

**МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ**  
**И**  
**МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОНЪЮНКТУРА**  
**(15.12.2008 – 19.12.2008)**

**РИКОМ ■ ТРАСТ**  
**ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ**

---

**Руководитель аналитического отдела  
Абелев Олег Александрович**

**Аналитик  
Мурзин Илья Алексеевич**

**(499) 241-53-07, 241-52-85 доб. 259, 161**

**СОДЕРЖАНИЕ:**

1. Общий взгляд на рынок.....	3
2. Российский рынок: День за днем.....	4
3. Нефтяной рынок: День за днем.....	6
4. Нефтегазовый сектор.....	7
5. Банковский сектор.....	8
6. Metallургический сектор.....	9
7. Машиностроительный сектор.....	11
8. Транспортный сектор.....	12
9. Потребительский сектор.....	13

## I. Российский рынок

### 1. Общий взгляд на рынок

<i>Динамика российских фондовых индексов за неделю</i>		
<i>Индекс</i>	<b>РТС</b>	<b>ММВБ</b>
<i>Закрытие 19.12.2008</i>	634,22	612,05
<i>Закрытие 12.12.2008</i>	652,21	620,53
<i>Изменение за неделю, %</i>	<b>2,75</b>	<b>1,37</b>

Вот и случилось то, что довольно давно ожидалось - снижение процентной ставки ФРС, правда монетарные власти США довольно рьяно взялись за дело и пошли на резкое снижение учетной ставки сразу на 75 пунктов до уровня в 0,25%. Это значит, что американские власти дали добро на неограниченное увеличение денежной массы. Уважаемые инвесторы, готовьтесь к резкому росту темпов инфляции, поскольку теперь без увеличения темпов эмиссии не обойтись. Все выпущенные деньги должны быть направлены на покрытие текущего дефицита, но наверняка, что-то перепадет и финансовым рынкам, что может вызвать кратковременный рост цен на сырье и ценные бумаги. В качестве основной причины, побудившей ФРС пойти на столь радикальное снижение, заявляются ухудшение условий на рынке труда, снижение деловой активности и производства и снижение потребительских расходов.

Возможно, что отечественный рынок предпринял попытку подняться последний раз в этом году, но попытка эта стала довольно резкой, а не плавной, как многие ожидали. В результате многие котировки были вздернуты достаточно высоко, что привело к появлению очередных опасений про невозможность дальнейшего плавного роста в ближайшее время из-за логичной фиксации. Впрочем, до конца года еще можно рассчитывать на периодические приходы ВЭБа на рынок, поскольку пока он является чуть ли не единственным инвестором, заинтересованным в покупках.

Надежды на так называемое предновогоднее рождественское ралли рассеиваются и улетучиваются у инвесторов как дым с каждым днем, поскольку для ралли необходима хотя бы какая-нибудь активность со стороны покупателей, а как раз ее-то и не ожидается, причем как в стоимостном, так и в количественном выражении. Кто-то пытается 'играть' на точечных дискретных выбросах, которые случаются с некой периодичностью благодаря новостному фону, в частности в бумагах химического, энергетического секторов. Надеяться на нефтянку и на банковский сектор остывают с каждым днем, поскольку реакция рынка на решение ОПЕК снова вылилась в снижение цен на нефть, а нейтральная отчетность американских инвестиционных банков (что уже можно считать плюсом в текущих условиях) осталась без реакции.

Окончание недели на мировых рынках: еще вчера раков можно было купить по 5, а сегодня уже по 3: Особенную пикантность ситуации добавило вчерашнее выступление министра финансов США Генри Полсона о возможной перспективе 'управляемого' банкротства китов американского автопрома - GM, Ford, Chrysler. Думается, что не надо объяснять тот факт, что появление самого термина 'банкротство' уже само по себе становится губительным для мировых рынков. Прилагательное перед этим словом означает не более чем повышенное внимание со стороны государства и прямой патронаж данного процесса с его стороны. Котировки автомобильных компаний даже не реагируют на такие вещи, как снижение цен на нефть до уровня в \$36 за баррель на ожиданиях снижения потребления и неспособности ОПЕК быстро реагировать на происходящее.

