

Рублевые выпуски

YTM, %	Изменение, б.п.			YTD
	знач.	за ден.	за мес.	
ОФЗ 46020	8.6	48	58	67
Газпром-11	7.1	(7)	14	(50)
Вымпелком-6/7	8.7	(8)	17	21

Сырьевые рынки

	Изменение, %			YTD
	знач.	за ден.	за мес.	
Золото, \$/унция	1 614.4	0.3	(12.0)	13.6
Urals, \$/барр.	103.3	1.3	(9.8)	12.0
S&P Металлы, инд.	1 576.8	0.1	(16.1)	(20.9)
S&P C/x прод., инд.	725.6	1.8	(15.1)	(12.2)

Денежный рынок

RUB млрд.	Изменение			YTD
	знач.	за ден.	за мес.	
REPO in CBR	163.0	(59.1)	154.8	1 741 483
Corr Accounts	676.7	(41.2)	4.2	(318.0)
Deposits in CBR	172.5	26.9	(12.3)	(460.7)

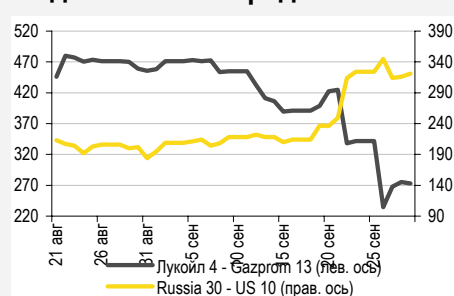
	Изменение, б.п.			YTD
	знач.	за ден.	за мес.	
NDF 1Y, %	6.77	15	142	186
MOSPrime O/N, %	5.31	(20)	32	356

	Изменение, %			YTD
	знач.	за ден.	за мес.	
USDRUB	31.96	0.8	10.5	4.6

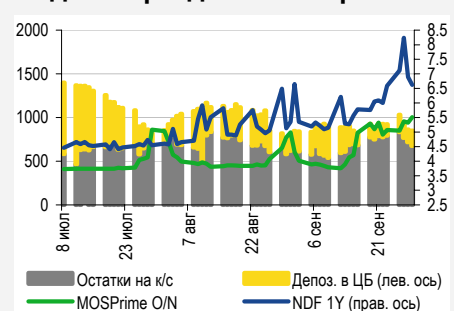
Индексы

б.п.	Изменение, б.п.			YTD
	знач.	за ден.	за мес.	
Russia 30 - UST 10	321.0	5	119	168
EMBI + Spread	447.2	(0.8)	80.2	158.7

Индикативные спреды



Индикаторы денежного рынка



Источники: РТС, ММВБ, Bloomberg, оценки УРАЛСИБа

СТРАТЕГИЯ

ВНЕШНИЙ РЫНОК

Неделя завершится публикацией большого блока статистики по обеим сторонам Атлантики. Накануне рынки завершили день ростом благодаря хорошим макроданным по США, а также результатам голосования в Германии. Настроения у участников торгов крайне нестабильны. В евробондах по-прежнему пользовались спросом бумаги с наивысшим рейтингом. стр. 2

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

Вчера в сегменте госбумаг котировки преимущественно снижались, при этом особым вниманием продавцов пользовался длинный конец кривой. Сегодня продажи ОФЗ могут продолжиться. Минфин выпустит ОФЗ в рамках санации банка Москвы, средства под этот выпуск уже поступили в систему. В корпоративном сегменте инвесторы отдают предпочтение бумагам с наивысшим кредитным рейтингом. стр. 2

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Ликвидность резко выросла, но рост в основном носит технический характер, являясь следствием предоставления ВТБ кредита в рамках плана оздоровления Банка Москвы. Вчера рубль снизился в стоимости, и сегодня, вероятно, продолжит дешеветь. стр. 3

НОВОСТИ ЭМИТЕНТОВ

РАСПАДСКАЯ (-/B1/B+)

Распадская представила достаточно слабые результаты за 1 п/г 2011 г., однако объем ликвидной позиции компании вполне позволяет ей без проблем расплатиться по единственному публичному займу, который предстоит погасить уже в мае следующего года. Таким образом, выпуск еврооблигаций с доходностью около 7% привлекателен для удержания до погашения. стр. 5

РУСАЛ (NR)

Компания завершила рефинансирование задолженности перед Сбербанком и привлекла синдицированный заем в размере 4,75 млрд долл., чтобы расплатиться с международными кредиторами и избавиться от ковенантов. Мы считаем, что это чревато снижением темпов сокращения долговой нагрузки. И хотя текущие уровни доходности облигаций РУСАЛа, с нашей точки зрения, выглядят привлекательно, сейчас мы рекомендуем инвесторам не торопиться с покупками. стр. 6

