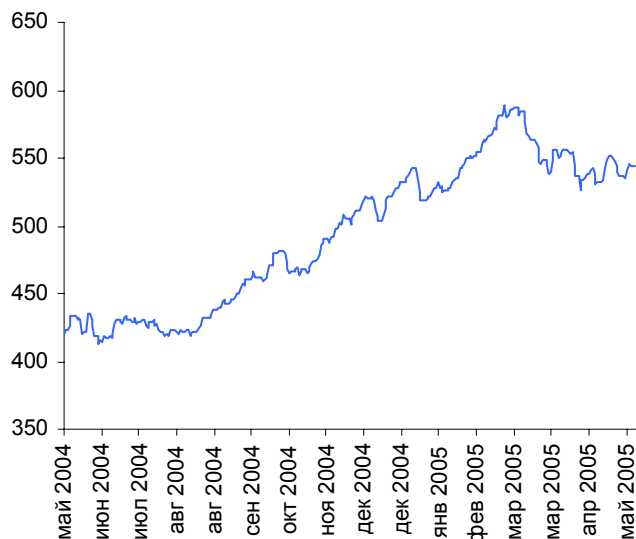
Nasdaq



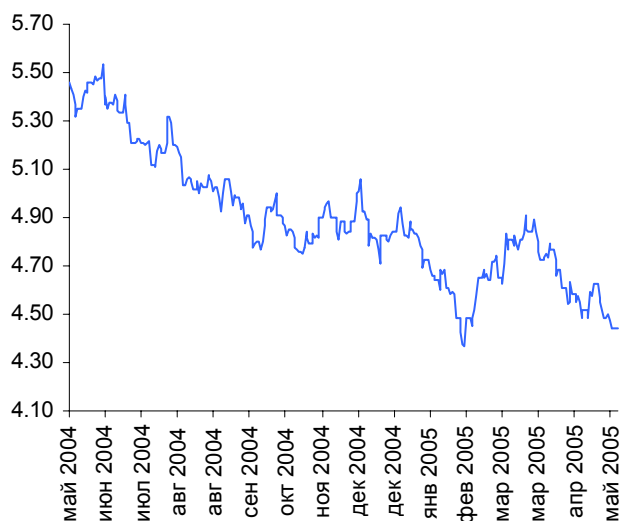
DJ Euro STOXX 50



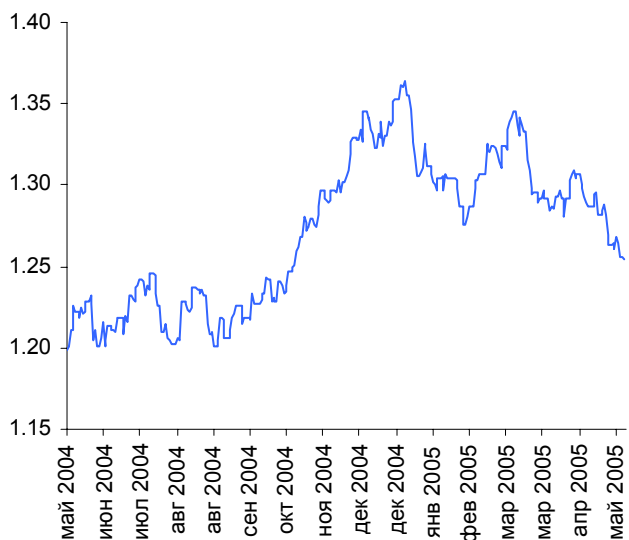
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



Aton LLC

105062, Россия,
Москва, ул. Покровка, 27 строение 6
ATON <GO> (Bloomberg)
7 (095) 777-8877
7 (095) 777-8876, факс
www.aton.ru
www.aton-line.ru

Трейдинг
Контакты:
Раян Дод
dodd@aton.ru
Алексей Примаков
primakov@aton.ru

Долговые обязательства
Контакты:
Сергей Сидоров
sidorov@aton.ru

Aton International Ltd.

