

Пульс рынка

- ▶ **Тема замедления глобальной экономики давит на рынки.** Настроения инвесторов в конце прошлой недели были омрачены данными по Китаю (значение индекса PMI в сентябре оказалось ниже 50), которые повышают вероятность замедления темпа роста ВВП ниже 7,5% в условиях сокращения спроса на внешнем рынке (прежде всего, со стороны Европы) и падения частных инвестиций. В результате индексы акций просели на 0,5%. Ожидание увеличения объема стимулирующих мер (о возможности которых, в частности, упомянул Б. Бернанке в пятницу) поддержало котировки нефти Brent на уровне 112 долл./барр. Позитивную динамику на европейских рынках сегодня вызвала публикация стресс-теста испанских банков, который свидетельствует о том, что дефицит капитала составляет всего 59 млрд евро вместо ожидаемых 100 млрд евро. Мы ожидаем сохранения бокового движения рынков сегодня.
- ▶ **Минфин может пролонгировать 300 млрд руб. депозитов на январь 2013 г.** Учитывая, что возврат банками львиной доли имеющихся депозитов (514,9 млрд руб.) приходится на ноябрь, когда в банковскую систему только начнут поступать крупные суммы бюджетных средств, такая мера была бы эффективной с точки зрения сглаживания дефицита ликвидности. Мы полагаем, что решение о пролонгации связано с решимостью ЦБ в этом году избежать ситуации конца 2011 г., когда сочетание сильной напряженности на денежном рынке и необходимости возврата крупных сумм по депозитам Минфину вызвало резкий дефицит ликвидности. Пролонгацию Минфин проводил и тогда, однако, ситуация 2011 г. была гораздо более острой. Источником неопределенности остается лишь механизм, с помощью которого Минфин проведет пролонгацию. Мы не исключаем, что для этого он может использовать "излишек" средств, привлеченных на долговых рынках, а также остатки на счетах.
- ▶ **Открытие размещает облигации.** ФК Открытие в конце прошлой недели открыла книгу заявок на покупку облигаций номиналом 7 млрд руб. с ориентиром YTP 10,65-11,19% к годовой оферте, что соответствует спреду к суверенной кривой в размере 405-460 б.п. Отметим, что в маркетинге находится выпуск Кредит Европа Банка (-/Ba3/BB-) с ориентиром YTP 9,99-10,51% к годовой оферте, верхняя граница которого, по нашим оценкам, соответствует справедливому уровню. Таким образом, за разницу в кредитном качестве Открытие предлагает премию 65 б.п. Напомним, что после объявления ФК Открытие о достижении договоренности приобрести 58,5% НОМОС Банка (-/Ba3/BB) агентство Fitch поместило рейтинг последнего на пересмотр с негативным прогнозом, при этом Банку Открытие был присвоен рейтинг В/позитивный. До конца 2012 г. ФК Открытие планирует получить 100% НОМОС Банка, который впоследствии (через 2-3 года) будет объединен с Банком Открытие. Мы не исключаем, что размещение облигаций связано с процессом приобретения НОМОС банка. Напомним, что в пятницу группа ИСТ выкупила пакет 44,2% ХМБ за 12,8 млрд руб. для последующей продажи НОМОС банку.
- ▶ **Предложение ВЭБа не исключает альтернатив.** Сегодня ВЭБ (BBB/Baa1/BBB) открыл книгу заявок по 3-летним облигациям номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTP 8,94-9,15%, который предполагает премию к кривой ОФЗ в размере 180-200 б.п. Отметим, что в пятницу книга заявок по 4-летнему выпуску ФСК (BBB/Baa2/-) была закрыта с YTP 8,8% (=ОФЗ +140 б.п.), на этом фоне ориентир от ВЭБа выглядит интересным. С другой стороны, неплохой альтернативой бумагам ВЭБа в сегменте госбанков инвестиционной категории являются обращающиеся выпуски "дочки" ВЭБа - МСП-1 (YTP 8,76% @ март 2014 г.) и МСП-2 (YTP 9,13% @ август 2014 г.), которые имеют спред к суверенной кривой более 200 б.п.
- ▶ **Рублевые бонды ЕАБР (BBB/A3/BBB) нашли высокий спрос.** Как мы и ожидали, рублевые еврооблигации EDB17 номиналом 5 млрд руб. нашли высокий спрос (13 млрд руб.), что позволило установить доходность на уровне YTM 8,0%, что на 37,5 б.п. ниже первоначального ориентира. Мы считаем, что новые EDB17 сохраняют потенциал для ценового роста: спред EDB17- RSHB 17 находится в области положительных значений, в то время как среди долларовых бондов EDB 22 торгуются с дисконтом (20-40 б.п.) к кривой РСХБ. Стоит отметить, что некоторым недостатком размещенных бумаг ЕАБР является небольшой объем, который может транслироваться в их невысокую ликвидность на вторичном рынке.