ВТБ (BBB-/BAA1/BBB) / Банк Москвы (BA2/BBB-)

ВТБ увеличил свою долю в Банке Москвы до 80,57%, и, таким образом, процедура финансового оздоровления последнего проходит в соответствии с утвержденным ранее графиком. Теперь неопределенность относительно дальнейшей судьбы Банка Москвы окончательно устранена, и мы ожидаем положительной реакции на это котировок еврооблигаций последнего. стр. 6

СОВКОМФЛОТ (BBB-/BAA3/BBB-)

Агентство Fitch поместило долгосрочный рейтинг Совкомфлота в иностранной валюте «BBB-» под наблюдение в список Rating Watch с негативным прогнозом, поскольку планируемые на ближайшие несколько лет капиталовложения компании превосходили ожидания агентства. Fitch обещает завершить пересмотр на следующей неделе. Мы не исключаем дальнейшего снижения котировок выпуска SCFRU '17 в краткосрочной перспективе, однако при улучшении ситуации на рынке ожидаем от них опережающего роста. стр. 7

СИНЕРГИЯ (B)

Синергия опубликовала результаты за 1 п/г 2011 г. по МСФО, показав уверенный рост выручки год к году. При этом рентабельность компании по EBITDA упала вследствие увеличения вложений в сбыт и маркетинг. Долговая нагрузка остается стабильно низкой. После падения котировок мы считаем выпуск Синергия БО-01 привлекательным для удержания до погашения. стр. 7

РЕСПУБЛИКА САХА (ЯКУТИЯ) (BB-/B-/BB+)

Fitch повысило рейтинги Республики Саха (Якутия) до уровня «BB+» с позитивным прогнозом. стр. 8

RUSSIAN INFORMER

Новости и комментарии, относящиеся к рынку акций, см. в нашем ежедневном издании [Russian Informer](#).

СТРАТЕГИЯ

Внешний рынок

Изобилие макроданных по обе стороны Атлантики. Сегодня инвесторы, которых в четверг порадовала благоприятная статистика по рынку труда и ВВП США, сосредоточат внимание на данных по доходам и расходам американского населения. Консенсус-прогноз Bloomberg предполагает, что в августе личные доходы выросли на 0,1%, а расходы – на 0,2%. Помимо доходов и расходов, о настроениях населения можно будет судить по индексу потребительской уверенности. Не меньший интерес представляет индекс деловой активности в чикагском регионе (Chicago PMI). В Европе, занимающей умы игроков по обеим сторонам Атлантики, будет опубликована предварительная оценка инфляции в ЕС за сентябрь, показатель которой, как предполагается, остался без изменений на уровне 2,5%. Если станет ясно, что инфляция в Еврозоне хотя бы не ускоряется, то это увеличивает шансы на снижение ставки ЕЦБ. Мы уже отмечали, что ЕЦБ, по нашему мнению, будет вынужден пойти на снижение ставки в нынешнем году для поддержания экономического роста. У участников рынка есть надежда, что в сложившихся условиях ЕЦБ не станет долго ждать и снизит ставку уже на следующей неделе, а именно 6 октября. Вчера рынки, воодушевленные новостями из Европы и США, завершили торговую сессию повышением. Парламент Германии одобрил увеличение объема Европейского фонда финансовой стабильности с 440 млрд евро до 780 млрд евро. Таким образом, участие Германии в фонде увеличится со 123 млрд евро до 211 млрд евро. Кроме того, фонд будет проводить выкуп облигаций стран ЕС вместо ЕЦБ, а также сможет выдавать экстренные кредиты нуждающимся в этом странам. В США число обращений за пособиями по безработице в течение недели упало больше, чем ожидалось, а окончательная оценка роста американской экономики во 2 кв. превысила предварительные показатели и составила 1,3%. В настоящий момент настроения инвесторов крайне нестабильны, и их может быстро и кардинально изменить любая новость – хорошая или плохая.

