

Российская экономика вступила в фазу спада: восстановление фондового рынка откладывается

По итогам торгов в декабре 2008 года индекс РТС вырос на 2,3% и по состоянию на понедельник закрылся на отметке 642,8 пункта. Индекс ММВБ упал на 4% и закрылся на уровне 628 пункта. Ведущие российские индексы не смогли в последние пять торговых сессий отыграть техническую фигуру «Двойное дно», с потенциальным отскоком в район трехмесячной скользящей средней. Непреодолимым уровнем для индекса РТС стала отметка в 695 пунктов, а индекс ММВБ отскочил от линии сопротивления в 620 пунктов. Характер торгов свидетельствует о том, что масштабные продажи остались позади и рынок находится в стадии консолидации. Невысокая торговая активность также свидетельствует, что новых капиталов на рынок пока не приходит.

Принятие «плана Обамы», позитивные новости о спасении автомобилестроительной отрасли США от банкротства, снижение процентных ставок ЕЦБ и Банком Великобритании, падение курса доллара к основным мировым валютам повысило у инвесторов аппетит к риску. Даже несмотря на негативные макроэкономические новости спекулятивный спрос подталкивал цены на сырье и металлы вверх, заставляя инвесторов относиться настороженно к вложениям в рискованные активы и предпочесть безрисковые активы. Поддержку рынку нефти оказывали также планы сокращения добычи странами ОПЕК с января 2009 года, решение о котором было принято на очередном заседании картеля. 17 декабря состоялось плановое заседание ОПЕК, в ходе которого, квоты на поставки нефти были снижены еще на 1,5 млн. барр. в день с 1 января 2009 года. В заседании картеля приняла участие и Россия. Ранее сообщалось, что Россия намерена объявить о сокращении собственного производства нефти параллельно с решением ОПЕК. Министр нефтяной промышленности Саудовской Аравии Али аль-Наими заявил, что в ноябре Саудовская Аравия сократила добычу до 8,5 млн. барр. в сутки, что соответствует ее квоте. Последние заявления представителей Саудовской Аравии свидетельствуют о том, что в рядах картеля стало больше единства по вопросу необходимости сокращения добычи для стабилизации цен на нефть. Новости со стороны Саудовской Аравии внушили оптимизм в игроков на повышение. По итогам недели мировые цены на нефть выросли более чем на 15% и к закрытию торгов в последний понедельник года поднимались выше 50 долл. за барр.



Источник: РТС

Решение ФРС о снижении процентной ставки на 0,75 п.п. не оставляет сомнений в том, что власти США планируют решать структурные проблемы экономики наиболее простым способом – монетарными мерами. На сколько они будут успешными – покажет время. Между тем, на минувшее неделе внимание экспертов переключилось с международных проблем на внутрироссийские. Тем более, что Росстат дал для этого не самый приятный повод. Опубликованные данные по промышленному производству в России в ноябре свидетельствуют о начале глубокой рецессии в российской экономике. По сравнению с ноябрём 2007 года производство сократилось на 8,7%, а по сравнению с октябрём 2008 года - на 10,8%. Меньше всего сократилось по сравнению с ноябрём прошлого года производство в нефтегазовой промышленности. Так, добыча нефти сократилась на 0,8%, а газа — на 7,4%. Наибольший спад в ноябре по сравнению с октябрём наблюдался в машиностроении (-13%), химии и нефтехимии (-16,8%) и черной металлургии (-23,4%). Добыча железной руды упала на 42%. Производство грузовых автомобилей упало в 2,4 раза, колёсных тракторов - в 3,6 раза, электродвигателей - в 3,7 раза, электрогенераторов - в 2,2 раза. Производство грузовых автомобилей сократилось на 58%. Производство автобусов сократилось более, чем на 55%.

Не лучше дело обстоит в отраслях, ориентированных на внутренний спрос. Так, производство пиломатериалов сократилось на 24,5%, цемента — на 29,6%, проката и целлюлозы — в 1,8 раза, минеральных удобрений — в 2,1 раза. Производство электроэнергии сократилось на 6,2%, а тепла — на 13,2%. Тревожным остается рост складских запасов. Так, в ноябре 2008 года грузоперевозки по сравнению с ноябрём 2007 года в среднем упали на 20,1%, что более чем в 2,5 раза превысило темпы падения промышленного производства. Данные за первые две недели декабря показывают сокращение перевозок уже на 28%. Однако и здесь получается ситуация, аналогичная производству. Перевозки в порты экспортных грузов сократились только на 2–3%. Внутри страны - намного больше среднего. Угрожающе выглядят данные о просроченной задолженности по заработной плате. В ноябре она выросла в 2,1 раза — с 3,7 миллиарда рублей на 1 ноября до 7,8 миллиарда на 1 декабря 2008 года. Завершает мрачную картину состояние федерального бюджета. В ноябре бюджетный дефицит составил 7,2% ВВП. Доходы упали на 30%, расходы выросли более чем на 64%.

