

## ***Кризис нечаянно нагрянет или повторятся ли события десятилетней давности?***

То что случилось на российском фондовом рынке в сентябре 2008 года не имело аналогов в современной российской истории. Индекс РТС потерял за месяц 33% капитализации, что сопоставимо с потерями рынка в августе-сентябре 1998 года. Проблемы на финансовых рынках мира вкупе с оттоком средств нерезидентов и локальным кризисом ликвидности отразились на форсированном снижении цен на российском рынке акций.

По итогам торгов с 26 августа по 2 сентября 2008 г. индекс РТС вырос на 5,6% и по состоянию на понедельник закрылся на отметке 1667 пунктов. Таким образом, рынок нашел уровень поддержки на минимальном за последние два года уровне индекса РТС в 1550 пунктов и на небольших объемах скорректировался вверх. Факторами роста стали высокая волатильность цен на нефть на мировых рынках из-за урагана «Густав» в Мексиканском заливе, хорошие данные по ВВП США за 2 квартала 2008 года, мягкая реакция европейских стран на признание Россией независимости Абхазии и Южной Осетии, хорошие корпоративные отчеты за 2 квартал 2008 года НЛМК, Роснефти. В первую неделю сентября продолжилась тенденция укрепления курса доллара по отношению к евро на фоне слабой статистики по еврозоне. Курс доллара на рынке FOREX вырос с 1,48 до 1,46 долл. за евро. Рост наблюдался практически по всему спектру рынка. Особенным спросом пользовались бумаги нефтегазового сектора и металлургические компании. По итогам торгов со 2 сентября по 10 сентября 2008 г. индекс РТС упал на 15,6% и по состоянию на вторник закрылся на отметке 1395 пунктов. Таким образом, рынок продолжает падать под тяжестью западных продаж и на фоне слабой ликвидности внутреннего рынка. Основные тренды остаются неизменными. Глобальные фонды выводят активы со спекулятивных рынков и вкладывают средства в US Treasuries. Доходности 10-летних казначейских облигаций снизились с 3,86 до 3,3%. Курс доллара на рынке FOREX вырос с 1,46 до 1,406 долл. за евро. Цены на металлы и сырьевых рынках подешевели более чем на 10%. Российский рынок акций продолжает находиться под давлением даже на фоне снижения напряженности политической ситуации на Кавказе и неожиданного решения ОПЕК о сокращении добычи более чем на 500 тыс. баррелей в сутки, которое отразилось на повышении цен на нефть на торгах в Азии. Падение индекса РТС в первую декаду сентября более чем на 15% можно объяснить скорее результатом панических настроений иностранных инвесторов, а не объективным влиянием внутренних и внешних факторов. На сегодняшний день политические риски постепенно ослабевают. Возможные санкции Запада в отношении России из-за ситуации в Грузии, похоже, уже не являются угрозой. Даже во властных структурах США появились нейтральные голоса в отношении оценки действий России в конфликте. Основные риски связаны сейчас с состоянием ликвидности финансовых учреждений США и состоянием экономики еврозоны. Ослабление евро должно помочь экономике еврозоны. Риск банкротства какого-либо из крупных финансовых учреждений в США усиливается. Пока этот риск не будет нивелирован, ждать притока капиталов на развивающиеся рынки не приходится. А значит, российским участникам рынка придется рассчитывать пока только на свои силы.

По итогам торгов со 10 сентября по 16 сентября 2008 г. индекс РТС упал на 8,2% и по состоянию на понедельник закрылся на отметке 1280 пунктов. Таким образом, рынок продолжает падать под тяжестью западных продаж и на фоне слабой ликвидности внутреннего рынка. Глобальные фонды выводят активы со спекулятивных рынков и вкладывают средства в US Treasuries. Доходности 10-летних казначейских облигаций продолжает находится на минимальном уровне 3,3-3,5%. Курс доллара на рынке FOREX несколько ослаб после сообщения о банкротстве четвертого по размерам банка США. К