Евробонды все еще не определились с направлением. Доходность десятилетних казначейских облигаций США уже который день пребывает на отметке 2%. Цена выпуска Russia'30 вчера выросла на 23 б.п. до 113,5 % от номинала, благодаря чему спред сузился на 5 б.п. до 311 б.п. В суверенном сегменте пользовались спросом длинные выпуски, а короткие, напротив, продавались. Уже не первый день подряд в евробондах нет общего тренда: инвесторы предпочитают перекладываться в бумаги с наивысшим кредитным рейтингом. В корпоративном сегменте инвесторы по-прежнему проявляли большой интерес к выпускам Газпрома, подорожавшим в среднем на 15 б.п. Вдоль всей кривой ЛУКОЙЛа были зафиксированы продажи, после неплохого роста накануне выпуски эмитента подешевели в среднем на 13 б.п. Металлургический сектор по-прежнему испытывал давление: евробонды Евраз подешевели в среднем на 20 б.п., незначительным снижением закрылись и бумаги Северстали. Бонды Альфа-Банка и НОМОС Банка в основном дешевели, тогда как в некоторых выпусках ВЭБа и ВТБ по-прежнему шли покупки. На этом фоне странно выглядела динамика бумаг Сбербанка, подешевевших в среднем на 15 б.п. Сегодня утром фьючерсы на американские индексы находятся в красной зоне, азиатские рынки также движутся вниз, что дает основания ожидать негативной динамики при открытии торгов в России.

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Внутренний рынок

В сегмент ОФЗ вернулись продавцы, сегодня снижение котировок может продолжиться. Вчера на российском рынке гособлигаций доминировали продавцы, особенно на длинном участке кривой. Так, ОФЗ 26205 потеряли в цене 113 б.п., подешевели также ОФЗ 26203 и ОФЗ 26204. На коротком и среднем участках отдельные бумаги подорожали. В период высокой нестабильности на рынке инвесторы будут стараться формировать портфель из облигаций короткой и средней дюрацией, избегая длинных бумаг, в связи с чем мы рекомендуем обратить внимание на ОФЗ 25076, 26202, 25068. Отметим, что давление на ОФЗ вчера оказывал и ослабевающий рубль: цена бивалютной корзины поднялась на 7 коп. до 37,07 руб. Сегодня, судя по открытию сессии, российская валюта вновь подешевеет. В корпоративном сегменте покупатели составили большинство в выпусках РСХБ (РСХБ-10, РСХБ-11, РСХБ-12), РЖД (РЖД -15 и РЖД-10) и ВТБ (ВТБ БО – 5, ВТБ БО – 2), то есть текущая стратегия инвесторов предусматривает также покупку бумаг с наивысшим рейтингом. Уровень свободной ликвидности в системе вчера подскочил на 261 млрд руб., однако эту сумму составили преимущественно средства, выделенные на санацию Банка Москвы, так что столь резкий рост ликвидности носит краткосрочный характер. Уже сегодня под эти средства должен быть размещен специальный выпуск ОФЗ, о чем сообщил замминистра финансов Сергей Сторчак. Объем выпуска составит 295 млрд руб. Это будет техническая операция, поэтому, на наш взгляд, влияния на рынок госбумаг она оказать не должна.

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

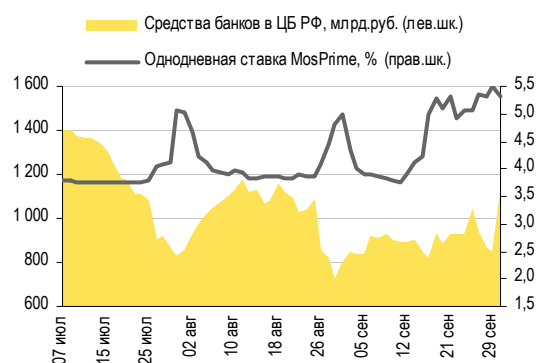
ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Ликвидность восстанавливается, а рубль слабеет

К утру пятницы уровень ликвидности повысился на 266,8 млрд руб. Остатки на корсчетах кредитных организаций в Банке России выросли на 18,1 млрд руб. до 694,8 млрд руб., а депозиты банков в ЦБ – на 248,7 млрд руб. до 421,2 млрд руб. Необычно резкое увеличение объема депозитов носит технический характер – вчера Агентство по страхованию вкладов предоставило ВТБ кредит на 295 млрд руб. в рамках плана по оздоровлению Банка Москвы; сегодня эти средства будут использованы для покупки специального выпуска ОФЗ. Мы предполагаем, что большая часть кредита временно размещена на депозитах Центрального банка. На фоне роста ликвидности индикативная ставка по однодневным кредитам MosPrime упала на 20 б.п. до 5,31%, другие ставки денежного рынка двигались разнонаправленно. Так как период налоговых платежей завершился, в начале октября мы ожидаем восстановления ликвидности – после того как влияние действий по санации Банка Москвы сойдет на нет.