Корпоративные отчеты

Тревожные предчувствия участников рынка относительно возможности существенного падения показателей нефтяных компаний в 3 квартале 2008 года оказались преувеличенными. По крайней мере что касается **ОАО НК «Роснефть»**. Компания опубликовала хорошие результаты за 3 квартал и 9 месяцев 2008 года по US GAAP. Динамика выручки и рентабельности в 3 квартале 2008 года оказалась негативной. Выручка компании снизилась на 2% на фоне роста себестоимости на 9% по сравнению с показателями 2 квартала 2008 года. В результате – рентабельность по EBITDA снизилась в 3 квартале до 26% против 33% во 2 квартале 2008 года, а чистая рентабельность упала с 20% до 17%. Между тем, компании удалось в 3 квартале сохранить чистую рентабельность на уровне 17%, что позволило сохранить данный показатель по итогам 3 кварталов на уровне 1 полугодия.

Отчетность НК «Роснефть» по US GAAP за 3 квартал и 9 месяцев 2008 года

млн. \$	9 мес. 08	9 мес. 07	Изм. %	3 кв. 08	2 кв. 08	Изм. %	3 кв. 07
Выручка	58 192	32 747	78%	20 690	21 134	-2%	13 742
Себестоимость	-41 116	-23 348	76%	-15 364	-14 113	9%	-9 688
EBITDA*	17 076	9 399	82%	5 326	7 021	-24%	4 054
EBITDA margin %	29%	29%	0%	26%	33%	-7%	30%
Чистая прибыль*	10 345	4 328	139%	3 469	4 305	-19%	1 928
Чистая рентабельность %	18%	13%	5%	17%	20%	-4%	14%

* - с учетом корректировки за 2 кв. и 1 пол. 2007 г.

Источник: данные компании

По итогам 3 квартала 2008 года прибыль до уплаты процентов, налога на прибыль и амортизации (ЕБИТДА) составила 5,33 млрд. долл., увеличившись на 31,4% по сравнению с 4,054 млрд. долл. за 3 кв. 2007 г. В результате показатель ЕБИТДА за 9 мес. 2008 г. составил рекордные 17,076 млрд. долл., что на 81,7% больше показателя за 9 мес. 2007 г. В 3 кв. 2008 г. чистая прибыль составила 3,47 млрд. долл., увеличившись на 79,9% по сравнению с 1,93 млрд. долл. за 3 кв. 2007 г. За 9 мес. 2008 г. чистая прибыль составила рекордные 10,35 млрд. долл., что на 139% больше, чем за 9 мес. 2007 г.

Увеличение основных финансовых показателей связано с сохранением лидирующих темпов роста среднесуточной добычи нефти, улучшением вертикальной интеграции в результате приобретения в 2007 г. нефтеперерабатывающих и сбытовых активов, контролем над расходами, а также высоким уровнем цен на нефть, нефтепродукты и газ на внутреннем и мировом рынках.

Рост финансовых результатов сдерживался существенным увеличением налоговой нагрузки. Суммарные налоговые расходы в 3 кв. 2008 г. достигли 12,5 млрд. долл. по сравнению с 7,1 млрд. долл. в 3 кв. 2007 г., а за 9 мес. 2008 г. составили 33,2 млрд. долл. по сравнению с 19,1 млрд. долл. за 9 мес. 2007 г. Отношение налоговых расходов к выручке от реализации в 3 кв. 2008 г. достигло в 60,6% по сравнению с 55,9% во 2 кв. 2008 г. и 51,4% в 3 кв. 2007 г., что частично связано с временным лагом при расчете экспортных пошлин. Негативное влияние на финансовые результаты оказали также рост транспортных тарифов (на 13%—33%), реальное укрепление рубля к доллару, наблюдавшееся до 3 кв. 2008 г., а также снижение цен на нефть более чем на 30% за 3 кв. 2008 г.

В 3 кв. 2008 г. компания сократила чистый долг на 2,05 млрд. долл. (до 19,39 млрд. долл.) с учетом банковских депозитов в размере 210 млн. долл., предназначенных для погашения долга. Это стало возможным благодаря значительному свободному денежному потоку, который в 3 кв. 2008 г. составил 2,23 млрд. долл. При этом краткосрочная задолженность снизилась за 3 кв. с 13,4 до 8,4 млрд. долл. Всего за 9 мес. 2008 г. компания сократила чистый долг на 6,9 млрд. долл. При этом отношение чистого долга к показателю ЕБИТДА (за предшествующие 12 мес.) снизилось за 9 мес. 2008 г. в 2 раза — с 1,8 до 0,9.