Нас ожидает последняя активная неделя года, когда весь оставшийся новостной и инвестиционный фон аккумулируется и сконцентрируется в предстоящие 8 рабочих дней, в течение которых инвесторы будут переваривать много интересных данных большое количество событий: это и повторное заседание по делу американского автопрома, это и заседание ФРС, и публикация отчетности американских инвестбанков, и заседания ОПЕК и большое количество заседания советов директоров отечественных компаний. Все эти мероприятия важны как для мирового рынка в целом, так и для России, например, сокращение поставок нефти на рынок и совместные действия картеля и независимых производителей существенно повлияют на стоимость нефти. Динамика же движения отечественных бумаг диктоваться объемом средств, которые будут потрачены государством до конца текущего года на покупку ценных бумаг при столь низкой ликвидности, как сейчас.

## 2. Российский рынок: День за днем

Торги **в понедельник** проходили при небольших объемах и незначительном количестве проводимых сделок на фоне массового нежелания инвесторов заключать большое количество сделок. Рынок, который в последнее время становится больше похожим на 'остров невезения' вчера резко оказался 'весь покрытый зеленью'. Для продолжения подобной тенденции необходима дальнейшая позитивная проторговка азиатских площадок, которая вполне возможна после выхода сообщения о том, что машиностроительные корпорации Америки получают помощь из фонда, предназначенного для спасения финансового сектора. Фьючерсы на американские индексы вчера также росли, как и цены на нефть. Отдельно стоит отметить невысокую активность инвесторов в преддверии заседаний ФРС и ОПЕК, которые должны состояться сегодня и завтра.

Торги **во вторник** открывались с незначительным снижением, но после открытия через некоторое время начались активные покупки, что перевело индексы в позитивную область, но

продолжалось это недолго, поскольку перед выходом данных в США многие инвесторы начали активно продавать акции. Правда, обнародованные свежие данные макроэкономической статистики оказались неоднозначными, из-за чего индексы до конца торговой сессии находились в боковом канале. Вообще, вчера российские площадки в преддверии таких важных событий, как заседания ФРС и ОПЕК, были подвержены высокой волатильности в том числе и из-за неблагоприятной конъюнктуры зарубежных фондовых площадок и настроения инвесторов на закрытие позиций. Правда, в течение дня европейские индексы и американские фьючерсы, на фоне предчувствий снижения процентной ставки ФРС резко ушли вверх и увлекли за собой отечественные фондовые показатели.

**В среду** торги на российских биржевых площадках открылись небольшим ценовым скачком вверх по причине умеренно позитивного внешнего фона: позитивным закрытием американских бирж, несмотря на то, что в начале сессии фьючерсы на индексы были в сильном минусе. После столь радужного открытия многие инвесторы решили, что пора фиксироваться на фоне снижающихся фьючерсов на американские индексы. Результатом такого решения стало снижение отечественных бумаг, по крайней мере, до второй половины дня. После этого играющие на понижение пытались изменить положение, но они не обладали необходимым для этого арсеналом средств. По итогам сессии отечественные индексы продемонстрировали разнонаправленное изменение.

Торги на российских биржах **в четверг** проходили весьма вяло, поэтому число сделок оказалось незначительным. Основной объем вчера совершали играющие на понижение, что было связано с негативными настроениями на рынке по причине нескольких взаимосвязанных обстоятельств: сильного падения нефтяных цен; информации о том, что тарифы на газ с нового года будут расти весьма умеренными темпами, что усложнит жизнь для российских нефтегазовых компаний; роста тарифов на электроэнергию с 1 января, что отрицательно скажется на конечных потребителях энергии (на населении и на промышленных предприятиях). Обнародованные вчера прогнозы Минэкономразвития относительно цен на 'черное золото' и ВВП были восприняты крайне негативно и внушили инвесторам, что на рынке надежды на безбедное и беззаботное будущее пока неоправданны.