В соответствии с опубликованными ЦБ РФ данными международные резервы за неделю, завершившуюся 23 сентября, снизились на 6 млрд долл. до 526 млрд долл. На следующей неделе мы прогнозируем дальнейшее снижение резервов, учитывая интервенции ЦБ на валютном рынке.

Совокупные средства банков в ЦБ РФ, млрд руб., и однодневная ставка MosPrime, %



Источники: ЦБ РФ

Международные резервы ЦБ РФ, млрд долл.

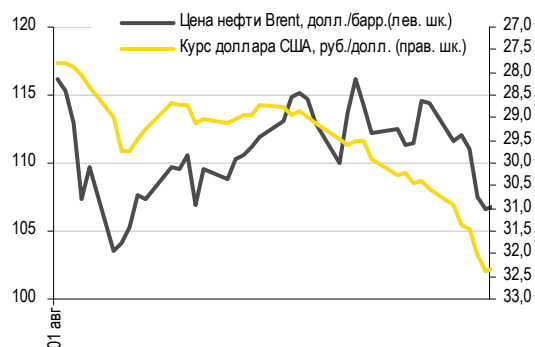


Источники: ЦБ РФ

Вчера рубль подешевел – стоимость бивалютной корзины выросла на 14 копеек до 37,07 руб., и сегодня ожидается дальнейшее снижение курса российской валюты. Доллар укрепился на 22 копейки до 31,97 руб./долл., курс евро изменился незначительно, закрывшись на отметке 43,44 руб./евро. На глобальных рынках доллар прибавил 0,5% до 1,353 долл. на негативных новостях с азиатских рынков. Цены на нефть Brent и WTI подскочили до 104,4 и 82,8 долл./барр. соответственно, прибавив вчера 0,5–0,9%. Котировки на золото остаются на уровне 1 625 долл./унция. Мы ожидаем, что утренние торги по доллару откроются в диапазоне 32,10–32,15 руб./долл.

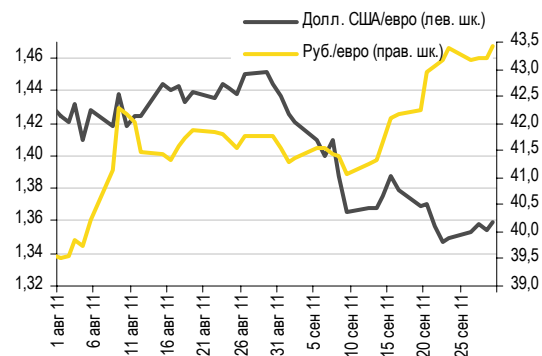
См. на следующей странице.

Курс руб./долл. и цена барреля нефти Brent, долл.



Источники: Bloomberg, ММВБ

Курс евро относительно доллара США и рубля



Источники: Bloomberg, ММВБ

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

НОВОСТИ ЭМИТЕНТОВ

Распадская (-/B1/B+)

Компания представила умеренно слабые результаты за 1 п/г 2011 г.

Операционные показатели выглядят неважно. Вчера компания опубликовала промежуточную сокращенную отчетность по МСФО за 1 п/г 2011 г. с обзорной проверкой аудитора. Выручка компании в 1 п/г 2011 г. сократилась на 19% год к году до 377 млн долл. Показатель EBITDA составил 194 млн долл., что на 25% ниже показателя соответствующего периода прошлого года. Таким образом, рентабельность снизилась на 5 п.п. по сравнению с 1 п/г 2010 г. до 51,5%. Чистая прибыль Распадской по итогам 1 п/г составила 99 млн долл. – на 57% меньше, чем годом ранее.

Компания в состоянии полностью рассчитаться по долгам.

Операционный денежный поток в 1 п/г 2011 г. составил 160 млн долл., что на 31% уступает показателю годичной давности, но по-прежнему существенно превышает инвестиционные расходы компании в размере 78 млн долл., из которых 43 млн долл., согласно пресс-релизу, было направлено на восстановление шахты «Распадская» после трагических событий мая прошлого года. Общий долг компании за последние шесть месяцев почти не изменился, в то время как показатель чистого долга, который на конец 2010 г. также был отрицательным, стал еще более комфортным – минус 108 млн долл. Несмотря на то, что после перевода еврооблигаций с погашением в мае 2012 г. в категорию краткосрочных заимствований доля последних в общей структуре долга выросла до 99%, их абсолютное значение (303 млн долл.) существенно меньше совокупной величины денежных средств и краткосрочных банковских депозитов (415 млн долл.). В конце августа внеочередное собрание акционеров приняло решение выплатить промежуточные дивиденды за 1 п/г 2011 г. в размере 0,17 долл. на акцию или 135 млн долл. С учетом вышеизложенного, а также принимая во внимание консервативную инвестиционную политику компании, ее способность расплатиться по выпуску еврооблигаций в мае следующего года не вызывает у нас ни малейших сомнений.