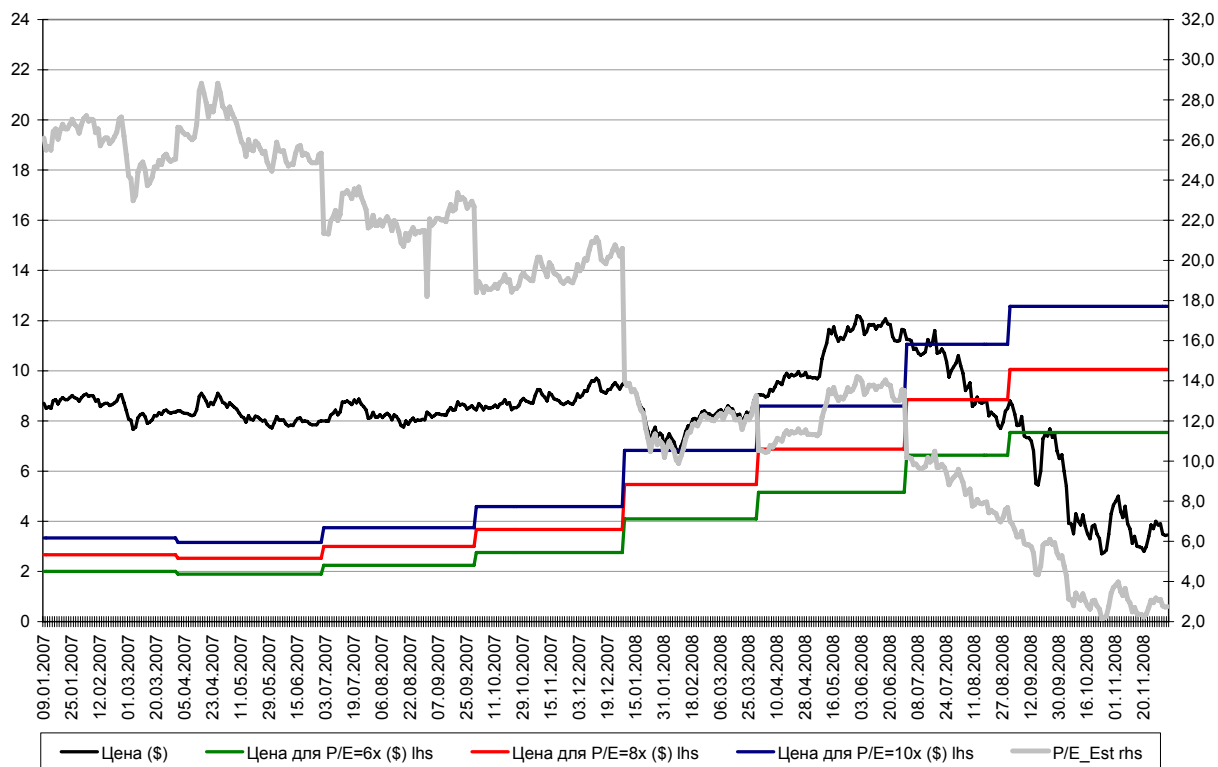
Благодаря успешной реализации мер, направленных на повышение общей эффективности деятельности Компании и сокращение затрат, связанных с консолидацией новых активов, а также мероприятий по повышению производительности скважин Компании удалось снизить основные статьи контролируемых расходов. Так, в 3 кв. 2008 г. производственные и операционные расходы на добычу снизились до 3,35 долл./барр. по сравнению с 3,68 долл./барр. в III кв. 2007 г. За 9 мес. 2008 г. производственные и операционные расходы на добычу составили 3,29 долл./барр., что на 5,7% меньше, чем за 9 мес. 2007 г. Кроме того, в 3 кв. 2008 г. расходы Компании на переработку нефти снизились до 3,6 долл./барр. по сравнению с 4,2 долл./барр. во 2 кв. 2008 г. Компании также удалось снизить коммерческие и административные расходы на 13% по сравнению со II кв. 2008 г., или до 375 млн. долл., что на 2,1% ниже уровня III кв. 2007 г.

Капитальные затраты Компании за 9 мес. 2008 г. составили 6,43 млрд. долл., что на 41,6% больше по сравнению с показателем за 9 мес. 2007 г. Рост связан, в основном, с приобретением новых активов в 2007 г., а также с расширением масштабов деятельности на месторождениях ООО «РН-Юганскнефтегаз» и на Ванкорском месторождении. При этом капитальные затраты в 3 кв. 2008 г. сократились по сравнению со 2 кв. 2008 г. на 12,8% — до 2,18 млрд. долл. Сильными сторонами отчетности стали также рост прибыли от курсовых разниц на 368 млн. долл. и положительный денежный поток за счет привлечения краткосрочных займов в сентябре - октябре 2008 года на сумму 4,6 млрд. долл. от государственных банков.

