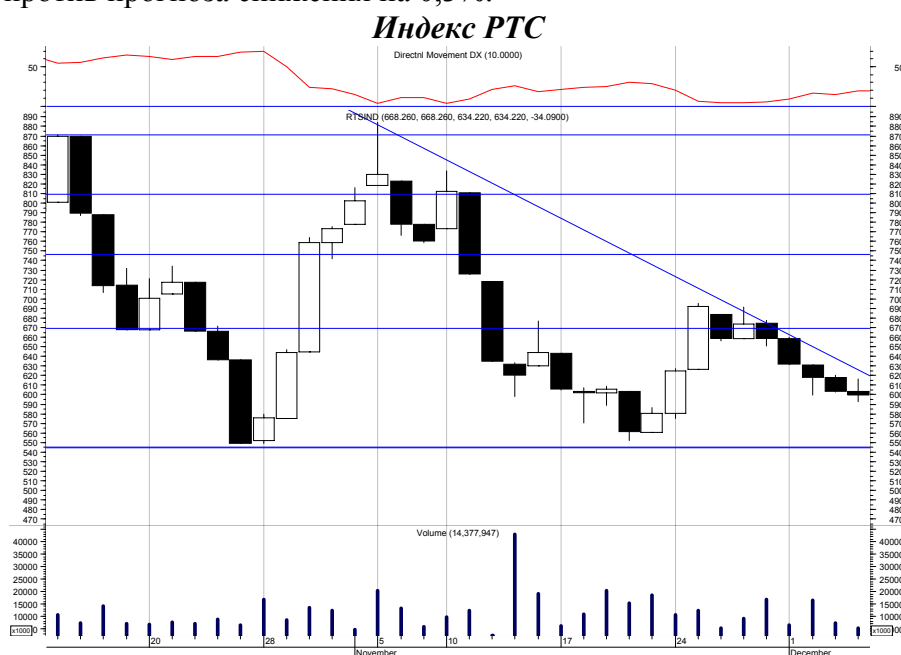


## Неудачная попытка отскока: рецессия глобальной экономики углубляется

Сделав в первую неделю ноября попытку отскока до 870 пунктов, индекс РТС не смог продолжить движение вверх и скорректировался вниз на негативном внешнем фоне. В результате – по итогам ноября индекс РТС снизился на 14,9% и закрылся на отметке 658 пунктов. Данные статистики свидетельствуют о том, что глобальная экономика все больше вступает в полосу рецессии. Прежде всего – данные по безработице в США и Еврозоне. В США количество безработных в несельскохозяйственном секторе выросло в ноябре на 533 тыс., что является максимальным значением за последние 25 лет. Данные по розничным продажам в Германии показали снижение на 1,6% в октябре против прогноза роста на 0,5%. Индексы деловой активности в ноябре по Германии, Великобритании, Швейцарии и Еврозоне в целом показали существенное снижение, опустившись в отдельных случаях ниже многолетних минимумов. В Великобритании индекс PMI упал с 41,5 до 34,4 пунктов, показав минимальное значение за всю историю расчетов. Так, индекс PMI в Германии упал до 35,7 пунктов против 36,2 пунктов в октябре. В Еврозоне PMI составил в ноябре 35,6 пункта, в Швейцарии – 35,2 пункта. Промышленный сектор во всем мире демонстрирует катастрофическое снижение индекса деловой активности. Не отстали в негативном смысле и страны BRIC. В ноябре PMI в России упал с 46,4 до 39,8 (минимум с 1997 года); в Китае - с 44,6 до 38,8, в Индии - с 52,2 до 45,8. в Италии за ноябрь упал до 39,5 против прогноза в 43,6 пунктов. В целом по 15 странам Еврозоны индекс деловой активности в сфере услуг (PMI services index) в ноябре снизился до 42,5 пунктов против 45,8 пунктов в октябре. Определенный оптимизм внушали данные по инфляции. Статистика по ценам производителей в ноябре в Еврозоне показала снижение показателя на 0,8% против прогноза снижения на 0,3%. Индекс CPI в Швейцарии также снизился на 0,7% против прогноза снижения на 0,3%.



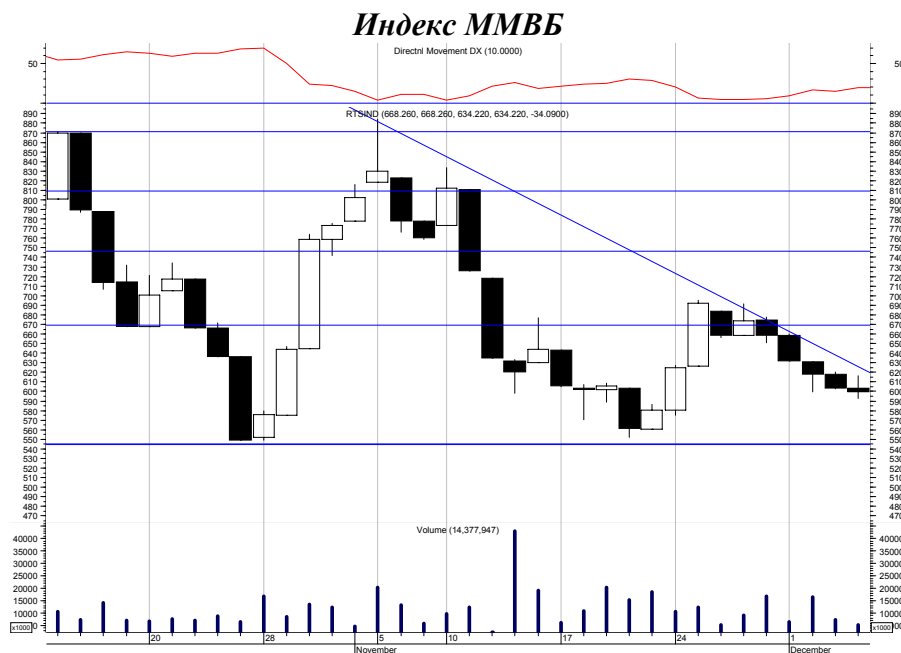
Источник: РТС

Опубликованный экономический прогноз Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) был выдержан в мрачных тонах, хотя и оказался лучше пессимистических прогнозов, которых с избытком выдают большинство авторитетных экономических изданий. Признавая тот факт, что мировая экономика находится в рецессии, по итогам 2009 организация планирует весьма умеренные темпы снижения мировой экономики. Наибольший спад по прогнозу

будет наблюдаться в США (-0,9) и Еврозоне (-0,5%). При этом Япония и страны Азии будут находиться в более выходном положении. Снижение ВВП Японии составит по прогнозу организации всего 0,1%.