**В пятницу** на рынке негативный внешний фон усугубил ситуацию и продажи продолжились. Пессимистичные настроения на российских торговых площадках были обусловлены снижением цен на нефть, которые в Нью-Йорке упали почти на 10%, а в Лондоне - на 5%. Рынок акций ориентировался на динамику фьючерсов на американские индексы и пытался отслеживать мировые цены на нефть, но для преодоления тенденции у российского рынка не хватило мощи, поэтому котировки продолжили движение вниз. Лучше рынка себя чувствовали бумаги энергетических компаний на фоне новостей о повышении тарифов на электроэнергию и

снижении темпов роста тарифов на газ и после того, как Министерство энергетики РФ внесло предложение о поддержке государственных компаний электроэнергетики для покрытия дефицита в объеме 146 млрд. руб.

### *3. Нефтяной рынок: День за днем*

**В понедельник** на нефтяных рынках с начала дня фьючерсы по маркам Brent и Light Sweet торговались в положительной зоне на фоне ожиданий существенного сокращения нефтяной добычи странами ОПЕК на предстоящем 17 декабря совещании министров нефти стран-участниц картеля в Алжире. Картель по идее должен принять решение о дополнительном снижении ограничительной квоты по добыче нефти еще на 2-2,5 млн. баррелей в сутки. Вчера власти Саудовской Аравии уже предупредили получателей своей нефти, что в январе 2009 года ее поставки существенно снизятся, поскольку она уже сократила поставки нефти на рынок на 8-10%. Вполне возможно, что усилия ОПЕК на этот раз поддержат другие влиятельные мировые производители нефти: Россия, Оман, Азербайджан, Сирия. Многие заговорили о том, что в следующем году Россия может сократить собственные поставки нефти на мировой рынок приблизительно на 300 тыс. баррелей в сутки.

**Во вторник** фьючерсы торговались с начала дня в позитивной зоне. Максимальный рост цен составил около 2,7%, но он не смог пробить по-прежнему важную психологическую отметку в \$50 за баррель. Цены на нефть росли преимущественно из-за технических покупок нефтяных фьючерсов, которые накануне снизились почти на 4%. Поддержку ценам оказывали ожидания предстоящего сокращения нефтедобычи странами ОПЕК на 2 млн. баррелей в сутки, которое могут поддержать и другие мировые производители - не члены картеля.

**В среду** торги фьючерсами марок Brent и Light Sweet проходили без ярко выраженной тенденции, поскольку четких новостей из Алжира, где проходило совещание министров нефти ОПЕК, до закрытия торгов не пришло. Скорее всего, у многих участников картеля в процессе обсуждения вопроса по квотам возникли сложности с распределением индивидуальных квот по ограничению добычи нефти по всем участникам сообщества. Еще перед началом совещания министр нефти Саудовской Аравии сообщил, что страны ОПЕК в целом согласны сократить с 1 января 2009 года собственную добычу нефти на 2 млн. баррелей в сутки, а страны-производители нефти, которые не являются членами картеля, должны снизить приблизительно на 600 тыс. баррелей в сутки.

**В четверг** на рынке наблюдался рост, который составил с начала дня 2,5%. По итогам же дня цены на нефтяные фьючерсы в Нью-Йорке вчера снизилась на 8%. Официальная цена фьючерса Light, Sweet потеряла за день \$3,54 и установилась на отметке \$40,06 за баррель, что

явилось самым низким показателем с июля 2004 года. Ниже этого уровня котировки марки Light Sweet снизились впервые за четыре с половиной года. Отметим, что активных технических покупок нефтяных фьючерсов вчера не наблюдалось, несмотря на то, что с начала недели цены на нефть в основном снижались. От дальнейшего снижения цен на нефть пока хоть как-то удерживает дешевый доллар, но и рост вряд ли возможен из-за опасения углубления мирового экономического кризиса, из-за чего спрос на энергоносители в 2009 году будет существенно ниже текущего.