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 3 квартал 2008 года чистая прибыль НК «Роснефть» по US GAAP за последние четыре квартала может оцениваться в 13,23 млрд. долл., что на 13,8% выше уровня чистой прибыли за четыре последних квартала, заканчивая вторым кварталом 2008 года. С учетом этих результатов оценочное значение P/E Ratio за последние два месяца упало с 6 до 2,5х. Стоит отметить, что в настоящее время среднее значение P/E Ratio для российских компаний по данным

Bloomberg составляет 4,3x, а для международных компаний-аналогов - более 6,5x. Таким образом, акции компании на сегодняшний день торгуются со значительной премией.

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

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.

X5 Retail Group представила финансовые результаты деятельности за 3 квартал и 9 месяцев 2008 г по МСФО. Финансовый результат за 3 квартала 2008 года оказался слабым – убыток составил 14,7 млн. долл. Показатели оборачиваемости показали хороший рост. Согласно опубликованным данным, выручка компании с учетом результатов «Карусели» за январь-сентябрь выросла на 56% - до 6,52 млрд. долл. Валовой доход увеличился на 54% и достиг 1,674 млн. долл. Валовая рентабельность снизилась на 0,3 п.п. - до 25,7%. Показатель EBITDA достиг 577 млн. долл., увеличившись на 61%. Маржа по EBITDA повысилась на 0,31 п.п. - до 8,9%. Чистая прибыль выросла на 128% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила 138 млн. долл. при повышении соответствующей рентабельности на 0,7 п.п. - до 2,12%. В 3 квартале

2008 г. компания повысила продажи на 48% - до 2,19 млрд. долл. Валовый доход сети увеличился на 46% - до 559 млн. долл., а EBITDA достигла 191 млн. долл. (+62%). В 3 квартале X5 Group получила чистый убыток в размере 14,7 млн. долл., вызванный падением курса рубля по сравнению с чистой прибылью на уровне 18 млн. долл. за аналогичный период прошлого года. Без учета влияния валютного курса чистая прибыль X5 в 3 квартале составила 56 млн. долл., что на 129% выше, чем за аналогичный период прошлого года.

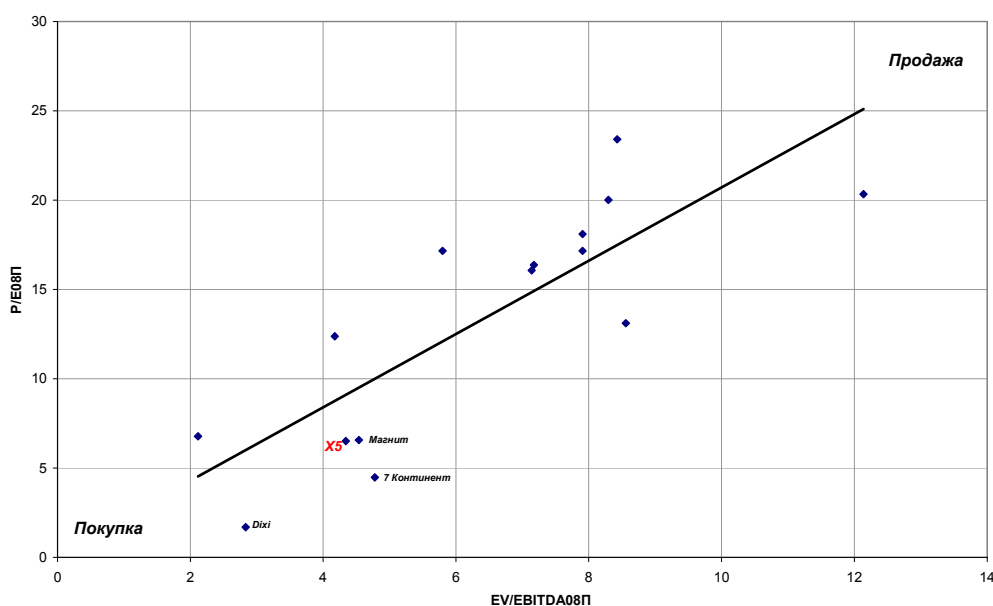
Отчетность X5 Group по МСФО за 3 квартал и 9 месяцев 2008 года

млн. \$	9 мес. 08	9 мес. 07	Изм. %	3 кв. 08	3 кв. 07	Изм. %
Выручка	6516	4171	56%	2190	1 481	48%
Себестоимость-Амортизация	-5939	-3813	56%	-2000	-1 363	47%
EBITDA	577	359	61%	191	118	62%
EBITDA margin %	8,9%	8,6%	0,3%	8,7%	7,9%	1%
Чистая прибыль	138	61	128%	-15	18	-183%
Чистая рентабельность %	2,1%	1,5%	0,7%	-0,7%	1,2%	-2%