Данные по динамике ВВП также оставляли желать лучшего. По итогам 3 квартала 2008 года снижение ВВП составило 0,5% против прогноза падения на 0,2% к уровню 2 квартала 2008 года. Даже на этом фоне ряд «голубых фишек» показали существенный рост. Лучше рынка выглядели бумаги машиностроительного сектора, где рецессия пока не ощущается. Так, акции Siemens AG выросли почти на 5% на фоне озвученных планов компании по сохранению уровню производства на 2009 год. В то же время хуже рынка выглядели бумаги банковского сектора и ретейлеры на фоне негативных новостей из-за океана о судьбе «плана Полсона» и прогнозов снижения потребительского спроса в 4 квартале 2008 года в Еврозоне. В плюсе закрылись рынки Японии и Китая. Данные о снижении промышленного производства в Китае с 11,4 до 8,2% не оказали влияния на динамику фондовых площадок в Азии.

Однако обнадеживающими стали данные по динамике цен на экспорт и импорт, индекс настроения потребителя Мичиганского университета и данные по запасам на складах. Цены на экспортные и импортные товары снизились в октябре на 1,9% и 4,7% против прогноза роста на 1% и снижения на 4,2% соответственно. Тем самым снижение инфляционного давления позволяет рассчитывать большую либерализацию кредитно-денежной политики и поддержке спроса. О том, что не так все плохо с потребительским спросом показал индекс Мичиганского университета, который несколько подрос после провала в сентябре до 57,9 пунктов несмотря на прогноз в 56 пунктов. Снижение запасов на складах на 0,2% в октябре также свидетельствует о том, что производители несколько консервативно оценивают падение потребительского спроса.



Источник: ММВБ

### Корпоративные отчеты

В ноябре порадовала инвесторов отчетность **Сургутнефтегаза** за 3 квартал 2008 года. Чистая прибыль ОАО «Сургутнефтегаз» за 9 месяцев 2008 года составила 120,12 млрд. рублей. За аналогичный период 2007 года чистая прибыль компании составляла 56,69 млрд. рублей. Таким образом, прибыль компании увеличилась почти вдвое. Выручка компании также выросла в рассматриваемый период на 5,8% - до 475,4 млрд. рублей. Валовая прибыль выросла на 40% - до 166,9 млрд. рублей, а прибыль до налогообложения - до 158,9 млрд. рублей. Таким образом,

компания существенно нарастила рентабельность по итогам 9 месяцев 2008 года к аналогичному периоду прошлого года.

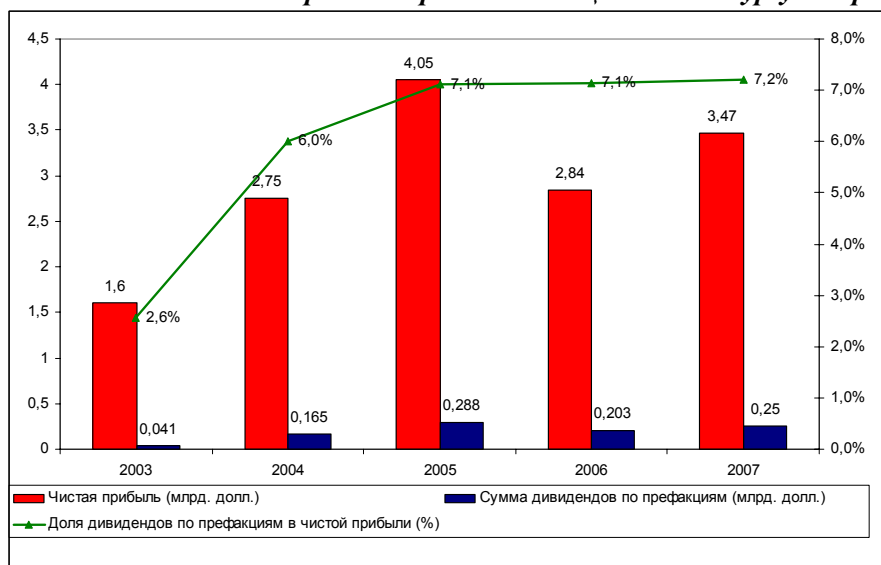
### Бухгалтерская отчетность ОАО «Сургутнефтегаз» по РСБУ за 3 квартал 2008 года

млрд. руб.	9 мес. 08	9 мес. 07	Изм. %	3 кв. 08	2 кв. 08	Изм. %	1 кв. 08
Выручка	475,4	449,3	6%	154,0	167,4	-8%	141,3
Себестоимость	-335,2	-353,1	-5%	-120,4	-100,70	20%	-101,40
Прибыль от продаж	140,2	96,2	46%	33,6	66,70	-50%	39,9
<b>Валовая рентабельность %</b>	<b>29%</b>	<b>21%</b>	<b>8%</b>	<b>22%</b>	<b>40%</b>	<b>-18%</b>	<b>28%</b>
Чистая прибыль	120,12	56,7	112%	47,46	53,14	-11%	19,5
<b>Чистая рентабельность %</b>	<b>25%</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>31%</b>	<b>32%</b>	<b>-1%</b>	<b>14%</b>
млрд. \$	9 мес. 08	9 мес. 07	Изм. %	3 кв. 08	2 кв. 08	Изм. %	1 кв. 08
Выручка	18,7	17,5	7%	6,06	7,15	-15%	6,0
Себестоимость	-13,2	-13,7	-4%	-4,74	-4,30	10%	-4,3
Прибыль от продаж	5,5	3,7	47%	1,32	2,85	-54%	1,7
<b>Валовая рентабельность %</b>	<b>29%</b>	<b>21%</b>	<b>8%</b>	<b>22%</b>	<b>40%</b>	<b>-18%</b>	<b>28%</b>
Чистая прибыль	4,7	2,2	114%	1,87	2,27	-18%	0,8
<b>Чистая рентабельность %</b>	<b>25%</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>31%</b>	<b>32%</b>	<b>-1%</b>	<b>14%</b>