**В пятницу** цены продолжили снижаться, завершив день ниже предыдущего уровня закрытия, поскольку на рынке продолжает главенствовать недоверие со стороны инвесторов в отношении того, что снижение производства нефти способно компенсировать падающий на фоне замедления экономики спрос на нее. Дополнительное давление на рынок оказали данные о запасах нефти и нефтепродуктов, которые только усилили опасения инвесторов. Надо понимать, что ожидать немедленный устойчивый рост цен просто бессмысленно, поскольку сам процесс сокращения добычи займет несколько месяцев.

#### 4. Нефтегазовый сектор

ЛУКОЙЛ объявил о сокращении инвестиционных программ в 2009-2010 годах и о переносе запуска крупных зарубежных проектов из-за кризиса. Тем не менее, ЛУКОЙЛ намерен реализовывать проекты в России - в Западной Сибири и на Ямале, и сокращать издержки в кризисных условиях.

Газпром нефть о росте чистой прибыли по стандартам МСФО в январе - сентябре 2008 года на 84,5% по сравнению с аналогичным периодом 2007 года до уровня в \$5,2 млрд. Выручка компании выросла на 86% до уровня в \$27,3 млрд. Снижение рентабельности компании было негативно отражено рынком.

Международное рейтинговое агентство Moody's снизило кредитный рейтинг компании Транснефть с А2 до А3 по причине своего предположения о том, что взаимоотношения между компанией, нефтяной отраслью и правительством страны являются "не такими тесными", как считалось ранее.

В среду появилась информация о том, что 2009 год будет тяжелым для Газпрома, поскольку доходы компании снизятся на \$20 млрд., что вызовет дефицит средств на реализацию инвестиционной программы. Это значит, что Газпрому придется снизить свою долю в крупных проектах, таких как Nord Stream и Штокман в обмен на рост инвестиций со стороны западных партнеров.

Также вчера продолжилось обсуждение возможных вариантов привлечения средств Газпромом в будущем году на финансирование инвестиционной программы. В ряде СМИ даже появилось сообщение о предложении разместить облигации, которые полностью будет выкупать ВЭБ.

В четверг Газпром объявил о создании негативного фон после выхода информации о том, что компания запросила у правительства 150 млрд. руб. кредитных ресурсов, а также о том, что Украина до конца года не рассчитается за газ, поставленный в 2008 году. Газпром теперь начал согласовывать эту проблему с европейскими партнерами.

##### 5. Банковский сектор

Во вторник банк "Санкт-Петербург" обнародовал финансовые результаты своей деятельности по итогам 9 месяцев 2008 года по стандартам МСФО, согласно которой активы банка выросли на 43,1% и достигли уровня в 181,3 млрд. руб. Размер совокупных кредитов составил 138,7 млрд. руб., что подразумевает рост на 51,2%. Собственный капитал на конец сентября 2008 года составил 17 млрд. руб., увеличившись на 12,9%.

Мы позитивно оцениваем отчетность банка за 9 месяцев 2008 года, поскольку темп роста активов банка с начала 2008 года существенно выше среднеотраслевого темпа роста активов за этот период, который составил чуть более 20%. Похожие результаты наблюдаются с темпом роста кредитования, который находится на уровне 51% по сравнению с 31% по всему банковскому сектору.

Что касается рентабельности основного бизнеса, то этот показатель также существенно вырос. Чистая процентная маржа банка прибавила 0,7 процентных пункта по сравнению с уровнем 2007 года и составила 6,2% на фоне низкой доступности кредитования для предприятий среднего бизнеса, что двигает процентные ставки по кредитам вверх гораздо быстрее процентных ставок по депозитам. Если же говорить об общей рентабельности банка, то она снижается, что и неудивительно, поскольку банк получил довольно существенные убытки от операций с ценными бумагами в III квартале на сумму около 1 млрд. руб. В результате по итогам III квартала произошло снижение рентабельности собственного капитала на 4% до уровня в 16,5%, а рентабельность активов снизилась на 0,4% до уровня в 1,7%.

Также стоит обратить внимание на достаточно небольшую долю просроченных кредитов в портфеле банка: в III квартале доля просроченной задолженности в кредитном портфеле составила всего 0,3%. Помимо этого, налицо рост операционной эффективности бизнеса, который снизил пропорцию расходов и доходов на 1,5% процентных пункта по сравнению с уровнем прошлого 2007 года до уровня в 38,7%.