Офис в Никосии
Office 201, Egli Building, 2nd Floor,
2 Vasileos Pavlou Street,
CY-1096 Nicosia, Cyprus
357 (22) 661 114
357 (22) 661 138, факс
atonint@atonint.com
www.atonint.com
LSE/FSE member

Офис в Лондоне
60 Lombard Street, London,
EC3V 9EA, UK
44 (20) 7464 8891
44 (20) 7464 8899, факс

Офис во Франкфурте
An der Welle 4
60322 Frankfurt am Main
49 (0) 69 7593-8622
49 (0) 69 7593-8384, факс

Контакты:
Татьяна Васильева
vassilieva@aton.ru

Контакты:
Мэтью Арнольд
arnold@atonint.com

Контакты:
Саша Штоер
stoehr@atonint.com

Aton Securities, Inc.

60 East 42nd Street
Suite 2530
New York, NY 10165
NASD/SIPC member
1 (212) 697-6099
1 (212) 697-6093, факс
sales@AtonSecurities.com

Контакты:
Майкл Йордан
michael_jordan@atonsecurities.com
Кортни Феллоуз
courtney_fellowes@atonsecurities.com

Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор

7 (095) 777-8832

Стратегия
Алекс Кантарович, CFA
kantarovich@aton.ru
7 (095) 777-8835

Нефть/газ
Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru
7 (095) 777-8832

Русскоязычная аналитика
Юлия Бушueva
bushueva@aton.ru
7 (095) 777-8877, x 3124

Экономика
Питер Уэстин
westin@aton.ru
7 (095) 777-8831

Дмитрий Лукашов, CFA
loukashov@aton.ru
7 (095) 777-8837

Потребительский сектор/Промышленность
Алексей Языков
yazikov@aton.ru
7 (095) 777-8877, x 3123

Политика
Майкл Хит
heath@aton.ru
7 (095) 777-8877, x3112

Телекомы
Надежда Голубева, CFA
goloubeva@aton.ru
7 (095) 777-8834

Металлургия
Тимоти МакКачен
mccutcheon@aton.ru
7 (095) 777-8877, x 3120

Долговой рынок
Алексей Булгаков
boulgakov@aton.ru
7 (095) 777-8836

Елена Баженова
bazhenova@aton.ru
7 (095) 777-8829

Мировые рынки
Валентин Журба
zhurba@aton.ru
7 (095) 777-8877, x4127

Алексей Ю
yu@aton.ru
7 (095) 777-8877, x 4155

Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены компанией Атон и предназначены исключительно для сведения клиентов компании. Не смотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать информацию, содержащуюся в настоящей публикации, как можно более достоверной и полезной, Атон не претендует на ее полноту и точность. Содержащаяся в настоящем документе информация может быть изменена без предварительного уведомления. Компания Атон и любые из ее представителей и сотрудников могут, в рамках закона, иметь позицию или какой-либо иной интерес (включая покупку или продажу своим клиентам на принципиальной основе) в любой сделке, в любых инвестициях (включая производные инструменты) прямо или косвенно в предмете настоящей публикации. Компания Атон может оказывать брокерские услуги, услуги депозитария, совершать дилерские операции на основании соответствующих лицензий, выданных ФКЦБ России, а также вправе оказывать иные услуги, сопутствующие вышеперечисленным видам деятельности, а также просить об оказании вышеперечисленных услуг или каких-либо других деловых услуг у любой компании, упоминаемой в настоящей публикации. Ни компания Атон, ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.

Любые инвестиции, упоминаемые в настоящей публикации, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неликвидными или неприемлемыми для всех инвесторов. Стоимость или доход от любых инвестиций, упомянутых в настоящей публикации, могут изменяться и/или испытывать воздействие изменений процентных ставок. Прошлые результаты не являются показателем будущих результатов. Только инвесторам, обладающим значительными знаниями и опытом в финансовых вопросах и бизнесе, и способным оценить преимущества и риски, связанные с инвестированием в российские ценные бумаги, следует рассматривать возможность инвестирования в какие-либо ценные бумаги или инструменты, упомянутые в настоящей публикации.

Дополнительная информация о рекомендованных ценных бумагах предоставляется по запросам.