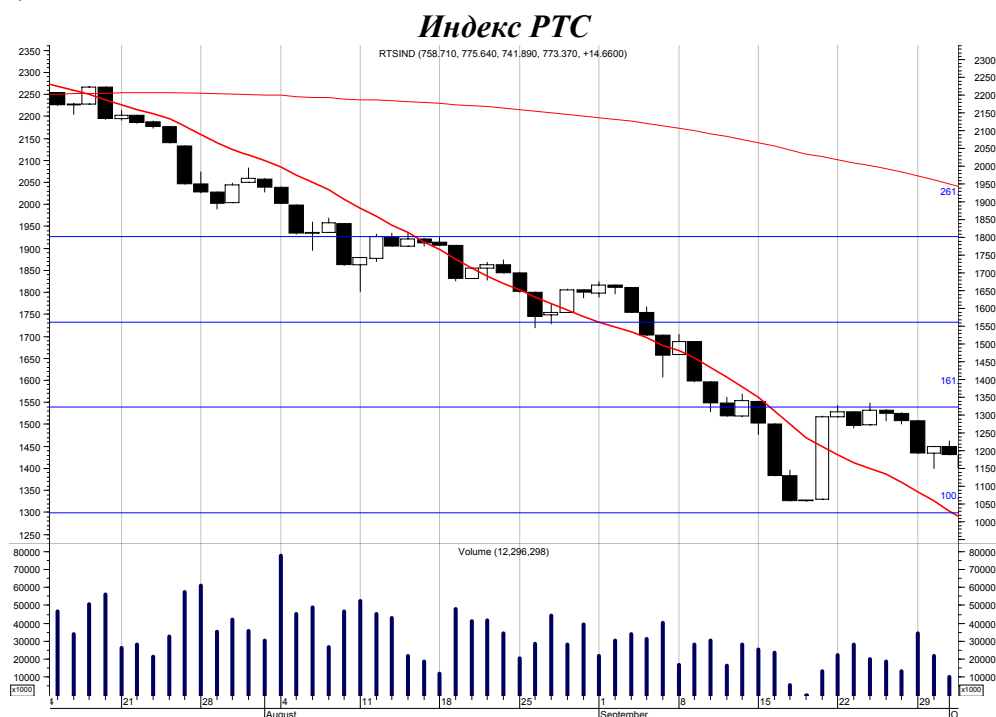
евро он торгуется на сегодняшний день выше 1,42 долл. за евро. Цены на металлы и сырьевых рынках подешевели более чем на 10%. Российский рынок акций продолжает находиться под давлением даже на фоне снижения напряженности политической ситуации на Кавказе и неожиданного решения ОПЕК о сокращении добычи более чем на 500 тыс. баррелей в сутки, которое отразилось на повышении цен на нефть на торгах в Азии. Падение индекса РТС в первую декаду сентября более чем на 15% можно объяснить скорее результатом панических настроений иностранных инвесторов, а не объективным влиянием внутренних и внешних факторов. На сегодняшний день политические риски постепенно ослабевают. Возможные санкции Запада в отношении России из-за ситуации в Грузии, похоже, уже не являются угрозой. Даже во властных структурах США появились нейтральные голоса в отношении оценки действий России в конфликте. Основные риски связаны сейчас с состоянием ликвидности финансовых учреждений США и состоянием экономики еврозоны. Ослабление евро должно помочь экономике еврозоны. Риск банкротства какого-либо из крупных финансовых учреждений в США усиливается.

По итогам торгов с 16 сентября по 24 сентября 2008 г. индекс РТС вырос на 2,9% и по состоянию на среду закрылся на отметке 1315 пунктов. Однако голая статистика не отражает всего драматизма событий на фондовом рынке, свидетелями которой мы стали. В начале рассматриваемого периода рынок продолжает падать под тяжестью западных продаж и на фоне слабой ликвидности внутреннего рынка. В среду 16 сентября отрицательный тренд достиг своего апогея. Кризис ликвидности средних и мелких банков повлиял на массовое зарктиве позиций по маржинколам на фоне отсутствия реальной покупки. В результате – индекс РТС упал до отметки в 1059 пунктов, что стало минимальным значением с декабря 2005 года. В этих условиях, финансовые власти были вынуждены закрыть торги на всех торговых площадках в России.

Глобальные фонды выводят активы со спекулятивных рынков и вкладывают средства в US Treasuries. Доходности 10-летних казначейских облигаций продолжает находится на минимальном уровне 3,3-3,5%. Курс доллара на рынке FOREX несколько ослаб после сообщения о банкротстве четвертого по размерам банка США. К евро он торгуется на сегодняшний день выше 1,47 долл. за евро. Цены на металлы и сырьевых рынках подешевели более чем на 10%. Падение индекса РТС в первую декаду сентября более чем на 15% можно объяснить скорее результатом панических настроений иностранных инвесторов, а не объективным влиянием внутренних и внешних факторов. На сегодняшний день политические риски постепенно ослабевают. Возможные санкции Запада в отношении России из-за ситуации в Грузии, похоже, уже не являются угрозой. Даже во властных структурах США появились нейтральные голоса в отношении оценки действий России в конфликте. Основные риски связаны сейчас с состоянием ликвидности финансовых учреждений США и состоянием экономики еврозоны. Ослабление евро должно помочь экономике еврозоны.

По итогам торгов с 23 сентября по 30 сентября 2008 г. индекс РТС упал на 6,1% и по состоянию на понедельник закрылся на отметке 1194 пункта. Таким образом, рынок продолжает находиться под давлением и при малейшем обострении внешних рисков корректируется вниз. Ситуация с ликвидностью на финансовом рынке несколько нормализовалась, хотя процентные ставки продолжают находится на уровне выше 6% по overnight (MosPrime). Основные факторы остаются неизменными. Отток капитала с развивающихся рынков снизился. Финансовый рынок характеризует высокая волатильность. При этом неизменным спросом пользуются US Treasuries и золотом. Хотя в последние дни, доходности 10-летних казначейских облигаций несколько выросла и сейчас находится на максимальном за последний месяц значении – выше 3,8% годовых. Курс доллара на рынке FOREX колеблется в диапазоне 1,44-1,48 долл. за евро. Цены на

сырьевых рынках также показывают высокую волатильность, но в целом имеют тенденцию к понижению. Активность торговли российскими акциями находится на критически низком уровне после того, как ФСФР выпустил предписание, запрещающее брокерам осуществлять маржинальные сделки и короткую продажу ценных бумаг. Новых денег на рынок не приходит в виду неопределенности ситуации на мировых финансовых рынках. Обороты на ММВБ составляют 40-50% от среднедневных оборотов. Высокая волатильность объясняется противоречивым внешним новостным фоном. А движение российских фондовых индексов повторяет динамику основных мировых торговых площадок.