Конечно, не обошла банк стороной и текущая экономическая ситуация: по итогам октября отток розничных депозитов составил 4%, что несколько уступает среднеотраслевому показателю, который составил 6%. Помимо оттока депозитов у банка наблюдаются сокращения персонала, введение более эффективного контроля над расходами и временной консервации ряда новых филиалов. Возможно, что крайне благоприятный показатель количества просроченных кредитов несколько увеличится, что неизбежно повлечет за собой рост резервов и снижение чистой прибыли.

Сбербанк сообщил о своих планах в 2009 году сократить операционные расходы на 30% за счет сокращения количества центров сопровождения клиентских операций, кассовых центров и внедрения новых продуктов и услуг, а также объявил о привлечении у Банка России очередного транша субординированного кредита в размере 200 млрд. руб. Также банк сообщил о том, что приток вкладов физических лиц с 1 по 16 декабря 2008 года превысил уровень в 42 млрд. руб.

Банк ВТБ объявил о возможном закрытии сделки по приобретению в ближайшие дни около 20% финансовой корпорации "Открытие". Принципиальное решение о покупке, по-видимому, уже принято. ВТБ планирует приобрести небольшой пакет корпорации с возможностью его увеличения.

#### *6. Металлургический сектор*

В понедельник ГК 'Норильский Никель' объявил об официальном возобновлении процедуры выкупа собственных акций в связи со снятием установленных ранее обеспечительных мер по блокированию процедуры Арбитражным судом Красноярского края в конце октября, когда был наложен запрет на операции с ценными бумагами в связи с иском Русала.

Согласно ранее обнародованным условиям выкупа, последним сроком оформления договоров было 27 ноября 2008 года. В пятницу Норникель продлил срок данной процедуры до 13 января 2009 года. Был установлен и соответствующий коэффициент: теперь, чтобы определить количество акций, которые ГК будет выкупать у каждого подавшего заявление акционера, нужно умножить первоначальное количество ценных бумаг, указанных в заявлении, на коэффициент 0,07189902673.

Мы считаем, что возобновление процедуры обратного выкупа должно позитивно сказаться на деловом имидже Норникеля, хотя и усложнит и без того непростое финансовое положение компании из-за хронической нехватки ликвидности на фоне распространения финансового кризиса.

В понедельник НЛМК обнародовал консолидированные финансовые результаты за 9 месяцев 2008 года по стандартам МСФО, согласно которым выручка выросла до \$9,6 млрд.,

превысив результат первых 9 месяцев 2007 года почти на 74%. EBITDA компании выросла на 64% и составила \$4,05 млрд. (+64,6%), а чистая прибыль выросла на 2/3 и составила \$2,76 млрд. (+66,6%).

Отметим, что доходы компании по итогам III квартала превысили выручку за предыдущие три месяца почти на 6,5%, выросли показатели рентабельности. Все это произошло во многом благодаря благоприятной ценовой конъюнктуре в III квартале года, чего не скажешь о последних месяцах, когда налицо было радикальное снижение спроса и резкое снижение цен на рынках металлов.

Компания ожидает, что по итогам года объем производства должен быть на уровне 10,5 млн. тонн, снизившись на 10% от запланированных показателей. В последнем квартале года компания прогнозирует снижение выручки до \$2 млрд. и сокращение показателя EBITDA до уровня в \$750 млн., что по-прежнему предусматривает достаточно высокий уровень рентабельности чуть меньше 40%. Годовая выручка должна составить около \$11,5 млрд., а EBITDA около \$5 млрд.

Мы считаем, что цифры, озвученные руководством компании относительно финансовых перспектив на IV квартал, являются достаточно оптимистичными с учетом текущей экономической ситуации (снижения спроса и цен). По-видимому, компания ожидает достичь столь высоких уровней рентабельности с помощью снижения себестоимости производства продукции. Не лучшим образом должно отразиться на финансовом состоянии компании уплата штрафных санкций за отказ от приобретения американской John Maneely, которые составляют около \$530 млн.