Источник: отчетность компании

Так, чистая рентабельность выросла с 13 до 25%, а операционная – с 21 до 29%. Несмотря на снижение выручки от продаж в 3 квартале в результате снижения отпускных цен на сырую нефть и снижение валовой рентабельности с 40 до 22%, компании удалось поддержать чистую рентабельность на уровне выше 30%, что стало результатом переоценки по валютным активам и положительной курсовой разницы по валютной выручке. Отрядным фактом является также рост в 3 квартале ликвидной позиции по балансу (денежные средства, краткосрочные финансовые вложения и прочие активы) с 258 до 383,2 млрд. рублей. Рост почти в 1,5 раза объясняется во многом уменьшением на 24% размера долгосрочных финансовых вложений. Однако, запас финансовых активов компании с учетом долгосрочных вложений превысил по итогам 9 месяцев 22 млрд. долл., что превышает рыночную капитализацию компании на сегодняшний день.

### Дивидендная доходность привилегированных акций ОАО «Сургутнефтегаз»



Источник: отчетность компании, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ

Обнадеживают инвесторов данные по чистой рентабельности. Акции компании упали сильнее других бумаг сектора за последний год и имеют потенциал роста по показателю цена к чистым активам компании к среднему по сектору уровню. С точки зрения дивидендов инвесторы также надеются на высокий потенциал роста по привилегированным акциям. С 2003 года доля чистой прибыли, направляемая ОАО «Сургутнефтегаз» на выплату дивидендов по привилегированным акциям составляла от 2,6% до 7,2%. С учетом только результатов за 9 месяцев 2008 года размер дивиденда на 1 привилегированную акцию может составить от 0,4 до 1,11 рубля, что к текущей рыночной цене предполагает дивидендную доходность от 7,3% до 20,2%. Именно этот фактор повлиял на то, что привилегированные акции компании уже несколько дней показывают результат лучше рынка.

**ЛУКОЙЛ** также опубликовал отчетность за 9 месяцев 2008 года, которая оказалась нейтральной. Выручка компании за 9 месяцев 2008 г. составила 567,7 млрд. руб., что на 138,2 млрд. руб., или на 32,2%, больше, чем за аналогичный период 2007 г. При этом за счет опережающего роста внутренних цен на нефть себестоимость за девять месяцев 2008 г. выросла на 125,8 млрд. руб., или на 36,7%, по сравнению с аналогичным периодом 2007 г. и составила 468,5 млрд. руб. В результате валовая прибыль компании увеличилась на 12,3 млрд. руб., или на 14,2%, а чистая прибыль - на 15,2 млрд. руб., или на 30,5%, и составила 64,9 млрд. рублей. При этом в третьем квартале 2008 г. результаты ухудшились. Чистая прибыль компании сократилась на 24,7 млрд. руб., или на 64,7%, по сравнению со вторым кварталом 2008 г. Основной причиной данного уменьшения стали рост ставки экспортной пошлины на нефть и снижение мировых цен на нефть. Кроме того, в третьем квартале произошло снижение доходов от участия в других организациях, которое также привело к уменьшению чистой прибыли. Однако, отчетность по РСБУ не является показательной для компании, поскольку не отражает консолидированные результаты.

Из корпоративных новостей необходимо отметить хорошую отчетность **Северстали** за 9 месяцев по МСФО. Чистая прибыль компании в январе-сентябре 2008 г. выросла более чем в 2 раза по сравнению с аналогичным периодом 2007 года и составила 3,24 млрд. долл. Выручка выросла более чем в 1,6 раза - до 1,15 млрд. долл. EBITDA увеличилась в 1,7 раз и составила 4,98 млрд. долл. По итогам года компания ожидает показатель EBITDA в диапазоне 5,1-5,3 млрд. долл., что ниже прогнозов годового показателя по итогам 2 квартала 2008 года примерно на 15%. При этом компания оставила за собой право пересмотреть инвестиционную программу до 2011 года общим объемом 8 млрд. долл. до прояснения экономической ситуации. Известно, лишь, что инвестиционные вложения в 4 квартале будут сокращены, что позволит снизить общий годовой объем капитальных вложений на 20%. Планируется также дальнейшее сокращение объемов производства и сокращение персонала на всех предприятиях компании. Третий квартал оказался лучше ожиданий большинства аналитиков. Так, чистая прибыль ОАО "Северсталь" по МСФО в I полугодии 2008 г. выросла на 69% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года и составила 1,94 млрд. долл. Выручка за этот период выросла на 36,3% и достигла 10,55 млрд. долл., а показатель EBITDA составил 2,78 млрд. долл. (рост на 34,4%). Таким образом рентабельность по EBITDA в 3 квартале даже выросла на 1 п.п. - до 29%, несмотря на снижение цен и спроса в сентябре. Компания демонстрирует хороший контроль за издержками. Хотя EBITDA компании в 4 квартале может снизиться до 100-400 млн. долл. на фоне отрицательного финансового результата по итогам деятельности, компания демонстрирует наличие антикризисного плана управления на случай дальнейшего ухудшения ситуации в отрасли и гибкий подход в инвестиционной деятельности. Контроль за затратами проявился в росте операционной рентабельности по итогам 3 квартала до 25,3% против 23,8% по итогам 2 квартала.