Темы выпуска

- ▶ Синергия: "премиумизация" продолжается

Синергия: "премиумизация" продолжается

Результаты оцениваем умеренно позитивно

Синергия (Fitch: B), один из ведущих производителей ликеро-водочной продукции в РФ, опубликовала результаты за 1П 2012 г. по МСФО, которые мы в целом оцениваем умеренно позитивно. Мы отмечаем рост валовой рентабельности (+3,8 п.п. г./г.) в связи со смещением структуры продаж в сторону более высокомаржинальной продукции (в том числе благодаря работе с премиальными брендами William Grant & Sons и Camus). Возросшие расходы на дистрибуцию и маркетинг в связи с усилением дистрибуционной платформы, ростом штата сотрудников в дистрибуции и маркетинге, увеличением складских мощностей, а также снижение маржи непрофильного пищевого сегмента, привели к небольшому сокращению рентабельности по EBITDA (-1,8 п.п. г./г.). Чистое привлечение долга в 1П 2012 г. составило 1,6 млрд руб., большая его часть была направлена на выкуп собственных акций (994 млн руб.). Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA LTM) за 1П 2012 г. повысилась с 1,5х до 1,9х.

Ключевые финансовые показатели Синергии

В млн руб., если не указано иное	1П 2012	1П 2011	изм.	1П 2012	2П 2011	изм.
Выручка	11 392	10 219	+11%	11 392	14 994	-24%
Валовая прибыль	4 599	3 737	+23%	4 599	5 200	-12%
Валовая рентабельность	40,4%	36,6%	+3,8 п.п.	40,4%	34,7%	+5,7 п.п.
EBITDA	1 293	1 344	-4%	1 293	1 899	-32%
Рентабельность по EBITDA	11,3%	13,1%	-1,8 п.п.	11,3%	12,7%	-1,4 п.п.
Чистая прибыль	501	976	-49%	501	685	-27%
Чистая рентабельность	4,4%	9,5%	-5,1 п.п.	4,4%	4,6%	-0,2 п.п.
Операционный поток	207	-544	-	207	-251	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-471	-433	+9%	-471	-39	+12,1х
Капвложения	-477	-444	+7%	-477	-336	+42%
Финансовый поток	566	-410	-	566	395	+43%

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	7 166	5 567	+29%
Краткосрочный долг	1 233	1 243	-1%
Долгосрочный долг	5 934	4 324	+37%
Чистый долг	6 146	4 849	+27%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,9х	1,5х	-

*EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка росла за счет объемов продаж собственного производства

Выручка компании за 1П 2012 г. выросла на 11% г./г. до 11,4 млрд руб., что было обеспечено преимущественно увеличением объемов производства и отгрузки алкогольной продукции на 11% до 6,2 млн декалитров. Отдельно по сегментам наблюдалась разнонаправленная динамика: продажи продукции собственного производства выросли на 28% г./г., розница - на 6% г./г., в то время как в дистрибуции произошло снижение выручки на 46% г./г. (отказ от дистрибуции низкомаржинальной продукции других производителей). В пищевом дивизионе (с долей 23% в выручке) наблюдался рост 15% г./г. за счет птицеводческого направления.

Операционный денежный поток стал положительным

Несмотря на инвестиции в оборотный капитал (хотя и в меньшем объеме, чем в 1П 2011 г. (-21% г./г.)), чистый операционный денежный поток впервые за последние 3 года вышел в положительную область (206,8 млн руб.). Однако его было недостаточно, чтобы полностью профинансировать капвложения.

Компании предстоит пройти оферту по БО-1 8 октября

Общий долг за 1П 2012 г. вырос на 29% до 7,2 млрд руб., его большая часть представлена 3 облигационными выпусками. По Синергия, БО-1 (номиналом 3 млрд руб.) 8 октября 2012 г. намечена оферта. Новая ставка купона была установлена на уровне 9,5% до погашения в октябре 2013 г., что, на наш взгляд, не соответствует сложившимся сейчас уровням доходностей корпоративных бумаг эмитентов второго-третьего эшелона. Мы рекомендуем владельцам облигаций воспользоваться офертой. Отметим, что на 30 июня 2012 г. денежные средства на счетах компании составляли 1 млрд руб., и их будет недостаточно в случае предъявления инвесторами всех бумаг к выкупу.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика августа: не пора ли беспокоиться?

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

РФ: ожидаемый рост инфляции

Валютный рынок

Курс рубля: фактор Роснефти

Монетарная политика ЦБ

ЦБ РФ вчера поднял депозитные и кредитные ставки на 25 б.п.

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: без сюрпризов

Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.