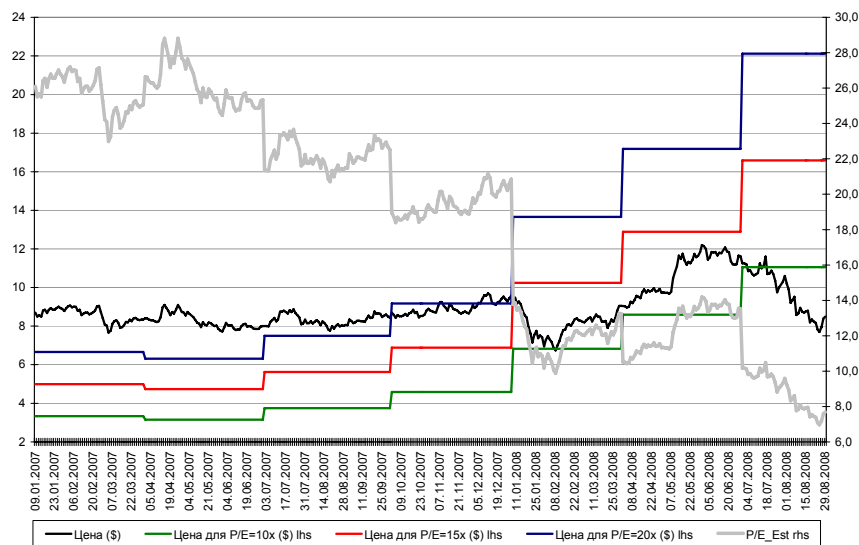


Источник: РТС

### Корпоративные новости

Лучше рынка торговались бумаги НК «Роснефть». Прирост по итогам дня составил 1,5% на ММВБ. По итогам дня бумаги нефтяной компании оказались одними из немногих, кто закрылся в плюсе. Инвесторы продолжают отыгрывать позитивные данные отчетности компании за 1 полугодие 2008 года. На фоне сильных финансовых результатов и снижения цен акций компании за последний месяц потенциал роста цен акций компании к мировым компаниям аналогам существенно вырос. Так, с учетом результатов за 2 квартал 2008 года чистая прибыль НК «Роснефть» по US GAAP за последние четыре квартала может оцениваться в 11,72 млрд. долл., что на 29% выше уровня чистой прибыли за четыре последних квартала, заканчивая первым кварталом 2008 года. С учетом этих результатов оценочное значение P/E Ratio за последние два месяца упало с 13,5 до 7,7x. Стоит отметить, что во втором полугодии 2007 году акции компании торговались по коэффициенту P/E в диапазоне 18-22x, что при текущих оценочных значениях прибыли соответствует цене не менее 18 долл. за акцию. В то же время для международных компаний аналогов с развивающихся рынков значение P/E Ratio составляет не менее 9x, что предполагает значительный потенциал роста акций российской компании.

## Динамика котировок обыкновенных акций НК «Роснефть» с учетом оценки показателя P/E Ratio\*



\* - с учетом корректировки финансового результата

Источник: РТС, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ, данные компании

Лучше рынка оказались бумаги ОАО «НЛМК» на фоне публикации позитивной отчетности за 1 полугодие 2008 года по стандартам US GAAP. Акции компании выросли на 1,3% по итогам дня. Компания продемонстрировала рост выручки на фоне опережающего роста себестоимости и незначительного снижения рентабельности. Опережающий рост издержек связан с ростом цен на коксующийся уголь, доля затрат на покупку которого выросла в 1 квартале 2008 года до 30,5% против 25,8% за аналогичный период 2007 года. Рентабельность по EBITDA за 1 полугодие 2008 года составила чуть более 39% против 44% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

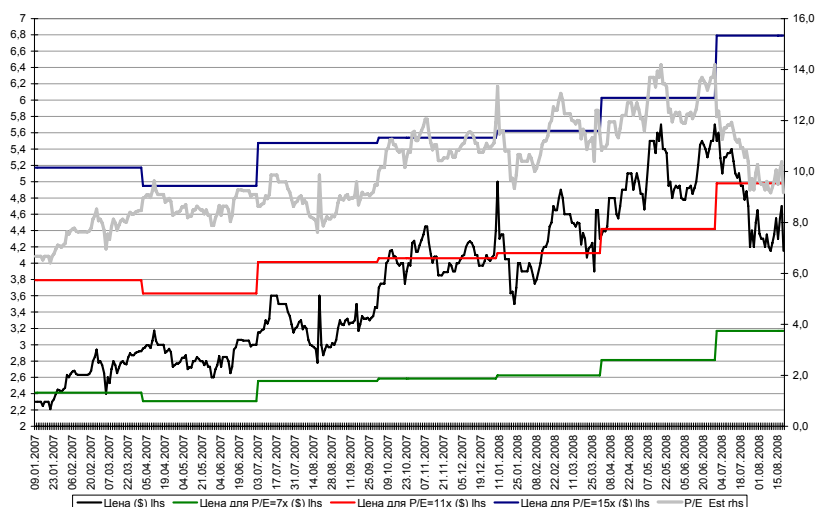
Снижение рентабельности во 2 квартале 2008 года связано также с консолидацией Макси-Групп, имеющую более низкую рентабельность, чем ОАО «НЛМК». Угольный сегмент ОАО «НЛМК» во 2 квартале 2008 года продемонстрировал снижение показателей прибыли по отношению к 1 кварталу 2008 года. Снижение произошло в основном за счет значительного роста цен на сырье, а именно – на угольный концентрат. Выручка компании возросла как за счет роста физического объема реализации, так и за счет роста цен на производимую продукцию. Капитальные вложения ОАО «НЛМК» за отчетный период составили 822,4 млн. долл. Основные денежные потоки инвестиционной программы были направлены на реконструкцию машины непрерывного литья стальных заготовок производительностью 2,5 млн. т стали в год. Модернизация позволила расширить технологические возможности агрегата и увеличить производительность на 1,2 млн. т в год. Другим, не менее важным событием стало осуществление запуска производства сверхтонкой трансформаторной стали на ВИЗ-Сталь. Первые партии стали уже отгружены потребителям. Также в рамках второго этапа программы технического перевооружения компанией заключен контракт по строительству в Липецке новой ТЭЦ мощностью 150 МВт, что позволит компании увеличить уровень самообеспеченности электрической энергией до 60 %.