## Бухгалтерская отчетность ОАО «Северсталь» по МСФО за 3 квартал 2008 года

млн. \$	9 мес. 08	9 мес. 07	Изм. %	3 кв. 08	2 кв. 08	Изм. %
Выручка	18 152	11 283	61%	7 605	6 238	22%
Себестоимость	-13 171	-8 297	59%	-5 408	-4 490	20%
ЕБИТДА	4 981	2 986	67%	2 197	1 748	26%
<b>ЕБИТДА margin %</b>	<b>27%</b>	<b>26%</b>	<b>1%</b>	<b>29%</b>	<b>28%</b>	<b>1%</b>
Чистая прибыль	3 243	1 326	145%	1 303	1 501	-13%
<b>Чистая рентабельность %</b>	<b>18%</b>	<b>12%</b>	<b>6%</b>	<b>17%</b>	<b>24%</b>	<b>-7%</b>

Источник: отчетность компании

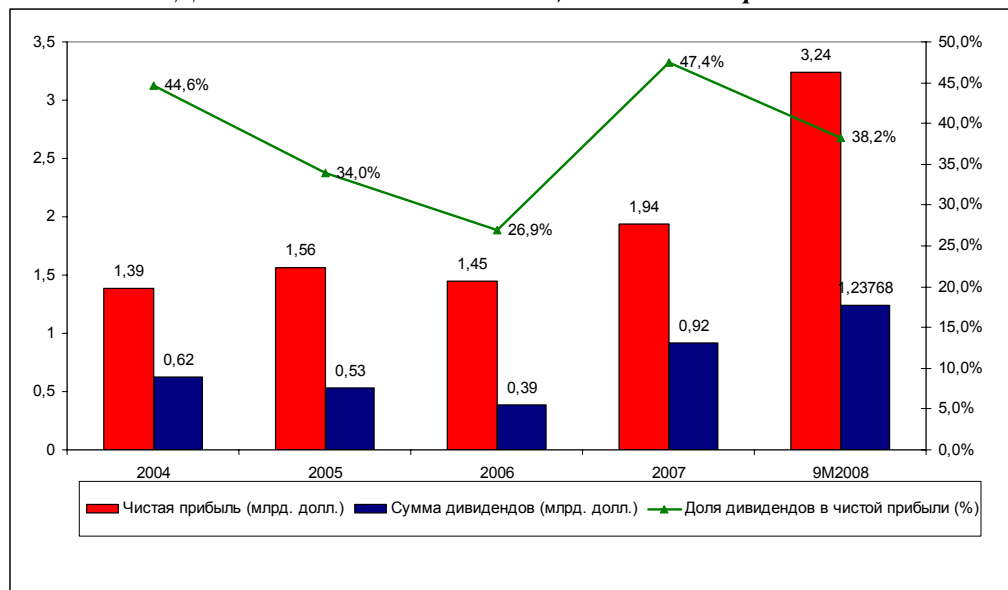
По итогам 3 квартала 2008 года компания показала существенный рост объема выручки от продаж, на фоне стабильного уровня затрат и роста отдачи от зарубежных бизнес структур и рентабельности горнорудного бизнеса. Во третьем квартале 2008 года компания продемонстрировала более высокий уровень роста выручки по сравнению с ростом затрат, чего не наблюдалось в отчетности ММК и НЛМК. Это связано с меньшей зависимостью от покупного сырья и роста рентабельности железорудного бизнеса. Провал первого квартала с точки зрения чистой рентабельности удалось компенсировать за счет единовременных доходов во втором квартале и сдерживанию затрат в 3 квартале. Прибыль по отрицательному goodwill во 2 квартале от приобретения Sparrows Point составила 219 млн. долл., а от продажи Кузбассугля компания получила более 255 млн. долл. В 3-м квартале прибыль по отрицательному goodwill выросла еще на 45 млн. долл. (12 млн. долл. от приобретения Wheeling и 33 млн. долл. от приобретения WCI). Также увеличила чистую прибыль на 101 млн. долл. единовременная сделка от расторжения долгосрочного контракта на поставку электроэнергии от концерна SNA.

В итоге – рентабельность по ЕБИТДА по итогам 9 месяцев 2008 года осталась на уровне аналогичного периода 2007 года (26-27%), а чистая рентабельность выросла на 6% - до 18%. Без учета прибыли от единичных сделок, чистая прибыль по итогам 9 месяцев 2008 года составила 2,62 млрд. долл., что на 97% выше уровня за аналогичный период предыдущего года и соответствует чистой рентабельности на уровне 14,4%. Опережающий темп роста выручки во 3 квартале был обеспечен за счет увеличения отпускных цен на продукцию и роста производства в американском дивизионе компании (за счет покупки SeverCorr и Sparrows). Доля выручки в американском дивизионе в совокупной выручке выросла за 3 квартал 2008 года с 17 до 30,3%, а доля выручки международных подразделений компании выросла с 40 до 48,4%.

Основной вклад в финансовый результат по прежнему вносит подразделение Русская Сталь. Рост отпускных цен на 27,4% на фоне незначительного роста затрат привел к повышению маржи по ЕБИТДА данного подразделения с 33,7 до 39,3%. Рост рентабельности по ЕБИТДА горнорудного подразделения с 29,1% до 40,8% за 9 месяцев 2008 года год к году отчасти компенсировал рост затрат на покупку сырья международных подразделений компании, которая привела к снижению доли ЕБИТДА от международных проектов с 28% до 15% в общем результате. При этом маржа по ЕБИТДА Североамериканского подразделения снизилась в 3 квартале 2008 года до 9,6% против 25,5% в 1 квартале 2008 года. Компания избрала стратегию активной экспансии на американский рынок, которая имеет стратегические приоритеты в ущерб операционной доходности. Компания улучшила ситуацию по уровню выручки 3 квартале 2008 года в американском дивизионе после покупки в августе угольной компании PBS. Средняя цена отгрузки продукции выросла на 26,2% в 3 квартале 2008 года по сравнению с предыдущим периодом. Однако прогнозы на 4 квартал негативные. Компания планирует сокращение производство в Северной Америке на 30%. В российских подразделениях компаниях снижение может в ноябре-декабре составить до 30-50% от уровня лета текущего года. Позитивное влияние на финансовый результат начинает оказывать золоторудное подразделение, вклад которого в ЕБИТДА повысился до 53 млн. долл. или 6,4% ЕБИТДА от горнорудной деятельности.