Источник: данные компании

Общий неденежный убыток X5 в 3 квартале 2008 г. был получен от колебаний валютных курсов под влиянием финансового кризиса и составил 85 млн. долл. Кроме того, в результате переоценки долларового кредита компании в размере 1,1 млрд. долл. расходы на финансирование выросли на 44,5 млн. долл. В 2009 году инвестиционная программа X5, по предварительным планам, составит 500 млн. долл., ожидаемый компанией рост выручки (в рублевом выражении) - более 25%. В 2009 году X5 рассчитывает увеличивать торговые площади, но будет проводить консервативную политику в отношении новых проектов, фокусируя внимание на проектах с быстрым сроком возврата инвестиций. Приоритет будет отдан дискаунтерам и магазинам на арендованных площадях. X5 сконцентрируется на регионах, где уже имеет сильное присутствие. Позитивным в отчетности является рост показателей рентабельности по валовой выручке и EBITDA. Негативом является высокая долговая составляющая, номинированная в иностранной валюте. Определяющим для компании будет 4 квартал, результаты которого покажут, как финансовый кризис влияет на результаты работы и на сколько гибким является политика менеджмента.

Оценка розничных компаний EMEA: P/E vs. EV/EBITDA



Источник: Bloomberg, расчет ИК РУСС-ИНВЕСТ

Как показывают цифры, российские розничные компании торгуются на сегодняшний день с дисконтом к аналогам на ЕМЕА. Для X5 Group коэффициент P/E составляет 6,6х, а коэффициент EV/EBITDA – меньше 4,5х. Для компаний-аналогов ЕМЕА среднее значение P/E по данным Bloomberg превышает 16х, а значение EV/EBITDA – больше 7х. Таким образом, российские компании оцениваются незаслуженно ниже среднего для аналогичных компаний ЕМЕА и имеют потенциал роста.

ОАО «Аптечная сеть 36,6» объявила неаудированные финансовые результаты за 9 месяцев 2008 года, подготовленные в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности. По сравнению с 9 месяцами 2008 года консолидированные продажи группы выросли на 38% и составили 813,2 млн. долл. Консолидированная валовая прибыль увеличилась на 40% и составила 273,4 млн. долл. Рентабельность по валовой прибыли составила таким образом 33,6%. Консолидированный показатель EBITDA группы составил 20,3 млн. долл. В течение 9 месяцев 2008 года розничное подразделение закрыло 125 и органически открыло 67 аптек. Рентабельность по EBITDA выросла до 2,5% против 2,2% годом ранее. В 3 квартале 2008 года рентабельность по EBITDA выросла до 4,2%, что является положительным моментом. Положительным также является сокращение доли общих, административных и коммерческих расходов в выручке на 2,1 п.п. - до 31,2%.

В третьем квартале 2008 года компания показала чистую прибыль в размере 3,6 млн. долл. против убытка в размере 25 млн. долл. за аналогичный период прошлого года. Прибыль была получена за счет частичной продажи доли в ЗПИФ недвижимости, что отражено в разовой прибыли в размере 16,9 млн. долл. На финансовый результат оказало влияние устойчивые показатели производственного подразделения и снижения убытков в розничном подразделении. По результатам 9 месяцев 2008 года чистый убыток группы составил 4,5 млн. долл., что на 89% лучше, чем в аналогичном периоде прошлого года.

Компании удается снижать убыточность бизнеса за счет закрытия части неэффективных аптек и сокращения коммерческих и административных издержек компании. Убыток розничного операционного сегмента снизился до 2,5 млн. долл. Однако и без учета этого единовременного дохода, заметно снижение уровня убыточности розничного бизнеса компании. Дочернее подразделение компании «Верофарма» также смогла значительно повысить свою рентабельность за отчетный период, демонстрируют чистый убыток в размере 4,5 млн. долл.