Несмотря на рост финансовых показателей компании в абсолютном выражении в 1 полугодии 2008 года, по нашему мнению акции компании имеют потенциал роста за счет падения цен на российском рынке акций за прошедшие два месяца и в расчете на сохранение темпов роста финансовых показателей компании, а не за счет более привлекательных рыночных коэффициентов по сравнению с международными

компаниями-аналогами. Так, с учетом результатов за 2 квартал 2008 года чистая прибыль НЛМК по US GAAP за последние четыре квартала может оцениваться в 2,71 млрд. долл., что на 12,4% выше уровня чистой прибыли российской компании по US GAAP за четыре квартала заканчивая первым кварталом 2008 года (2,41 млрд. долл.).

С учетом показанных в 1 полугодии 2008 года результатов оценочное значение P/E Ratio за последние два месяца упало с 13,7 до 9,2х. Стоит отметить, что в 2007 году акции компании торговались по коэффициенту P/E выше 11х, что при текущих оценочных значениях прибыли соответствует цене выше 5 долл. за акцию (+20,5% к текущей цене). В то же время для большинства международных компаний аналогов значение P/E Ratio находится на уровне 10-11х, что отражает ограниченный потенциал роста котировок акций компании.

**Динамика котировок обыкновенных акций ОАО «НЛМК» с учетом оценки показателя P/E Ratio**



Источник: РТС, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ

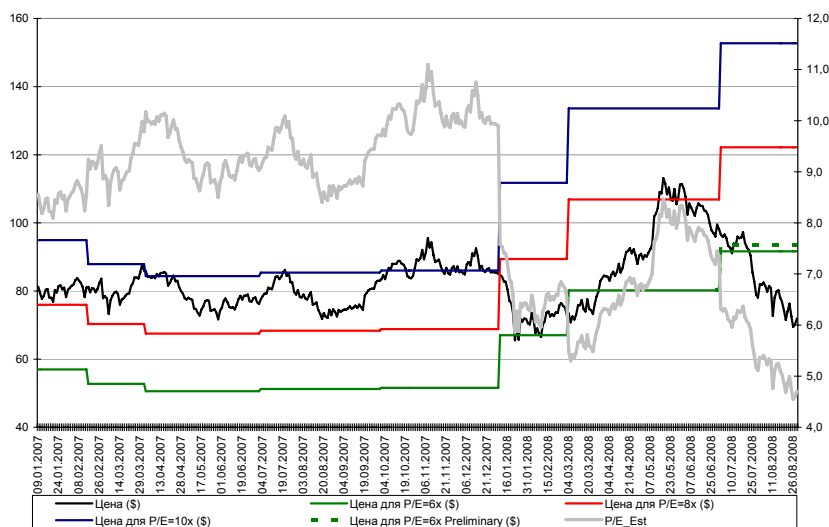
Из корпоративных новостей необходимо выделить публикацию финансовых результатов ЛУКОЙЛа. ОАО «ЛУКОЙЛ» опубликовал сегодня сильные финансовые результаты за 2-й квартал и 1 полугодие 2008 года по US GAAP. Несмотря на существенный рост объема продаж на фоне падения добычи в 1 полугодии 2008 года на 3,8% к аналогичному периоду прошлого года, рентабельность по EBITDA и чистой прибыли оказались хуже рыночных ожиданий, что объясняется более высоким ростом затрат на приобретенную нефть и расходов по налогам. Рост расходов на приобретенную нефть во 2 квартале 2008 года составил 45% по сравнению с уровне 1 квартала 2008 года. По итогам 2 квартала 2008 года чистая прибыль компании выросла до 4,13 млрд. долл., что оказалось несколько хуже ожиданий рынка. Предварительные результаты ОАО «ЛУКОЙЛа», основанные на отчетности Conoco Philips за 2 квартал 2008 года, показывали, что чистая прибыль российской компании оценивалась в 4,4 млрд. долл. Таким образом, ожидания оказались несколько завышенными. Отрицательное влияние на финансовый результат оказало единовременное списание убытка во 2 квартале в размере 156 млн. долл. из-за снижения оценки запасов нефти в Тимано-Печоре. Расходы на уплату НДС выросли во 2 квартале 2008 г. на 64% по сравнению со 2 кварталом 2007 года.