Отчетность показала хорошую денежную позицию и высокую ликвидность баланса. Свободный денежный поток компании хотя и снизился в 3 квартале до 12 млн. долл., однако по итогам 9 месяцев 2008 года составляет более 674 млн. долл. По итогам 3 квартал показатель Чистый долг/ЕБИТДА вырос с 0,3 до 0,6 за счет покупки PBS. По итогам 4 квартала 2008 года даны показатель может превысить 0,9. Чистый долг компании составил 3,57 млрд. долл., в то время как сумма денежных средств и краткосрочных финансовых вложений на конец 3 квартала превысила 3,2 млрд. долл. В 4 квартале 2008 года компании предстоит выплатить порядка 440 млн. долл., более трети которой компания планирует рефинансировать. С учетом текущей ликвидной позиции компания без труда справится с этой задачей.

#### Дивидендная доходность акций ОАО «Северсталь»



Источник: отчетность компании, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ

Негативом для инвесторов является приостановка программы обратного выкупа акций. Однако объявление по итогам 3 квартала дивидендов в размере 7,71 рубля на акцию при текущей цене в 55 рублей является хорошим стимулом для акционеров компании. Таким образом, в виде дивидендов компания выплатит более 20% от чистой прибыли за 3 квартал 2008 года, а по итогам 9 месяцев выплаты в виде дивидендов составят более 38,2% от чистой прибыли. Данные цифры являются одними из самых высоких показателей в отрасли, что повышает инвестиционную привлекательность акций компании.

Отчетность МТС за 3 квартал 2008 года по US GAAP четко показала влияние убытков от курсовых разниц на итоговый финансовый результат и заставила инвесторов пересмотреть прогнозы на 4 квартал и год в целом. В результате - чистая прибыль компании показала в 3 квартале существенное снижение по сравнению со 2 кварталом 2008 года. В период августовского кризиса акции компании были более устойчивы к неблагоприятным изменениям на российском рынке. Инвесторы рассматривали данную бумагу как объект, лишенный главных отраслевых рисков – негативного влияния кризиса финансового сектора в развитых странах и негативного изменения цен на сырье и металлы на мировых рынках. Сейчас ситуация изменилась и инвесторы более критически смотрят на перспективы компании в связи с вероятностью обесценения рубля. По итогам 3 квартала 2008 года убыток от курсовых разниц составил порядка 195 млн. долл. что повлияло на снижение чистой рентабельности с 25% до 18% при стабильном уровне маржи по OIBDA выше 50%.

Консолидированная выручка в третьем квартале 2008 года выросла на 27% в годовом исчислении до 2,812 млрд. долл. Консолидированный показатель OIBDA в 3 квартале 2008 года вырос на 23,7% по сравнению с третьим кварталом 2007 года до 1,453 млрд. долл. (маржа OIBDA

составила 51,7%). Консолидированная чистая прибыль в третьем квартале 2008 года снизилась на 21,3% в годовом исчислении до 515,6 млрд. долл. Чистый денежный поток компании за девять месяцев 2008 года составил 1,745 млрд. долл. Обнадежил инвесторов рост показателя ARPU (среднего дохода на одного абонента) на 4,5% в России – с 11 до 11,5 долл. Консолидированная выручка за девять месяцев 2008 года выросла на 32,1% в годовом исчислении - до 7,827 млрд. долл. Консолидированный показатель OIBDA за девять месяцев 2008 года вырос на 28,5% по сравнению с аналогичным периодом 2007 года - до 3,978 млрд. долл. (маржа OIBDA составила 50,8%). Консолидированная чистая прибыль за девять месяцев 2008 года выросла на 10,8% в годовом исчислении - до 1,785 млрд. долл.

**Финансовые результаты МТС за 3 квартал 2008 года по US GAAP**

млн. \$	9 мес. 08	9 мес. 07	Изм. %	3 кв. 08	2 кв. 08	Изм. %
Выручка	7827	5911	32%	2812	2635	7%
Себестоимость	-3499	-2348	49%	-1359	-1286	6%
OIBDA	3978	3096	28%	1453	1349	8%
OIBDA margin %	51%	52%	-2%	52%	51%	1%
Чистая прибыль	1785	1612	11%	516	659	-22%
Чистая рентабельность %	23%	27%	-4%	18%	25%	-7%

Источник: данные компании

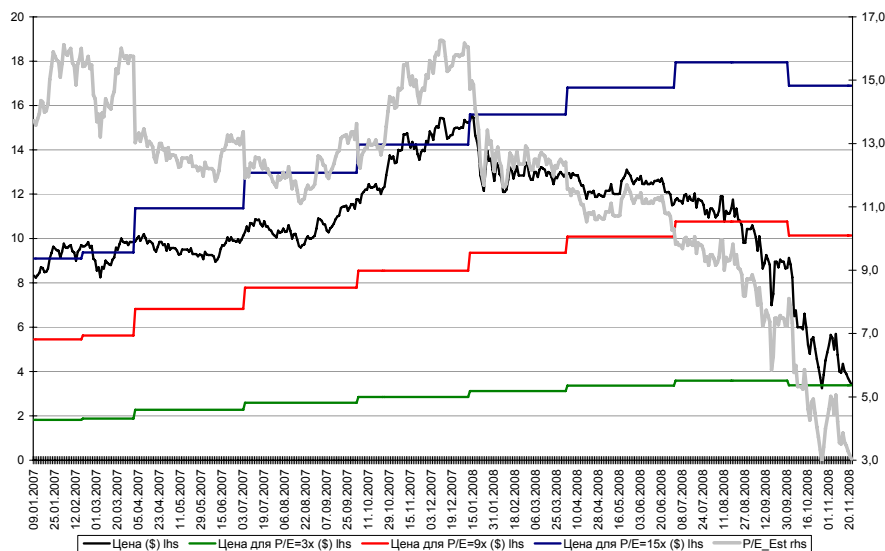
Фактором поддержки финансовых результатов компании может стать рост числа абонентов. Консолидированное число абонентов компании по состоянию на 31 октября 2008 года составило 88,47 миллиона пользователей. В октябре 2008 года консолидированная абонентская база МТС увеличилась на 0,9 миллиона пользователей или 1%, из которых на долю "МТС Россия" пришлось 0,48 миллиона новых подключений. В годовом выражении рост составил 11,8%.