Единственный выпуск еврообондов привлекателен. В настоящий момент весь публичный долг Распадской представлен единственным выпуском еврооблигаций. Обладая невысокой ликвидностью, в настоящий момент он торгуется с доходностью около 7% и выглядит крайне привлекательным для удержания до погашения при минимальных рисках.

Ключевые показатели Распадской

МСФО, млн долл.	1 п/г 2010	2010	1 п/г 11
Выручка	466	706	377
Валовая прибыль	266	392	199
EBITDA	263	344	194
Чистая прибыль	229	244	99
Краткосрочный долг		6	303
Долгосрочный долг		304	4
Чистый долг		(12)	(108)
Общий долг		311	307
Капитал		1 504	1 733
Активы		2 075	2 335
Валовая рент.	57,1	55,6	52,8
Рентабельность EBITDA	56,4	48,8	51,5
Козф. текущей ликвидности		6,4	1,6
Долг / EBITDA		0,9	1,1
Чистый долг / EBITDA		-	-
Капитал / Активы		0,7	0,7
Капитал / Долг		4,8	5,6
Доля краткосрочного долга		2,1	98,6
<i>*по данным за полугодие</i>			
CFO	232	308	160
CFI	(140)	(129)	(67)
CFF	(28)	(43)	(16)
Капзатраты	(75)	(138)	(78)

Источники: данные компании, оценки УРАЛСИБа

Андрей Кулаков, CFA, FRM, kulakovan@uralsib.ru

РУСАЛ (NR)

Компания завершила рефинансирование долга

Синдицированный кредит позволит РУСАЛу избавиться от ковенантов... Вчера РУСАЛ сообщил о завершении рефинансирования долга общим объемом 9,33 млрд долл. Указанная сумма включает задолженность перед Сбербанком в размере 4,58 млрд долл., срок погашения которой продлен до 2016 г. с 2013 г., кроме того, отменена гарантия ВЭБа по половине займа, стоившая РУСАЛу 1,5 п.п. О достижении принципиальной договоренности о рефинансировании обязательств стало известно еще в августе, теперь (23 сентября) это оформлено документально. Более важно то, что 29 сентября вступило в силу соглашение о привлечении синдицированного кредита от консорциума международных и российских банков на сумму 4,75 млрд долл. Финансирование представляется двумя траншами в размере 3,75 млрд долл. и 1,0 млрд долл. Сделка структурирована следующим образом: первый транш сроком на пять лет будет погашаться ежеквартально начиная с 15-го месяца после даты предоставления, ставка по нему составит трехмесячный LIBOR плюс премия, величина которой будет зависеть от отношения Чистый долг/EBITDA. Второй транш, семилетний, будет гаситься равными частями начиная с 63-го месяца, а ставка составит LIBOR+3,85 п.п. Значительная часть этих средств будет направлена на погашение задолженности, привлеченной в рамках соглашения с международными кредиторами от 7 декабря 2009 г. о переносе сроков погашения долга, которое накладывает существенные ограничения на операционную деятельность РУСАЛа.

...но это чревато снижением финансовой дисциплины. С одной стороны, мы положительно оцениваем способность компании рефинансировать (и удлинить) свои обязательства (что особенно актуально в период финансовой нестабильности на рынках), а также избавиться от ряда операционных ограничений. Однако, с другой стороны, это может вызывать настороженность у держателей облигаций РУСАЛа – даже в комментарии к сообщению о рефинансировании директор по корпоративному развитию и акционерному капиталу компании Олег Мухамедшин дал понять, что событие «открывает новые возможности для ее развития, включая инвестиции в расширение производственных мощностей, а также возможность выплаты дивидендов своим акционерам». Таким образом, можно предположить, что если ранее компания была обязана направлять почти все денежные потоки на погашение внушительного долга, то сейчас его объем весьма вероятно, либо вообще перестанет сокращаться, либо темпы ее снижения снизятся, тогда как денежные потоки пойдут, в первую очередь, на выплату дивидендов, а также на реализацию инвестпрограммы.

Облигации привлекательны, но с покупками лучше повременить. В настоящий момент выпуски РУСАЛа седьмой и восьмой серии торгуются с доходностями немногим выше 10,5% при дюрации 2,22 и 3 года соответственно. При этом спред к бумагам Евраза составляет около 80 б.п., что, на наш взгляд, может заинтересовать потенциальных покупателей. Однако в настоящий момент мы рекомендуем не торопиться с покупками – как ввиду общих конъюнктурных рисков, так и в свете вышеупомянутых возможных изменений в финансовой дисциплине компании.