Рост выручки во 2 квартале 2008 года на 28% по сравнению с 1 кварталом 2008 года объясняется увеличением отпускных цен на нефть и нефтепродукты, в том числе на мировых рынках. При этом объем экспорта нефти и нефтепродуктов в 1 полугодии 2008 года снизился на 11,9% по сравнению с аналогичным периодом 2007 года. Рентабельность по EBITDA составила во 2 квартале 2008 года 20% против 19% в 1 квартале.

Рентабельность по чистой прибыли выросла во 2 полугодии 2008 года до 13% против 11% за аналогичный период прошлого года. Впечатляющим оказался рост чистой прибыли. По итогам 2 квартала чистая прибыль выросла на 31% по сравнению с уровнем за 1 квартал и 64% по сравнению с уровнем за 2 квартал 2007 года. Капитальные затраты выросли на 26% по сравнению с уровнем 1 квартала 2008 года, что ниже темпов роста выручки от продаж. Рост цен на мазут и дизельного топлива во 2 квартале 2008 года более чем на 70% и бензина более чем на 33% по сравнению с аналогичным периодом 2007 года не привел к существенному росту рентабельности компании.

Несмотря на то, что финансовые результаты компании оказались хуже ожиданий рынка, отчетность показывает стабильный рост. Мы считаем, что акции компании имеют значительный потенциал роста и торгуются на сегодняшний день с существенным дисконтом к международным компаниям аналогам. Так, с учетом результатов за 2 квартал 2008 года чистая прибыль ЛУКОЙЛ по US GAAP за последние четыре квартала может оцениваться в 13 млрд. долл., что на 14,3% выше уровня чистой прибыли за четыре последних квартала, заканчивая первым кварталом 2008 года. С учетом этих результатов оценочное значение P/E Ratio за последние два месяца упало с 7,2 до 4,7х. Стоит отметить, что в 2007 году акции компании торговались по коэффициенту P/E в диапазоне 8-10х, что при текущих оценочных значениях прибыли соответствует цене 120-150 долл. за акцию. В то же время для международных компаний аналогов значение P/E Ratio составляет не менее 7х, что предполагает значительный потенциал роста акций российской компании.

#### Динамика котировок обыкновенных акций ЛУКОЙЛ с учетом оценки показателя P/E Ratio



Источник: РТС, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ

ЦентрТелеком опубликовал хорошую отчетность по МСФО за 1 полугодие 2008 года. Выручка от продаж увеличилась на 4% по сравнению с 1 полугодием 2007 года и достигла 16,9 млрд. руб. Рост обеспечен прежде всего за счет роста отдачи от новых услуг связи. За счет сокращения затрат на персонал компании удалось повысить рентабельность. Операционная прибыль выросла до 4,29 млрд. рублей (+19%), EBITDA выросла на 14% - до 6,6 млрд. руб. Чистая прибыль выросла на 29% - до 2,43 млрд. рублей. Таким образом, рентабельность по EBITDA выросла по сравнению с аналогичным периодом прошлого года с 36 до 39%, а чистая рентабельность – с 11,6 до 14%.

**Отчетность ОАО «ЦентрТелеком» по МСФО за 1 полугодие 2008 года**

млрд. руб.	1 пол. 08	1 пол. 07	Изм. %	2007	Последние 4 кв.	Изм. %	2 пол. 07
Выручка	16,9	16,25	4%	33,5 0	34,15	2%	17,25
Чистая прибыль	2,43	1,88	29%	4,30	4,85	13%	2,42
<i>Чистая рентабельность %</i>	<i>14%</i>	<i>12%</i>	<i>2%</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>	<i>1%</i>	<i>14%</i>

*Источник: данные компании*

На фоне сильных финансовых результатов и снижения цен акций компании за последний месяц расчетные рыночные коэффициенты компании существенно снизились. Так, с учетом результатов за 1 полугодие 2008 года чистая прибыль компании по МСФО за последние четыре квартала может оцениваться в 195 млн. долл. С учетом этих результатов оценочное значение P/E Ratio за месяц упало с 5,05 до 4,05, что является крайне низким показателем. В то же время для международных компаний аналогов с развивающихся рынков значение P/E Ratio составляет не менее 11, что предполагает значительный потенциал роста акций российской компании. Однако привлекательность сектора низкая из-за отсутствия прогресса по вопросу продажи Связьинвеста.

Уралкалий опубликовал хорошую финансовую отчетность за 2 квартала 2008 года по МСФО. Рост более чем в два раза мировых цен на калийные удобрения за последний год стали главным фактором существенного роста показателей рентабельности. Свою лепту внесло и повышение объемов производства более чем на 8% в рассматриваемый период. Рентабельность по EBITDA и чистой прибыли выросла до 63% и 48% соответственно год к году. Относительно высокий рост коммерческих расходов (+39%) и административных и хозяйственных расходов (+23%) объясняется опережающим ростом заработной платы и транспортных расходов. Однако, несмотря на более высокий чем ожидалось рост затрат, увеличение выручки почти в 2,4 раза позволило компании существенно увеличить рентабельность деятельности.