Позитивным для инвесторов являются планы снижения капитальных вложений. МТС уменьшает прогноз по капитальным затратам на 2008 год до 2 млрд. с 2,5 млрд. долл. из-за изменения соотношения курса валют, оптимизации условий оплаты поставок оборудования и задержки срока развертывания HSPA-сетей в Москве. В 3 квартале 2008 года капитальные вложения МТС в основные средства составили 550 млн. долл., в том числе в России - 358 млн. долл., на Украине - 127 млн. долл., в Узбекистане - 48 млн. долл., в Туркменистане - 13 млн. долл. и 4 млн. долл. в Армении.

Нейтральными явились данные о состоянии долга компании. По состоянию на 30 сентября 2008 года, общий долг компании составил 3,2 млрд. долл. В результате соотношение общего долга к OIBDA составило 0,6. Чистый долг компании на конец третьего квартала 2008 года составил 2,5 млрд. долл., а отношение чистого долга к LTM OIBDA составило 0,5. Негативным является тот факт, что 80% долга компании номинировано в иностранной валюте.

С учетом результатов за 3 квартал 2008 года чистая прибыль МТС по US GAAP за последние четыре квартала может оцениваться в 2,25 млрд. долл., что на 5,8% ниже уровня чистой прибыли российской компании по US GAAP за четыре квартала заканчивая вторым кварталом 2008 года (2,38 млрд. долл.). С учетом этих результатов оценочное значение P/E для текущих рыночных цен акций компании находится на минимальном за последние 18 месяцев уровне в 3х. Если учесть, что среднее значение коэффициента P/E для компаний мобильной связи развивающихся рынков составляет в настоящее время в диапазоне от 9 до 24, российская компания существенно недооценена по сравнению с компаниями-аналогами.

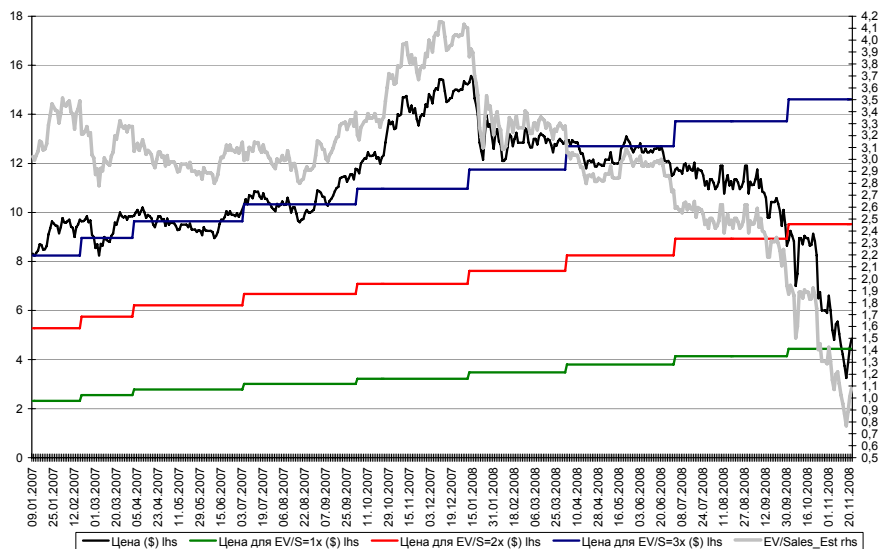
Динамика котировок обыкновенных акций МТС с учетом оценки показателя P/E Ratio



Источник: РТС, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ

Оценка на основании коэффициента EV/Sales с компаниями-аналогами также показывает текущую недооценку акций МТС. С учетом результатов за 3 квартал 2008 года выручка МТС по US GAAP за последние четыре квартала составляет 10,1 млрд. долл., что на 6,2% выше уровня выручки от продажи услуг российской компании по US GAAP за четыре квартала заканчивая вторым кварталом 2008 года. С учетом этих результатов оценочное значение EV/Sales для текущих рыночных цен акций компании находится на минимальном за последние 18 месяцев уровне 1,1x. Если учесть, что среднее значение коэффициента EV/Sales для развивающихся рынков составляет в диапазоне от 1,5 до 2,3x, акции МТС существенно недооценены к среднеотраслевому уровню.

Динамика котировок обыкновенных акций МТС с учетом оценки показателя EV/Sales



Источник: РТС, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ

Инвесторы обратили внимание на положительную отчетность Банка «Возрождение» за 3 квартал 2008 года по МСФО и ключевые показатели Сбербанка за 10 месяцев 2008 года. Собственный капитал Банка «Возрождение» за год с 30 сентября 2007 г. увеличился на 29%, достигнув 14,4 млрд. руб. Достаточность капитала 1-го уровня составила 11,7%, а достаточность капитала 1-го и 2-го уровней вместе – 15,0%. На увеличение показателя достаточности капитала 1-го и 2-го уровней повлияло привлечение в июля 2008 года субординированного кредита от немецкого и голландского институтов развития DEG и FMO в сумме 50 млн. долл. Положительным также

является рост рентабельности собственного капитала (25,8% против 21% в 2007 году), опережающий рост доходов (процентных доходов на 51% и непроцентных – на 40%) против роста расходов (26%), низкий уровень просроченной задолженности по кредитному портфелю (2,34%), рост чистой прибыли составил 108% по сравнению с аналогичным показателем за 2007 год.