С более подробным анализом финансового положения компании можно ознакомиться в нашем комментарии от 30.08.2011:

«РУСАЛ – Грядут перемены. Результаты за 2 кв. 2011 г. по МСФО объявлены, однако интрига сохраняется»

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110830_FI_RUSAL_2Q11%20Review.pdf?docid=11317&lang=ru

Андрей Кулаков, CFA, FRM, kulakovan@uralsib.ru

ВТБ (BBB/Вaa1/BBB) / Банк Москвы (Ba2/BBB-)

Все по плану

ВТБ консолидировал 80,57% акций Банка Москвы. Вчера ВТБ сообщил об увеличении своей доли в Банке Москвы до 80,57%, что в соответствии с утвержденным планом оздоровления последнего теперь дает Банку Москвы возможность получить кредит АСВ в размере 295 млрд руб. сроком на 10 лет по «ставке значительно ниже рыночной». Кроме того, у ВТБ остаются в силе планы предоставления Банку Москвы до конца 2012 г. дополнительного капитала в размере 105 млрд руб.

Возможна положительная реакция в еврооблигациях Банка Москвы. Консолидация прошла в соответствии с объявленным планом, и теперь, когда неопределенность относительно дальнейшей судьбы Банка Москвы окончательно устранена, мы ожидаем положительной реакции на это котировок еврооблигаций последнего. Так, спред в доходности

между старшим BMOS'15 (YTM 8,34%) и VTB'15 (YTM 6,77%) в настоящий момент составляет более 150 б.п., между BMOS'13 (YTM 7,67%) и VTB'12 (YTM 4,83%) – более 280 б.п., что, на наш взгляд, чересчур широко. Кроме того, спред BMOS'15 к SBER'15 (YTM 5,64%) равен уже 270 б.п., что выглядит весьма привлекательно.

Надежда Мырסיкова, mysikovanv@uralsib.ru

Совкомфлот (BBB-/Baa3/BBB-)

Fitch не приветствует планы компании

Рейтинги компании поставлены на пересмотр в сторону понижения. Агентство Fitch сообщило, что поместило под наблюдение долгосрочный рейтинг Совкомфлота в иностранной валюте «BBB-» в список Rating Watch с негативным прогнозом». Поводом для этого послужили планируемые на ближайшие несколько лет капиталовложения компании, которые превзошли ожидания агентства. Fitch обещает завершить пересмотр на следующей неделе.

При текущих инвестиционных затратах резервы для снижения долговой нагрузки не слишком велики. По состоянию на конец 1 п/г 2011 г. показатель Чистый долг/EBITDA Совкомфлота равнялся 5,6 (против 4,6 на начало года), причем только по действующим контрактам на достройку судов, сроки поставки которых попадают на 2012–2014 гг., компания должна была заплатить порядка 1,1 млрд долл., что сопоставимо с двумя ее годовыми EBITDA. Следовательно, в перспективе нескольких лет едва ли стоит рассчитывать на снижение долговой нагрузки, поскольку ставки фрахта остаются низкими, а Совкомфлот известен высокими темпами обновления флота (который у компании один из самых молодых в отрасли), и потому нельзя исключать, что перевозчик предпримет новые приобретения. Таким образом, вероятность снижения рейтинга достаточно высока.

Евробонды под давлением. После публикации сообщения Fitch котировки еврооблигаций SCFRU '17 (YTM 7,3%) просели еще на 1,5–2,0 п.п. до 88% от номинала. На наш взгляд, это лишь первая, острая реакция рынка, поскольку, во-первых, кредитные рейтинги Сокомфлота по версии двух других агентств пока остаются на инвестиционном уровне со стабильным прогнозом, а во-вторых, вероятность поддержки компании со стороны его 100-процентного акционера Российской Федерации достаточно высока. На текущих уровнях премия SCFRU '17 к RURAIL '17 возросла до 150 б.п. с минимального уровня порядка 80 б.п., а спред к среднерыночным долларovým свопам – до 645 б.п. с 285 б.п. Мы не исключаем дальнейшего снижения котировок в краткосрочной перспективе, однако если глобально внешние рынки начнут восстанавливаться, то спреды между этими двумя выпусками, по нашему мнению, станут вновь сужаться.