Отчетность ОАО «Аптечная сеть 36,6» по МСФО за 3 квартал и 9 месяцев 2008 года

млн. \$	9 мес. 08	9 мес. 07	Изм. %	3 кв. 08	3 кв. 07	Изм. %
Выручка	813	591	38%	254	200	27%
Себестоимость-Амортизация	-793	-578	37%	-244	-202	20%
EBITDA	20	13	59%	11	-2	-582%
EBITDA margin %	2,5%	2,2%	0,3%	4,2%	-1,1%	5%
Чистая прибыль	-57	-42	36%	-13	-25	-47%
Чистая рентабельность %	-7,0%	-7,1%	0,1%	-5,2%	-12,5%	-2%

Источник: данные компании

Наибольшую тревогу вызывает долговая нагрузка компании. По-прежнему проблема высокой долговой нагрузки представляет угрозу ее финансовому положению. Кредиторская задолженность за год выросла на 74,6% и составила на конец 3 квартала 2008 года 227 млн. долл. С целью выплаты долговых обязательств компания использовала средства из оборотного капитала, тем самым увеличивая сроки оплаты за поставленный товар дистрибьюторам и производителям. Это уже сказывается на платежеспособности компании. Известно о судебных исках поставщиков компании с требованием погасить задолженность, а также решения о прекращении поставок, что добавляет еще больше беспокойства акционерам компании. Процентная долговая нагрузка компании снизилась. Процентный долг составляет 194 млн. долл., из которой более 80% составляет краткосрочный долг. Для урегулирования проблем с текущей

платежеспособностью «Аптечная сеть 36,6» рассчитывает получить банковский кредит. Предыдущая заявка на получение кредита в Сбербанке была отклонена банком. При этом для привлечения средств компания планирует также проведение допэмиссии в следующем году с неизвестными на сегодняшний день параметрами. Таки образом, риски размывания капитала для миноритарных акционеров весьма высоки. В случае их голосования против допэмиссии на собрании акционеров в январе, цена оферты на выкуп их акций будет низкой.

Нейтральную отчетность по МСФО за 3 квартала 2008 года опубликовал **Концерн «Калина»**. Компании пока не удается преодолеть негативные тенденции последних двух кварталов – рост затрат, убытки от курсовой разницы, высокая долговая нагрузка. Тем не менее, в сопоставлении с аналогичным периодом прошлого года отчетность за 9 месяцев 2008 года выглядит достаточно сильно. Несмотря на достаточно высокие темпы роста продаж, которые соответствуют ранее заявленным прогнозам менеджмента, на рентабельность компании продолжает действовать сохраняющиеся высокие уровни цен на сырьё. Рост объема продаж в долларовом выражении на 29% по итогам 9 месяцев 2008 года был нивелирован ростом себестоимости на 31%. В результате – рентабельность по EBITDA снизилась с 13 до 12%, а чистая рентабельность упала с 6% до 5%.

Отчетность ОАО «Концерн «КАЛИНА» по МСФО за 3 квартал и 9 месяцев 2008 года

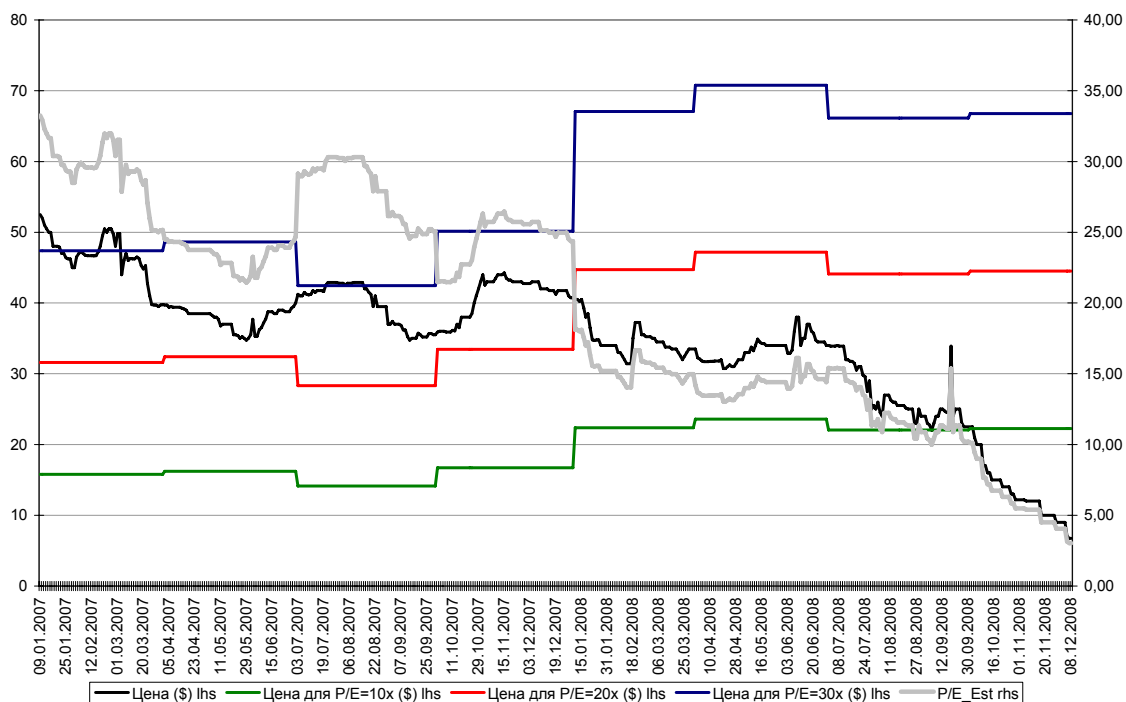
млн. \$	9 мес. 08	9 мес. 07	Изм. %	3 кв. 08	2 кв. 08	Изм. %
Выручка	347,5	269,7	29%	119,2	103,1	16%
Себестоимость-Амортизация	-305,4	-233,4	31%	-108,3	-88,5	22%
ЕБИТДА	42,1	36,3	16%	10,9	14,6	-25%
ЕБИТДА margin %	12%	13%	-1%	9%	14%	-5%
Чистая прибыль	17,4	17,3	1%	3,8	4,8	-21%
Чистая рентабельность %	5%	6%	-1%	3%	5%	-2%