В четверг Мечел обнародовал консолидированные финансовые результаты за 9 месяцев 2008 года по стандартам МСФО, согласно которым выручка компании увеличилась почти на 85% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила \$8,58 млрд. EBITDA компании вырос на 155% и составил \$3,16 млрд., а чистая прибыль выросла на сносшибательные 132% и составила \$1,64 млрд.

Отметим, что доходы компании по итогам деятельности в III квартале 2008 года превысили выручку за II квартала на 7%, попутно с ростом показателей операционной рентабельности по причине достаточно благоприятной ценовой конъюнктуры цен на продукцию компании в течение III квартала. Что касается снижения чистой прибыли Мечела непосредственно в третьем квартале по сравнению со вторым, то оно связано с получением убытка от курсовых разниц в размере примерно \$320 млн.

Вчера руководство компании в рамках представления отчетности сообщило о том, что уже в I квартале 2009 года возможна продажа коксующегося угля в рамках диапазона цен \$210-230 за тонну, но это не значит, что компании не надо налаживать систему эффективного контроля и

управления за издержками, поскольку вследствие снижения спроса Мечел так или иначе столкнется с перспективой сокращения производства. Первым шагом в направлении увеличения контроля за затратами, скорее всего, по словам руководства, должны стать принятие программы оптимизации оплаты труда и пересмотр дивидендной политики компании, которая ранее предполагала выплату дивидендов на уровне 50% от чистой прибыли.

Мы считаем, что отчетность можно признать позитивной, но опять же со скидкой на 9 месяцев 2008 года, тогда как основное снижение спроса наблюдалось уже в заключительном квартале года, что не отражено в данной отчетности. В связи с этим мы обращаем внимание инвесторов на сложный период в будущем году, когда компании придется серьезно сокращать производство и инвестиционную программу. Насколько это отразится на котировках компании, покажет уже годовая отчетность.

### 7. Машиностроительный сектор.

В начале недели компания Daimler заключила сделку о приобретении 10% акций КАМАЗа. Цена сделки составила \$250 млн., при условии, что компания должна будет выплатить ещё \$50 млн. в случае успешной работы КАМАЗА до 2011 года. Более подробные детали сделки пока не раскрывались. Согласно условиям сделки, Daimler имеет право выбрать 1 представителя в Совет директоров КАМАЗа взамен на предоставление КАМАЗу своих технологий: кабины Mercedes Benz Actros и модели лёгкого грузовика Mitsubishi Fuso. КАМАЗ обязуется предоставить Daimler'у дилерскую сеть и доступ к производственным площадкам.

Мы считаем, что данная новость является позитивной для КАМАЗа, поскольку немецкий концерн приобрёл бумаги завода практически по текущей справедливой стоимости, с большой премией по сравнению с текущими рыночными ценами. Если брать стоимость акции по условиям сделки (10% акций за \$250 млн.), то цена одной акции составила \$3,5, что приблизительно в 3,8 раза выше текущей рыночной стоимости. Столь щедрая премия говорит о большой недооценке акций КАМАЗа и служит стимулом для долгосрочных инвесторов к покупке на фоне доступа компании к немецким технологиям, что позволит КАМАЗу увеличить ассортимент модельного ряда и улучшить потребительские свойства своих автомобилей.

В среду руководство КАМАЗа сообщило о том, что компания приняла решение остановить конвейер на месяц с 19 декабря по 19 января по причине существенного снижения спроса на продукцию компании.

Мы считаем, что данная новость, безусловно, негативно повлияет на стоимость акций, поскольку остановка конвейера может говорить только об одном - о СИЛЬНОМ и РЕЗКОМ спаде спроса на продукцию завода. В качестве основной причины столь резкого снижения спроса можно

назвать столь же резкое снижение спроса на продукцию строительного сектора, который как раз больше всего и нуждался в грузовых автомобилях, выпускаемых КАМАЗом. Дополнительным риском для завода в текущих условиях стали трудности с привлечением оборотного капитала из-за продолжающегося дефицита ликвидности в российской экономике и роста кредитных рисков, что в свою очередь послужило толчком к росту процентных ставок по кредитам для автопроизводителей (около 25-30%).