Активы за 12 месяцев выросли на 37% и достигли 137,1 млрд. рублей. По-прежнему основным источником роста баланса служили средства на депозитах и текущих счетах клиентов. На конец третьего квартала 2008 г. отношение кредитов к депозитам составило 99%. За прошедшие 3 месяца банк использовал часть ликвидных активов для выполнения своих обязательств по операциям с клиентами. В результате ликвидные активы по сравнению с показателем на аналогичную дату прошлого года увеличились на 38% и составили 13% от общей суммы активов. Кредитный портфель банка увеличился с начала года на 32% и составил 103,2 млрд. руб. На розничные кредиты приходится 19% кредитного портфеля, при этом ипотечные кредиты составляют чуть менее половины розничного кредитного портфеля. Кредитный портфель юридических лиц хорошо диверсифицирован как по отраслям, так и по регионам, на него приходится 81% от общей суммы выданных кредитов. При этом 65% указанных кредитов выдано предприятиям среднего и малого бизнеса.

В банке применяется консервативный подход к определению суммы просроченных кредитов: в их состав входят общая сумма задолженности по кредитам физическими и юридическими лицами, платежи по которым просрочены хотя бы на один день. На долю просроченных кредитов, по которым ожидаются потери по основной сумме долга, приходится всего 0,9%. За 9 месяцев текущего года в резервы на возможные потери сделаны дополнительные отчисления в размере 981 млн. руб. Общий объем созданных резервов составил 3,7 млрд. руб., или 3,5% ссудной задолженности, соответственно коэффициент покрытия просроченной задолженности увеличился до 1,49.

Чистый процентный доход достиг 5,9 млрд. рублей в результате увеличения объема кредитного портфеля, а также положительного влияния разрыва по чувствительным к изменению процентной ставки финансовым инструментам в условиях роста рыночных процентных ставок. Несмотря на ухудшение рыночных условий доля досрочных снятий розничных срочных депозитов невелика. Кроме того, существенное положительное влияние на доходы оказывает высокая доля (38%) средств клиентов на текущих счетах, на которые не начисляются проценты.

Непроцентные доходы составили 3,4 млрд. руб., при этом из них на долю чистого комиссионного дохода приходится почти 87%, или 2,9 млрд. руб. Убыток от переоценки иностранной валюты и торгового портфеля ценных бумаг составил 132 млн. руб., или 1,6% от операционного дохода. На долю непроцентных доходов приходится 36% операционного дохода банка до создания резервов. Услуги расчетно-кассового обслуживания юридических лиц, зарплатные проекты, операции с физическими лицами и операции по банковским картам составляют устойчивую основу непроцентного дохода. Банк положительно оценивает перспективы сохранения высокой доли данного вида доходов в общем объеме доходов.

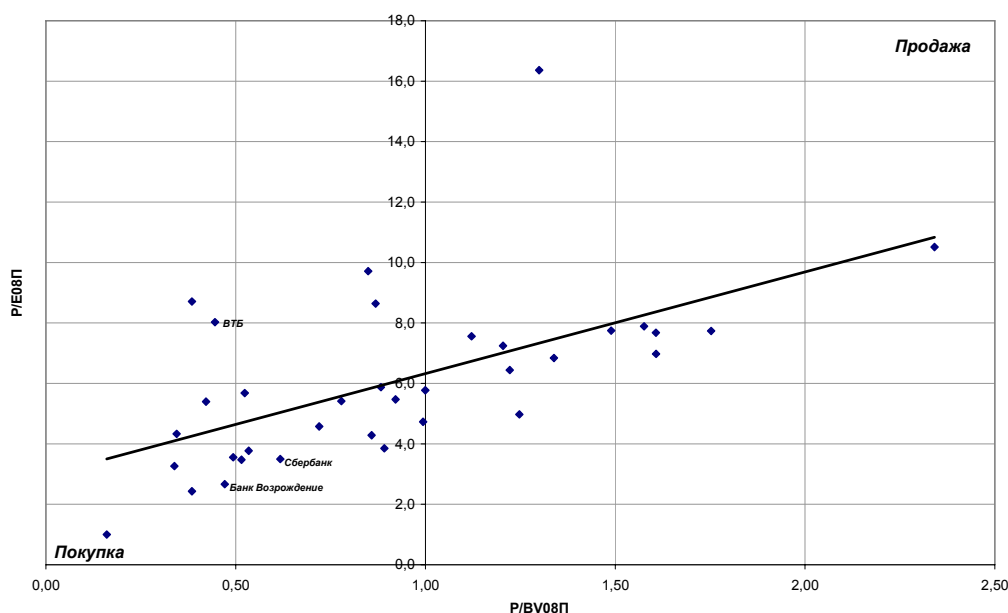
Прибыль до налогообложения увеличилась на 106% по сравнению с таким же периодом прошлого года и составила 3,3 млрд. руб. Чистая прибыль выросла на 108% и достигла 2,53 млрд. руб., в то время как за 9 месяцев 2007 года этот показатель составил 1,22 млрд. руб.

Показатели Сбербанка также оказались неплохими, хотя и показали тревожную ситуацию с депозитами физических лиц, отток которых в октябре составил более 3%. Чистая прибыль банка достигла 113 млрд. руб., что находится на уровне прошлого года. В октябре отмечен рост кредитного портфеля, который увеличился на 4% и составил 5,2 трлн. руб.

Как показывают цифры, российские банки торгуются на сегодняшний день с дисконтом к аналогам на ЕМЕА. Для Банка Возрождение коэффициент P/E составляет 2,7x, а коэффициент P/BV – меньше 0,5x. Для Сбербанка коэффициент P/E составляет 3,6x, а коэффициент P/BV – 0,62x. Для банков ЕМЕА среднее значение P/BV превышает 1,2x, а значение P/E – больше 6x. Таким образом,

российские компании оцениваются незаслуженно ниже среднего для аналогов уровня и имеют потенциал роста.

