

# Рынки и Эмитенты: факты и комментарии

08 апреля 2011 года

## Новость дня

Государственный внутренний долг РФ, выраженный в государственных ценных бумагах, за март 2011 года вырос на 141,338 млрд руб. (5,4%) до 2746,536 млрд руб.

## Новости эмитентов.....стр 2

- Субординированные облигации **ЛОКО-Банка** – долгосрочная, но привлекательная инвестиция.
- **Ярославская область**: первичное предложение – интересно с доходностью 7,5–7,7% годовых.
- **МКБ**: итоги по МСФО за 2010 год.
- **ММК**: итоги 2010 года отражают рост долговой нагрузки.
- **Группа Синергия**: позитивные итоги 2010 года по МСФО.

## Денежный рынок.....стр 8

- Инвесторы в евро продолжают верить в будущие повышения ставок со стороны ЕЦБ.
- Рубль чувствует себя вполне комфортно.

## Долговые рынки .....стр 9

- Внешние рынки: ЕЦБ оправдывает ожидания, в США увеличиваются политические риски.
- Российские еврооблигации оказались под давлением снижения спроса на риски.
- Рублевые облигации: покупки продолжаются, участники ждут появления на вторичном рынке новых бумаг.

## Панорама рублевого сегмента.....стр 11

## Основные рыночные индикаторы

ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ			
	Yield	Изм 1 день, бп	YTD, бп
UST - 10 Y	3,55%	0	18
Russia-30	4,67%	4	-16
ОФЗ 25068	6,31%	-13	-81
ОФЗ 25065	5,42%	-7	-93
Газпромнефт4	5,20%	-2	-47
РЖД-10	6,82%	-1	-53
АИЖК-8	7,64%	0	-31
ВТБ - 5	7,01%	-7	-69
РоссельхБ-8	6,80%	44	-7
МосОбл-8	7,28%	-1	-124
Мгор62	6,79%	3	-64

ИНДЕКСЫ			
		Изм 1 день, бп	YTD, бп
MICEX_BOND_CP	95,58%	2	87
iTRAXX XOVER S15 5Y	362,62	3	-76
CDX HO 5Y	161,10	1	-4

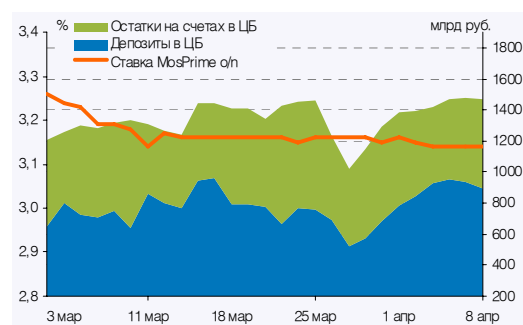
		Изм 1 день, %	YTD, %
MICEX	1 844,33	-0,8%	9,3%
RTS	2 089,52	-1,0%	18,0%
S&P 500	1 333,51	-0,2%	6,0%
DAX	12 409,49	-0,1%	79,5%
NIKKEI	7 215,11	0,6%	-30,3%

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
	долл.	Изм 1 день, %	YTD, %
Нефть Urals	118,69	0,5%	31,2%
Нефть WTI	110,30	1,4%	22,8%
Золото	1 458,07	-0,1%	3,8%
Никель LME 3 M	26 799	1,4%	10,3%

Источник: Bloomberg, ММВБ

## Характеристика денежного рынка



Источник: Банк России

**МАКРОНовости**

- Европейский центральный банк увеличил базовую процентную ставку на 25 б.п. до 1,25% годовых.
- Банк Англии оставил базовую ставку на прежнем уровне 0,5%. Объем выкупа активов в размере 200 млрд фунтов стерлингов также был оставлен без изменений.
- Банк России в марте 2011 года на внутреннем валютном рынке купил 4,49 млрд долл. и 636,36 млн евро. При этом объем целевых покупок составил 3,43 млрд долл. и 439,38 млн евро. Напомним, что покупки в феврале были на уровне 3,48 млрд долл. и 796,42 млн евро. Продажа долларов США и евро в первом квартале 2011 года, Банком России не осуществлялась.
- Государственный внутренний долг РФ, выраженный в государственных ценных бумагах, по состоянию на 1 апреля 2011 года, по данным Минфина, составил 2746,536 млрд руб. За март 2011 года внутренний госдолг вырос на 141,338 млрд руб. (5,4%). Увеличение госдолга за март произошло за счет размещения ОФЗ на сумму 101,338 млрд руб. и еврооблигаций на 40 млрд руб. За первый квартал 2011 года госдолг в госбумагах вырос на 284,945 млрд руб. или 11,6%. В структуре внутреннего долга по состоянию на 1 апреля 2011 доля ОФЗ–АД составляет 800,084 млрд руб., ОФЗ–ПД – 1 599,452 млрд руб., ГСО–ФПС – 132 млрд руб., ГСО–ППС – 175 млрд руб., еврооблигации, номинированные в национальной валюте, – 40 млрд руб.