Надежда Мырסיкова, mysikovanv@uralsib.ru

Синергия (В)

Рентабельность по EBITDA в 1 п/г 2011 г. снизилась из-за инвестиций в увеличение рыночной доли

Значительный рост выручки и чистой прибыли. Вчера Синергия опубликовала нейтральные результаты по МСФО за 1 п/г 2011 г., отразившие солидный рост выручки год к году при снижении рентабельности по EBITDA. Выручка возросла на 15% (здесь и далее динамика приводится в сравнении с уровнем годичной давности) до 10,2 млрд руб. (на 21% в долларовом выражении до 358 млн долл.) за счет увеличения объемов производства в алкогольном сегменте и восстановления сельскохозяйственного сегмента после слабого 1 п/г 2010 г., на итогах которого сказалась летняя засуха. Валовая прибыль росла быстрее выручки (+24% до 131 млн долл.) благодаря тому, что доля водки премиум-класса в ассортименте компании расширилась. EBITDA упала на 10% и составила 147 млн долл. Чистая прибыль подскочила на 29% до 34 млн долл.

Повышение валовой и чистой рентабельности. Увеличение доли водки премиум-класса в структуре выручки способствовало тому, что в 1 п/г 2011 г. валовая рентабельность повысилась на 0,8 п.п. до 36,6%. Однако укрепление дистрибуторской инфраструктуры в сочетании с 61-процентным ростом дистрибуторского персонала, рост маркетинговых расходов, а также разовые операционные издержки, связанные перелицензированием производственных площадок, привели к тому, что административно-хозяйственных расходы увеличились на 55% и составили 29 млн долл. Это понизило рентабельность по EBITDA на 4,6 п.п. до 13,2%. Практически нулевые чистые финансовые расходы в 1 п/г 2011 г. – против 12,1 млн долл. годом ранее – стали причиной роста чистой рентабельности на 0,6 п.п. до впечатляющих 9,6%.

Долговая нагрузка остается невысокой. Совокупный долг сократился на 23% до 4,7 млрд руб. на фоне размещения акций во 2 п/г 2010 г., позволившего компании снизить показатель Долг/EBITDA на 32 б.п. до 1,52. Однако за счет сокращения денежных средств на балансе, обусловленного пополнением оборотных средств и чистым погашением долга, отношение Чистый долг/EBITDA незначительно выросло относительно начала года и составило 1,32, что, впрочем, является вполне комфортным уровнем, особенно для компаний потребительского сектора. Временная структура долга тоже является довольно приемлемой – на долгосрочные заимствования приходится 71% от общей суммы

Основные финансовые показатели Синергии по МСФО, млн руб.

	2008	2009	1 п/г 10	2010	1 п/г 11	Изм. за год, %
Выручка	16 729	18 073	8 879	21 128	10 219	15.1
EBITDA	2 503	2 924	1 572	3 340	1 344	(14.5)
Чистая прибыль	1 283	1 148	797	1 573	976	22.5
Изм. 1 п/г 11/2010, %						
Совокупный долг	7 111	6 173	6 263	6 161	4 730	(23.2)
Краткосрочный долг	6 146	3 602	2 545	1 193	1 354	13.4
Денежные средства	927	734	495	2 000	614	(69.3)
Чистый долг	6 185	5 438	5 768	4 160	4 117	(1.0)
Собственный капитал	8 312	10 394	11 272	14 428	16 391	13.6
Активы	19 539	20 513	20 501	25 059	24 978	(0.3)
Коэффициенты						
Норма EBITDA, %	14.96	16.18	17.71	15.81	13.15	
EBITDA/Проц. расходы	3.87	2.50	4.30	4.40	1 511.81	
Долг/EBITDA	2.84	2.11	1.99	1.84	1.52	
Чистый долг/EBITDA	2.47	1.86	1.83	1.25	1.32	
Долг/Собств. капитал	0.86	0.59	0.56	0.43	0.29	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Облигации выглядят привлекательно. Среди двух находящихся в обращении выпусков облигаций компании мы выделяем Синергия БО-01, который в настоящее время котируется с доходностью 15,8% на 12 месяцев. До ухудшения рыночной конъюнктуры данный выпуск торговался с доходностью около 8%, и мы считаем, что столь сильное падение котировок не оправдано, учитывая довольно устойчивый финансовый профиль Синергии (обремененность компании долгом низка и в абсолютном выражении – отношение Долг/Собственный капитал составляет всего 0,3). Таким образом, мы считаем данный выпуск облигаций привлекательным для удержания до погашения для тех инвесторов, кому не важна ликвидность бумаги, а также возможность рефинансировать ее в ЦБ.