Источник: данные компании

Позитивным в отчете является рост рентабельности по валовой прибыли с 49 до 50,1% по итогам 9 месяцев 2008 года. Однако, негативное влияние результатов 3 квартала отразилось на снижении данного показателя за последние три месяца на 1,9%. Рост выручки компании объясняется ростом средних цен реализации продукции (более чем на 18% в рублевом выражении) и повышением доли производства средств для ухода за кожей, рентабельность которой превышает 60%. Кроме того, компания вывела на рынок в 2008 году более 340 новинок брендовой продукции, что не могло не отразиться на объеме продаж и затратах. Падение рентабельности в 3 квартале 2008 года объясняется более низкими темпами роста цен на продукцию компании по сравнению с ростом затрат. В результате – компании удалось сократить запасы на 9,9% в рублевом выражении, но за счет падения рентабельности. Наибольшее разочарование в отчетности – рост суммы краткосрочного долга, что с учетом трудностей в привлечении внешних займов может быть проблемой. Краткосрочный долг вырос за квартал на 20,6% в рублевом выражении, а чистый долг компании достиг 123 млн. долл. Соотношение чистый долг/ЕБИТДА также превысил 2,7х, что вызывает беспокойство. Увеличение долговой составляющей повышает нагрузку по обслуживанию долга и отразилось на снижении рентабельности во 2 квартале. По этой причине компания снизила прогноз ЕБИТДА по 2008 году на 19%.

Результаты за 3 квартала находятся на уровне заявленного прогноза на 2008 год. Менеджмент подтвердил свои финансовые прогнозы на 2008 год по выручке (порядка 500 млн. долл.) и ЕБИТДА (чуть менее 54 млн. долл.). Скорректировать итоговый результат может опережающий рост затрат и убытки от курсовых разниц. Так, в рублевом выражении коммерческие расходы за 9 месяцев 2008 года выросли на 46,0% год к году, а маркетинговые расходы выросли на 27,6% за рассматриваемый период.

Динамика котировок обыкновенных акций ОАО «Концерн «КАЛИНА» с учетом оценки показателя P/E Ratio



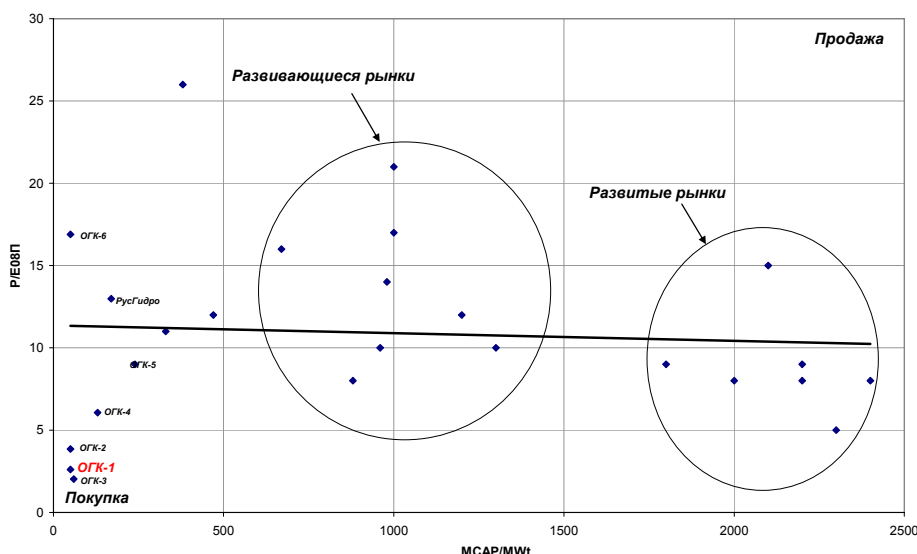
Источник: РТС, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ, данные компании