**Купоны, оферты, размещения**

- На аукционе по размещению бескупонных краткосрочных **ОБР 18** выпуска объемом до 50 млрд руб., по данным Банка России, объем спроса по номиналу составил 39,761 млрд руб. Размещено бумаг на сумму 32,299 млрд руб. Объем привлеченных средств – 32,087 млрд руб. Средневзвешенная цена выпуска составила 99,345% от номинала, цена отсечения – 99,343%. Доходность по средневзвешенной цене составила 3,44% годовых, по цене отсечения – 3,45% годовых.
- Ставка 3–4–го купонов по облигациям **«Мой Банк»** серии 05 установлена на уровне 10% годовых. Выпуск объемом 1, 602 млрд руб. был размещен в апреле 2010 года сроком на 5 лет. Ставка первых двух купонов была установлена на конкурсе в размере 12,96% годовых.
- **ОАО «ФСК ЕЭС»** проводит открытый конкурс по выбору организатора выпуска корпоративных классических облигаций общим номинальным объемом не более 125 млрд руб.
- Совет директоров **ОАО «Западный скоростной диаметр»** утвердил решение о размещении 5 выпусков облигаций общим объемом 25 млрд руб.
- Биржевые облигации **ОАО «Иркутскэнерго»** серии БО–01 включены в котировальный список «А» второго уровня ФБ ММВБ.
- Биржевые облигации **ООО «ЮТэйр–Финанс»** серии БО–03 включены в котировальный список «А» первого уровня ФБ ММВБ.
- **Группа «Разгуляй»** планирует в конце апреля начать размещение биржевых облигаций серии БО–16 объемом 3 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона облигаций установлен в диапазоне 11,5–12,25% годовых. По выпуску объявлена 1,5–летняя оферта. Заявленный выпуск облигаций Компании в настоящее время еще не зарегистрирован ММВБ.

**Субординированные облигации ЛОКО–Банка – долгосрочная, но привлекательная инвестиция.**

Сегодня мы продолжаем рассматривать выпуски еврооблигаций, которые находятся в процессе размещения. Напомним – сейчас идет road show субординированного займа ЛОКО–Банка объемом 50 млн долл. сроком до 5,5 лет с ориентиром доходности 10,5–11,5% годовых. Срок обращения – до 5,5 лет.

В целом, на данном отрезке дюрации предложение бумаг частных банков ограничено – преимущественно на рынке сейчас присутствуют короткие бумаги: пусть доходность по ним не столь заманчива, зато перспективы более прозрачные в силу короткой дюрации. Опять же ликвидность повыше. С другой стороны, ЛОКО–Банку с достаточностью капитала (Н1) на 1 марта 2011 года (здесь и далее показатели приведены по РСБУ, поскольку невыполнение требований ЦБ грозит отзывом лицензии) в размере 11,75% не до ликвидности выпуска, на первое место выходит его субординированный статус (соответственно, заем уже не может быть коротким) и возможность включения займа в собственные средства. Можно было бы это сделать и через капитал 1 уровня, но за счет прибыли он пополняться не успевает (все–таки темпы роста Банка заметно выше среднеотраслевых – «+53%» по РСБУ за 2010 год), а увеличивать акционерный капитал, видимо, в планы собственников не входит. С другой стороны, это вполне понятно: на 1 марта соотношение капиталов 1 и 2 уровней было 84:26 – вполне консервативно и позволяет увеличивать долю дополнительного капитала. Конечно, это потребует дополнительных процентных платежей, однако, с учетом активного кредитования малого и среднего бизнеса (55% кредитного портфеля) и розницы (11%), мы полагаем, что стоимость данного фондирования вполне приемлемая для ЛОКО–Банка. К минусам выпуска можно отнести небольшие размеры займа, что снижает интерес к нему.