**Оценка банков из развитых и развивающихся рынков: P/E vs. P/BV**



Источник: Bloomberg

Из корпоративных новостей стоит также отметить отчетность Вымпелкома за 3 квартал 2008 года по US GAAP. Чистая операционная выручка достигла 2,84 млрд. долл., увеличившись на 45,3% по сравнению с 3 кварталом 2007 года. OIBDA достигла 1,39 млрд. долл., увеличившись по сравнению с третьим кварталом 2007 года на 36,7%. Маржа OIBDA выросла по сравнению с предыдущим кварталом до 48,8%, включая маржу OIBDA в России 50% и 53,4% в Казахстане. Чистая прибыль составила 269 млрд. долл., снизившись на 41,3% по сравнению с третьим кварталом 2007 года, что отражает сильное негативное влияние колебаний курсов валют. Абонентская база в мобильном сегменте выросла на 7,1 миллиона человек по сравнению с третьим кварталом 2007 года и достигла 57,8 миллиона человек.

Отчетность **Вымпелком** оказалась похожей на отчетность МТС с точки зрения выявила схожую проблему - влияние убытков от курсовых разниц на итоговый финансовый результат. Это заставляет инвесторов пересматривать прогнозы по результатам сотовых операторов на 4 квартал и год в целом. Чистая прибыль компании показала в 3 квартале существенное снижение по сравнению со 2 кварталом 2008 года. В период августовского кризиса акции сотовых компаний были более устойчивы к неблагоприятным изменениям на российском рынке. Инвесторы рассматривали их как объект, лишенный главных отраслевых рисков – негативного влияния кризиса финансового сектора в развитых странах и негативного изменения цен на сырье и металлы на мировых рынках. Сейчас ситуация изменилась и инвесторы более критически смотрят на перспективы компаний в связи с вероятностью обесценения рубля. По итогам 3 квартала 2008 года убыток от курсовых разниц составил порядка 341 млн. долл. что повлияло на снижение чистой рентабельности с 18% до 9,5% при стабильном уровне маржи по OIBDA около 50%.

**Финансовые результаты Вымпелком за 3 квартал 2008 года по US GAAP**

млн. \$	3 кв. 08	2 кв. 08	Изм. %
Выручка	2843	2611	9%
Себестоимость	-1457	-1388	5%
OIBDA	1386	1223	13%

<i>OIBDA margin %</i>	49%	47%	2%
Чистая прибыль	269	470	-43%
<i>Чистая рентабельность %</i>	9%	18%	-9%

*Источник: данные компании*

**ГазпромНефть** опубликовал отчетность за 9 мес. 2008 года по РСБУ. Чистая прибыль ГазпромНефти, рассчитанная по российским стандартам отчетности, в третьем квартале 2008 года к аналогичному периоду прошлого года выросла на 11% и достигла 21,5 млрд. руб. Рост чистой прибыли в третьем квартале связан с увеличением цен на нефть в 2008 году, а также увеличением объемов переработки и продаж нефтепродуктов на внутреннем рынке. При этом чистая прибыль ГазпромНефти за девять месяцев 2008 года выросла на 51% и составила 83,4 млрд. рублей, что также обусловлено высокими ценами на нефть и увеличением объемов переработки. Чистая прибыль ГазпромНефти в третьем квартале 2007 года составляла 19,3 млрд. руб., а за девять месяцев - 54,9 млрд. руб.

В 2007 году ГазпромНефть переработала 26,15 млн. тонн нефти и добыла 32,7 млн. тонн нефти без учета доли в Славнефти и Томскнефти. Стратегия до 2020 года предполагает рост добычи более чем вдвое - до 100 млн. тонн нефти в год, а переработки - почти в три раза (до 75 млн. тонн нефти в год). Сбытовая сеть будет расширена до 5.000-5.500 АЗС, объем продаж нефтепродуктов через собственную сеть должен составить 12 млн. тонн в год.

**Сбербанк** объявил о повышении процентных ставок из-за масштабного оттока депозитов. Сбербанк повысил процентные ставки по депозитам физических лиц. Повышения ставок по различным типам вкладов составило от 1% до 2,5%. С 1 декабря 2008 года ставки по рублевым вкладам составляют 5,25-12%, а по валютным максимальный уровень - 7%. Депозитные условия Сбербанка после повышения ставок сравнялись с условиями основного конкурента - ВТБ и максимальная рублевая ставка в обоих банках составляет 12%. Повышение ставок стало предсказуемой реакцией банка на рост ставки рефинансирования Центрального Банка и результаты октября, когда отток вкладов из Сбербанка составил 3% от суммы депозитов. За месяц отток средств из Сбербанка увеличился в четыре раза по сравнению с сентябрем и составил 354,5 млрд. руб. ВТБ наоборот показал прирост вкладчиков на 1%.

**Оценка индекса РТС**

<i>Факторы, способствующие росту рынка</i>	<i>Факторы, способствующие падению рынка</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Снижение ставки налога на прибыль до 20%</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>Углубление мирового финансового кризиса</i></li> <li>• <i>Опасность спада мировой экономики</i></li> <li>• <i>Ухудшение отношений России и Запада</i></li> </ul>

*Индекс РТС остается на минимальных с 2005 года уровнях. Текущие котировки российских акций не отражают фундаментальной оценки российских активов. В то же время, возврат иностранного капитала на российский фондовый рынок будет сдерживаться наличием проблем у финансовых учреждений в США и риском рецессии мировой экономики. После технического отскока индекса РТС до уровня 850 пунктов, мы видим продолжение давления на мировые рынки и формирование технической фигуры «Двойное дно», с потенциальным повторным тестированием уровня в 550 пунктов в ближайшие торговые сессии.*

**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.