Надежда Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru

Республика Саха (Якутия) (BB-/-/BB+)

Fitch повысило рейтинг региона до «BB+» с позитивным прогнозом

Бюджетные показатели остаются устойчивыми. Вчера Fitch повысило рейтинг региона до «BB+» с позитивным прогнозом. Агентство отметило отличные показатели исполнения бюджета региона, низкий уровень долга и продолжающуюся диверсификацию экономики. Отмечены вклад восстановления спроса на природные ресурсы, в частности на алмазы, и диверсификация налоговой базы региона после реализации ряда проектов в нефтегазовой отрасли.

Финансовое положение региона, скорее всего, продолжит улучшаться. Мы ожидаем дальнейшего роста налоговых доходов в 2011 г. и исполнения бюджета (до операций с долгом) с существенным профицитом, в основном благодаря увеличению налоговых поступлений по итогам 1 п/г на 32,7% год к году. Существенную долю долга региона составляют государственные гарантии и межбюджетные кредиты, в то время как прямой долг представлен четырьмя выпусками облигаций на сумму 8,5 млрд. рублей, или в 11% прогнозируемых доходов (с учетом федеральных трансфертов) Якутии в 2011 г.

Весьма вероятны аналогичные действия S&P. Обращающиеся облигации республики достаточно ликвидны и привлекательны для инвесторов, особенно при наблюдающемся всплеске доходностей. Якутия, скорее всего, будет выходить на рынок заимствований в 2012 г., возможен также выход на рынок новых эмитентов, связанных с Республикой Саха, в частности инфраструктурных облигаций или займов города Якутска. Рейтинг по версии S&P, отличающийся на две ступени от нового рейтинга по версии Fitch, является очевидным кандидатом на пересмотр – скорее всего, в положительную сторону.

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

КАЛЕНДАРЬ ПРЕДСТОЯЩИХ СОБЫТИЙ

Долговой рынок

4 октября	Оферта Югинвестрегион-1 (0,9 млрд руб.).
5 октября	Погашение ВТБ 24-1 (6 млрд руб.). Погашение КВАРТ-финанс-1 (0,25 млрд руб.).
6 октября	Погашение ФСК ЕЭС-4 (6 млрд руб.). Погашение Продимекс-2011 (100 млн долл.).
7 октября	Оферта Россельхозбанк-4 (10 млрд руб.).
10 октября	Оферта Ростелеком-4 (2 млрд руб.). Погашение Газпромбанк-3 (10 млрд руб.).
11 октября	Погашение Финансовая компания НЧ-1 (1 млрд руб.).
12 октября	Погашение Москва-2011 (374 млн евро.). Погашение ВТБ-2011 (450 млн долл.). Погашение ХКФ Банк-4 (3 млрд руб.).
13 октября	Оферта Банк Санкт-Петербург БО-01 (5 млрд руб.).
14 октября	Оферта Инвестторгбанк-4 (1,5 млрд руб.).
18 октября	Погашение МДМ Банк-5 (3 млрд руб.). Погашение Промтрактор-Финанс-2 (3 млрд руб.).
19 октября	Оферта МКБ-8 (3 млрд руб.). Оферта Мосмарт-Финанс-1 (2 млрд руб.).
20 октября	Оферта Ростелеком-14 (1 млрд руб.). Оферта НОМОС-БАНК-2016 (125 млн долл.). Погашение Группа Джей Эф Си-1 (2 млрд руб.). Погашение Нижегородская область-34003 (2 млрд руб.). Погашение Промсвязьбанк-2011 (225 млн долл.).
21 октября	Погашение Пава-2 (1 млрд руб.).

Денежный рынок

12 октября	Банки вернут Минфину 19,3 млрд руб.
------------	-------------------------------------

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ

Дата оферты	Выпуск	Объем выпуска, млн руб.	Цена оферты, %	Ставка предыдущей о купона, %	Новая ставка купона, %	Дата следующей оферты / погашения
04.10.11	Югинвестрегион-1	900	100	13,75	-	-
07.10.11	Россельхозбанк-4	10 000	100	11,5	7,5	4 октября 2013
10.10.11	Ростелеком-4	2 000	100	7,5	-	-
12.10.11	Банк Санкт-Петербург БО-01	5 000	100	8,1	-	-
14.10.11	Инвестторгбанк-4	1 500	100	9,5	-	-
19.10.11	МКБ-8	3 000	100	9,7	-	-
	Мосмарт-Финанс-1	2 000	100	0,1	-	-
20.10.11	Номос-Банк-2016	\$125	100 (CALL)	9,75	-	-

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенкова, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редакционная группа

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чуров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011