**Отчетность ОАО «Уралкалий» по МСФО за 1 полугодие 2008 года**

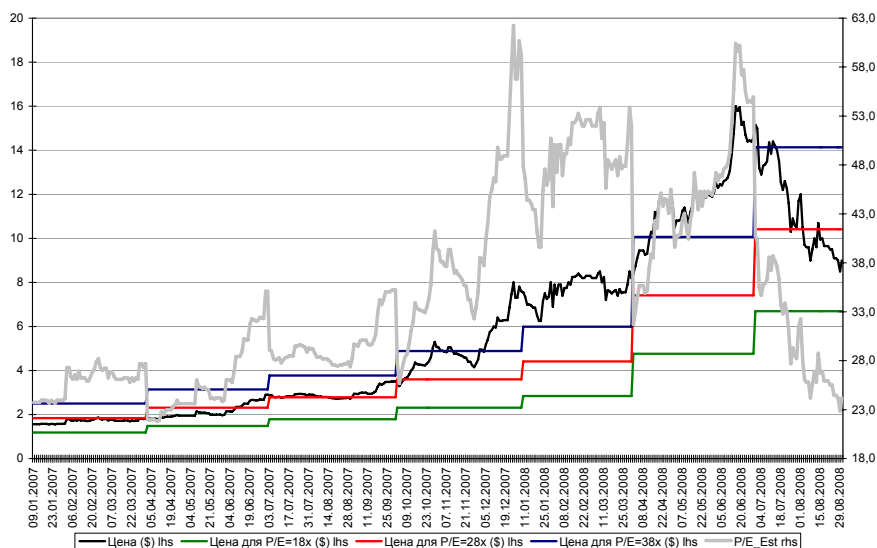
млн. \$	1 пол. 08	1 пол. 07	Изм. %
Выручка	1 258	533	136%
Себестоимость-амортизация	-465	-298	56%
EBITDA	793	235	238%
<i>EBITDA margin %</i>	<i>63%</i>	<i>44%</i>	<i>19%</i>
Чистая прибыль	608	153	297%
<i>Чистая рентабельность %</i>	<i>48%</i>	<i>29%</i>	<i>20%</i>

*Источник: данные компании, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ*

На фоне сильных финансовых результатов и снижения цен акций компании за последний месяц расчетные рыночные коэффициенты компании существенно снизились. Так, с учетом результатов за 1 полугодие 2008 года чистая прибыль компании по МСФО за последние четыре квартала может оцениваться в 790 млн. долл., что на 40% выше уровня чистой прибыли за четыре последних квартала, заканчивая первым кварталом 2008 года. С учетом этих результатов оценочное значение P/E Ratio с мая 2008 года упало с 60 до 23х. Стоит отметить, что в 2007 году акции компании торговались по коэффициенту P/E на уровне 23-35х, что при текущих оценочных значениях прибыли соответствует цене 8,6-13 долл. за акцию. Потенциал роста цены акции достигает 50%. Сохранение высоких мировых цен на удобрения дает основания прогнозировать стабильно высокий уровень

рентабельности компании во втором полугодии 2008 года даже несмотря на возможный рост экспортных пошлин до 15% и введение практики заключения долгосрочных контрактов на поставку.

#### Динамика цен обыкновенных акций Уралкалий с учетом оценки показателя P/E Ratio



Источник: РТС, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ, данные компании

Фактический отказ финансовых властей США оказать поддержку Lehman Brothers усиливает неопределенность в отношении дальнейших сценариев развития финансового кризиса. Данным решением был выбран более болезненный путь оздоровления финансовой системы, чем простое санирование финансовых учреждений. Последствия данного решения для финансовой системы и глобальной экономики трудно предсказать. Финансовый кризис, который начинался в секторе высокорисковых ипотечных облигаций США, не был локализован, что привело не только к масштабным убыткам финансовых институтов, но и к серьезной переоценке степени их надежности. Массовый исход клиентов инвестиционных банков из рискованных активов и вывод средств привел в настоящее время к разрывам в ликвидности из-за резкого падения цен на спекулятивные активы. Дальнейшее развитие кризиса может пойти в направлении усиления оттока средств из депозитов коммерческих банков. Учитывая, что данные суммы превышают 1 трлн. долл., а размер фондирования федеральной страховой компании по срочным вкладам (FDIC) не превышает 50 млрд. долл., риск углубления кризиса ликвидности становится критическим.

Продолжение жесткой политика финансовых властей в отношении инвестиционных банков окажет отрицательное влияние на потребительский спрос и экономическую активность. В сложившихся условиях наиболее простым решением для финансовых властей США является показать решимость обеспечить дешевой ликвидностью финансовый сектор. Такие действия помогут сгладить напряженность на финансовом рынке и поддержать экономическую активность. В этой связи есть вероятность принятия новых мер по смягчению денежно-кредитной политики на сегодняшнем заседании ФРС.

В пятницу мы увидели резкий отскок рынка вверх. Активность торговли российскими акциями находится на низком уровне после того, как ФСФР выпустил предписание, запрещающее брокерам осуществлять маржинальные сделки и короткую продажу ценных бумаг. Рост оборотов был связан с закрытием коротких позиций. Ослабление доллара на рынке FOREX отражает незначительный приток капитала на спекулятивные рынки и снижения спроса на долговые бумаги с низким уровнем риска.