С учетом нейтральных результатов компании за 9 месяцев 2008 года, основной фактор инвестиционной привлекательности акций Концерна КАЛИНА – резкое падение цен за последние два месяца. Оценочные коэффициенты компании на сегодняшний день весьма привлекательны. Однако, можно констатировать отсутствие роста рентабельности компании, что является минусом. Так, с учетом результатов за 3 квартал 2008 года чистая прибыль ОАО «Концерн «КАЛИНА», по МСФО за последние четыре квартала может оцениваться в 21,7 млн. долл., что на 1% выше уровня чистой прибыли за четыре последних квартала, заканчивая вторым кварталом 2008 года. С учетом этих результатов оценочное значение P/E Ratio за последние два месяца упало более чем в три раза - с 10 до 3х. В то же время для международных компаний аналогов с развивающихся рынков по данным Bloomberg значение P/E Ratio в настоящее время находится в диапазоне от 12 до 22, что предполагает наличие существенного потенциала роста акций российской компании. Таки образом, цену на уровне 10х по P/E08П можно рассматривать как ближайший уровень сопротивления.

ОГК-1 предоставила результаты финансовой деятельности по МСФО за 3 квартал 2008 года. Выручка ОГК-1 от основной деятельности за 9 мес. 2008 г. составила 1,6 млрд. долл., что почти на 30% выше показателя за аналогичный период 2007 г. Основными факторами, способствовавшими росту объема продаж в 2007 г. и увеличению выручки являются: увеличение выработки электроэнергии на 7,3%, а также ростом средних отпускных тарифов на электроэнергию. Расходы ОГК-1 по текущей деятельности за 9 мес. 2008 г., увеличились на 29% и составили 1,52 млрд. долл. Рост себестоимости произошел в основном за счет расходов на топливо (+42%), расходов на оплату труда (+24%) и услуг сторонних организаций (+35%). Чистая прибыль ОГК-1 за отчетный период превысила 60 млн. долл., что на 40% выше показателя за 9 мес. 2007 г. Рост чистой прибыли существенным образом связан с уменьшением расходов по налогу на прибыль, а именно с подачей уточненных деклараций по налогу на прибыль за предыдущие отчетные периоды.

В итоге себестоимость ОГК-1 росла быстрее выручки, в результате чего рентабельность по ЕБИТДА компании за отчетный период уменьшилась на 1,9 п.п. и составила 8,2%. При этом отметим, что за вычетом, по-видимому, разового шестикратного роста статьи себестоимости «консультационные, юридические и информационные услуги», рентабельность ОГК-1 становится хуже показателя прошлого года уже на 1 п.п.

Оценка электроэнергетических компаний ЕМЕА: P/E vs. МСАР/MWt



Источник: Bloomberg, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ

Снижение рентабельности объясняется опережающим ростом цен на топливо над ростом тарифов, утвержденных ФСТ РФ. Также на прибыльность компании негативно повлияло то, что расходы от покупной энергии превышали доходы от ее продажи. Причина этого в том, что за счет опережающего роста цен на оптовом рынке, где ОГК-1 в период ремонтных работ покупает электроэнергию в обеспечение обязательств по регулируемым договорам, цены установились выше, чем тарифы ФСТ РФ. В третьем квартале объем покупной электроэнергии наибольший. Несмотря на это, компании удалось сохранить приемлемый уровень рентабельности. Главным вопросом для акционеров ОГК-1 на данный момент остается неопределенность по поводу выполнения компанией обязательств по инвестиционной программе.

Как показывают цифры, российские генерирующие компании торгуются на сегодняшний день с дисконтом к международным компаниям аналогам. Для ОГК-1 коэффициент P/E08P составляет 2,6х, а коэффициент МСАР/Установленная мощность (МВт) – меньше 50 долл. за 1 МВт. Для компаний-аналогов ЕМЕА среднее значение P/E по данным Bloomberg превышает 15х, а значение МСАР/MWt – больше 1000 долл. Таким образом, российские компании оцениваются незаслуженно ниже среднего для аналогичных компаний ЕМЕА и имеют потенциал роста.

Оценка индекса РТС

Факторы, способствующие росту рынка	Факторы, способствующие падению рынка
<ul style="list-style-type: none"> Либерализация налогового режима для нефтедобывающей отрасли 	<ul style="list-style-type: none"> Опасения разрастания рецессии в экономике США и замедления мировой экономики Замедление темпов роста экономики России Нестабильность мирового фондового рынка Обострение отношений России и Запада Падение цен на нефть

Индекс РТС остается на минимальных с 2005 года уровнях. Текущие котировки российских акций не отражают фундаментальной оценки российских активов. Плохие данные по развитию глобальной экономики являются препятствием для восстановления рынка в январе.

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.