Получается, что КАМАЗ стал терпеть довольно большие убытки хранения не востребовавшей в больших объемах готовой продукции, и решение руководства было принято для того, чтобы избавиться от роста запасов и готовой продукции на хранении.

#### 8. Транспортный сектор.

В среду Новороссийский морской торговый порт обнародовал свои финансовые результаты по стандартам МСФО за 9 месяцев 2008 года, согласно которой выручка компании выросла на 47% по сравнению с аналогичным периодом 2007 года и составила \$487,6 млн. EBITDA компании поднялась на 85,7% до уровня в \$263,1 млн. Чистая прибыль компании за отчетный период составила \$106,3 млн., увеличившись на 43% по сравнению с аналогичным периодом 2007 года.

Мы считаем, что свежую отчетность можно оценить как позитивную, поскольку рост выручки на 47% впечатляет. Столь хороший результат был достигнут, прежде всего, за счет удачных и прибыльных приобретений активов в 2007-м году. Помимо активных покупок активов, компания увеличила показатель операционной рентабельности на 3% до уровня в 35% благодаря ужесточению контроля за ростом операционных издержек. Повышение эффективности контроля дало свои плоды: за 9 месяцев 2008 года операционные издержки увеличились только на 9,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Но мы также видим и реальные угрозы бизнесу компании, среди которых основной, на наш взгляд, видится резкое ухудшение отраслевой конъюнктуры рынка, поскольку по причине непростой экономической ситуации спрос на морские перевозки довольно сильно уменьшился. Только железнодорожные перевозки грузов в ноябре снизились на 20% по сравнению с аналогичным периодом 2007 года, поэтому мы ожидаем также и снижения спроса на услуги компании по фрахту и перевозке, на которые приходится более  $\frac{3}{4}$  выручки.

9. Потребительский сектор.

В четверг Вимм-Билль-Данн обнародовал результаты деятельности компании по итогам 9 месяцев 2008 года, которые совпали с ожиданиями рынка. Согласно свежим данным, выручка компании по итогам отчетного периода выросла почти на 25% до уровня в \$2,2 млрд. по причине роста отпускных цен. Что касается роста продаж в натуральном выражении, то в основном молочном сегменте они снижались (на 8% по итогам 9 месяцев 2008 года).

Мы считаем, что стоит воспринимать снижение показателя продаж и рентабельности как временное в силу снижения спроса, и поэтому позитивно смотрим на перспективы дальнейшего роста финансовых показателей компании. Компания добилась роста валовой рентабельности в III квартале 2008 года по сравнению с предыдущим кварталом в непростой ситуации роста закупочных цен на сырье - на сырое молоко (цены на него за отчетный период выросли почти на 46%). Что касается снижения показателя чистой прибыли компании в III квартале, то оно связано с получением убытка около \$15 млн. за счёт курсовых разниц.

Мы считаем, что финансовое состояние компании является сейчас довольно позитивным, поскольку отношение долга к EBITDA составляет около 1,5, а доля краткосрочного долга в обязательствах составляет около 40%, из которых довольно большую часть составляли облигации, которые компания будет гасить из собственных средств в марте 2009 года.

*Настоящий обзор был подготовлен аналитическим отделом ЗАО «ИК «РИКОМ - ТРАСТ» и носит исключительно информационный характер. Данная информация не может рассматриваться как обязательство компании по заключению сделок с инвестиционными инструментами, упоминаемыми в публикации. Информация, содержащаяся в обзоре, получена из источников, признаваемых нами достоверными, однако мы не гарантируем ее полноту и точность. ЗАО «ИК «РИКОМ - ТРАСТ», ее клиенты и сотрудники могут иметь позицию или какой-либо интерес в любых сделках и инвестициях прямо или косвенно упоминаемых в настоящей публикации. ЗАО «ИК «РИКОМ-ТРАСТ» и ее сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания. Мы напоминаем, что любые инвестиции в российские ценные бумаги связаны со значительным риском.*

*22 декабря 2008 года*