Так, курс доллара к евро продолжает находиться выше 1,45 долл. на фоне роста доходности 10-летних US Treasuries. По итогам пятницы индекс РТС вырос на 22,2%. Обороты в Российской торговой системе составили 13 млн. долл. На ММВБ динамика цен была менее выраженной. Индекс вырос на 28,7% и закрылся на отметке чуть выше 1099 пунктов. Обороты на ММВБ продолжают находится на минимальных за год значениях. На международных торговых площадках активность торговли российскими акциями также оставалась низкой. Обороты на LSE и NYSE российскими активами также были ниже обычного. Фьючерс на нефть сорта марки Brent по итогам торгов в пятницу резко выросла до 109 долл. за баррель на конец европейской торговой сессии на фоне негативных прогнозов по поводу последствий урагана в Мексиканском заливе.

Активность торговли российскими акциями на текущей неделе находится на критически низком уровне из-за предписания ФСФР, запрещающее брокерам осуществлять маржинальные сделки и короткую продажу ценных бумаг. Новых денег на рынок не приходит в виду неопределенности ситуации на мировых финансовых рынках. Ослабление доллара на рынке FOREX отражает незначительный приток капитала на спекулятивные рынки и снижения спроса на долговые бумаги с низким уровнем риска. Обороты на ММВБ продолжают находится на минимальных за год значениях. По итогам среды обороты на ММВБ не превысили 29 млрд. рублей, что составляют не более половины объемов торгов до введения запрета на маржинальные сделки. На международных торговых площадках активность торговли российскими акциями также остается низкой. Обороты на LSE и NYSE российскими активами также были ниже обычного.

Внутренний новостной фон был скорее нейтральным. Из корпоративных новостей стоит выделить отчетность Калины. В начале сентября компания опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 1 полугодие 2008 года. Позитивным в отчете является рост рентабельности по валовой прибыли с 48 до 52% по итогам 1 полугодия 2008 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года за счет роста доли производства средств для ухода за кожей, рентабельность которой превышает 60%. Остальные показатели не очень оптимистичны. Падение объемов продаж во втором квартале стало причиной роста запасов на 27% в 1 полугодии 2008 года. Рост коммерческих и административных расходов на привел к снижению рентабельности по EBITDA в 1 полугодии, а увеличение долговой составляющей увеличивает нагрузку по обслуживанию долга и снижению чистой рентабельности во 2 квартале. По этой причине компания снизила прогноз EBITDA по 2008 году на 19%.

Разочаровывающие данные отчетности за 1 полугодие по МСФО опубликовала ЮТК. Отчетность компании показала опережающий рост расходов по сравнению с объемом продаж, что отразилось на снижении рентабельности. Доходы за 1 полугодие 2008 года составили 10,45 млрд. руб., что на 6,4% больше аналогичного показателя за 1 полугодие 2007 года. В структуре доходов наибольшая доля приходится на доходы от услуг местной телефонной связи (45,1%), доходов от услуг телеграфной связи, услуг по передаче данных и телематических услуг связи (19,5%) и доходов от услуг внутризоновой телефонной связи (17,5%). Рост доходов был обусловлен увеличением абонентской базы широкополосного доступа к сети Интернет до 234,91 тыс. аб., что на 119,3% выше показателя 1 полугодия 2007 года, а также ростом доходов на 4,5% от услуг местной телефонной связи в связи с вводом трех тарифных планов на всей территории бизнеса ОАО «ЮТК» с 1 февраля 2008 года.

Операционные расходы компании за 1 полугодие 2008 года выросли на 12,7% и составили 8,99 млрд. руб. Из них наибольшая доля приходится на расходы на оплату труда (36,4 %), износ и амортизацию (19,7%), расходы на материалы, ремонт и

обслуживание, коммунальные платежи (14,8%), а также на прочие операционные расходы (13,0%). Рост операционных расходов был обусловлен в основном увеличением расходов на заработную плату, прочие выплаты и социальные отчисления на 14,6%, а также ростом расходов по услугам российских операторов связи на 11,4% вследствие увеличения затрат на услуги по завершению вызова, а также за счет расходов по аренде спутниковых каналов для предоставления универсальных услуг связи. Слабый контроль за издержками привел к снижению показателя рентабельности по EBITDA с 19% до 14% в 1 квартале 2008 года к аналогичному периоду 2007 года.

На фоне снижения цен акций компании за последний месяц расчетные рыночные коэффициенты компании существенно снизились. Так, с учетом результатов за 1 полугодие 2008 года чистая прибыль компании по МСФО за последние четыре квартала может оцениваться в 54 млн. долл. С учетом этих результатов оценочное значение P/E Ratio за месяц упало с 7,1 до 3,8, что является крайне низким показателем. В то же время для международных компаний аналогов с развивающихся рынков значение P/E Ratio составляет не менее 11, что предполагает значительный потенциал роста акций российской компании. Однако привлекательность сектора низкая из-за отсутствия прогресса по вопросу продажи Связьинвеста.

**Отчетность ОАО «ЮТК» по МСФО за 1 полугодие 2008 года**

млн. \$	1 пол. 08	1 пол. 07	Изм. %
Выручка	437	377	16%
Себестоимость-Амортизация	-376	-306	23%
ЕБИТДА	61	71	-14%
<i>EBITDA margin %</i>	14%	19%	-5%
Чистая прибыль	34	28	23%
<i>Чистая рентабельность %</i>	8%	7%	-1%

*Источник: данные компании, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ*

Среди корпоративных новостей стоит отметить также публикацию хорошей отчетности «Дальсвязь» за 1 полугодие 2008 года по МСФО. Выручка оператора увеличилась за отчетный период на 7,1 % - до 7,8 млрд. руб. EBITDA выросла на 21,1 % и достигла 2,9 млрд. руб. Рентабельность EBITDA составила 37% против 33% годом ранее. По данному показателю компания является одной из лидирующих в отрасли. Чистая прибыль компании подскочила на 163 % - до 1,12 млрд. руб. Благодаря росту доходов оператору удалось продемонстрировать высокий уровень рентабельности. Локомотивом роста доходов остается предоставление услуг с высокой добавленной стоимостью, в частности услуг широкополосного доступа в Интернет. В 1-м полугодии выручка от предоставления данных услуг увеличилась на 62 % - до 1,78 млрд. руб., что составляет 23 % от всех доходов от услуг связи компании. На текущий момент это самая высокая доля новых услуг в валовой выручке среди всех семи МРК. В части расходов Дальсвязь также занимает лидирующие позиции среди МРК по темпам сокращения затрат на персонал. По итогам полугодия расходы компании выросли менее чем на 2%, тогда как доходы увеличились на 8%. Позитивной выглядит динамика чистого долга Дальсвязи. Снижение составило 27 % - с 6,54 млрд. руб. по состоянию на конец 2007 г. до 4,79 млрд. руб.

На фоне непростого обсуждения конгрессом плана по спасению финансовых учреждений ценой в 700 млрд. долл., инвесторы демонстрируют большую уверенность в стабильности финансовой системы страны. Так, Уоррен Баффет инвестирует 5 млрд. долл. в акции Goldman Sachs. По информации The Wall Street Journal, сделка состоит из двух частей. Принадлежащая Баффету Berkshire Hathaway Inc. приобретает привилегированные акции Goldman, по которым выплачиваются 10-процентные дивиденды, за 5 млрд. долл. Эти бумаги не могут быть конвертированы в обыкновенные акции. Кроме того, компания

получает варранты на право покупки обыкновенных акций банка на 5 млрд. долл. по 115 долл. за штуку в любой момент в течение последующих пяти лет. Это примерно на 8% ниже рыночных котировок. Помимо этого, Goldman Sachs намерен за счет продажи обыкновенных акций привлечь на рынке еще 2,5 млрд. долл. По мнению газеты, нынешний шаг Уоррена Баффета является важным знаком доверия к американской финансовой системе, и обеспечивает поддержку Goldman.

Неплохая отчетность ВТБ за 2 квартал по МСФО не произвела сильного впечатления на инвесторов и не оказала существенного влияния на рынок акций банка. На фоне роста чистой рентабельности с 4,4 до 4,8%, затраты выросли во 2 квартале на 29%. При этом чистая прибыль банка во 2 квартале выросла до 553 млн. долл., что стало результатом влияния нескольких одноразовых сделок. В результате реализации консервативной стратегии управления рисками ВТБ продолжил сокращение портфеля ценных бумаг. Собственный торговый портфель ВТБ и лимиты рисков были пересмотрены с целью сокращения волатильности доходов и повышения их качества. В первом полугодии 2008 года активы ВТБ выросли на 17,4% до 108,8 млрд. долл., при этом значительно улучшилась структура активов. Доля клиентских кредитов в общей структуре активов ВТБ увеличилась до 69,4% по сравнению с 63,2% на конец 2007 года. Доля портфеля ценных бумаг сократилась с 14,6% в конце 2007 года до 10,2%. По итогам первого полугодия 2008 года объем портфеля ценных бумаг ВТБ составил 11,1 млрд. долл., сократившись на 18% по сравнению с концом 2007 года, когда его величина составила 13,5 млрд. долл. Так, доля участия в капитале компании АЛРОСА в размере 10,63% была продана во втором квартале 2008 года. Прибыль до налогообложения по данной операции составила 51 млн. долл. Объем депозитов в первом полугодии 2008 года вырос на 20,2% до 44,6 млрд. долл. с 37,1 млрд. долл. в конце 2007 года. Депозиты корпоративных клиентов выросли на 22% до 32,2 млрд. долл., в то время как депозиты розничных клиентов возросли на 15,8% и составили 12,4 млрд. долл.

**Оценка индекса РТС**

<b>Факторы, способствующие росту рынка</b>	<b>Факторы, способствующие падению рынка</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Повышение инвестиционной активности институтов развития</i></li> <li>• <i>Сохранение высоких цен на нефть</i></li> <li>• <i>Либерализация налогового режима для нефтедобывающей отрасли</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Опасения разрастания рецессии в экономике США и замедления мировой экономики</i></li> <li>• <i>Замедление темпов роста экономики России</i></li> <li>• <i>Нестабильность мирового фондового рынка</i></li> <li>• <i>Война в Южной Осетии, обострение ситуации в Абхазии, обострение в связи с этим отношений России и Запада</i></li> </ul>

*Индекс РТС остается на минимальных с начала года уровнях. Рынок должен нащупать новые уровни сопротивления перед началом нового движения в ту или иную сторону. Текущие уровни цен привлекательны для наращивания позиций в нефтегазовых «голубых фишках». То, что рынок находится на уровне октября 2006 года полностью связано с внешними факторами и не отражает фундаментальной оценки российских активов.*

**ОАО «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ»**

119034, Москва, Всеволожский пер., д.2, стр.2 Тел./факс: 7-(495)-363-93-80.

Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ИК РУСС-ИНВЕСТ не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ИК РУСС-ИНВЕСТ, его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.