Возвращаясь к рынку еврооблигаций, отметим, что с погашением в 2015–2016 годах сейчас обращаются субординированные выпуски Промсвязьбанка (Ba2 / – / BB–) (YTM 7,69% к погашению в мае 2015 года и YTM 7,88% к июлю 2016 года), Банка Русский Стандарт (Ba3 / B+ / B+) (YTM 7,52% к декабрю 2015 года) и МБРР (B1 / – / B+) (YTM 8,37% к марту 2016 года). С одной стороны, эти банки в разы крупнее ЛОКО–Банка (B2–/B+) и с более высокими международными рейтингами. С другой стороны, у Банка достаточно прочное финансовое состояние (см. наш обзор от 25 января 2011 года [http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytcs/special/Research\\_LOKO-Bank\\_25012011.pdf](http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytcs/special/Research_LOKO-Bank_25012011.pdf)) и привлекательная акционерная структура (блок пакет приходится на зарубежные финансовые организации IFC (15%) и East Capital (11%)). Исходя из этого, мы оцениваем справедливый уровень доходности для данного выпуска при сроке 5,5 лет – 10,5–11,0%.

Елена Федоткова  
fedotkova\_ev@nomos.ru

**Ярославская область: первичное предложение – интересно с доходностью 7,5–7,7% годовых.**

Ярославская область 19 апреля 2011 года начнет по открытой подписке размещение 3–летних облигаций серии 34010 объемом 3 млрд руб. По выпуску предусмотрены фиксированные ставки купона: 1–4 купоны на уровне 8% годовых, 5–8 купоны – 7,75% годовых, 9–11 купоны – 7,5% годовых, последнего 12 купона – 7,25% годовых. Поэтому аукцион будет проходить по определению цены размещения. Выпуск предусматривает амортизационное погашение номинальной стоимости: 35% в дату выплаты 9 купона, 65% в дату погашения. Дюрация облигаций составляет порядка 2,47 года. Кредитный рейтинг Ярославской области от Fitch – «BB–» /Позитивный.

*В настоящее время у Ярославской области в обращении находится 3 выпуска рублевых облигаций, но их доходность вряд ли сможет выступить в качестве ориентира при позиционировании нового выпуска области, поскольку два из них гасятся уже в апреле и июне этого года, а ликвидность третьего и более длинного находится на минимальном уровне. Впрочем, сейчас достаточно проблематично найти ликвидные облигации субъектов федерации, близких к Ярославской области по масштабам бюджета и с рейтингом на уровне «BB–/BB+». К данным регионам можно отнести: Республики Коми и Чувашия, Удмуртию, Липецкую, Ленинградскую, Белгородскую, Волгоградскую и Пензенскую области. Тем не менее, установившийся за последнее время*

уровень доходности облигаций данных регионов, по нашим оценкам, несет премию порядка 130–150 б.п. к кривой ОФЗ на отрезке дюрации 2–3 года. В свою очередь, кредитоспособность Ярославской области по итогам 2010 года находилась на приемлемом уровне: доходы составили 39,7 млрд руб., расходы – 41,9 млрд руб., дефицит – 2,2 млрд руб., соб.доходы – 26,4 млрд руб. (или 66,5% от всех доходов), гос.долг – 11,99 млрд руб., соотношение гос.долг/соб.доходы – 45,5%. Между тем, в 2011 году бюджетом утвержден рост доли собственных доходов относительно итогов 2010 года. Так, по плану, собственные доходы должны увеличиться на 12,7% до 29,7 млрд руб., а их доля в общих доходах возрастет с 66,5% до 87,9%, что говорит о снижении зависимости бюджета региона от федерального центра. При этом уровень долговой нагрузки области, согласно прогнозу, останется на уровне 2010 года, несмотря на то, что на конец 2011 года прогнозируется рост гос.долга на 13,9% до 13,66 млрд руб., хотя соотношение гос.долг/соб.доходы составит 45,9%. Учитывая уровень кредитного качества Ярославской области, а также сложившийся спрэд бумаг регионов к кривой ОФЗ и дефицит «нового» предложения на долгом рынке субфедерального долга, мы считаем справедливым для облигаций Эмитента доходность 7,5–7,7% годовых при дюрации 2,47 года, что соответствует цене бумаг 101,1–100,7%.

Александр Полутов  
polyutov\_av@nomos.ru

## ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

### МКБ: итоги по МСФО за 2010 год.

Вчера Московский Кредитный Банк представил инвесторам результаты своей деятельности по МСФО за 2010 год. Подробно мы их рассмотрим в следующем обзоре, а пока приводим основные выдержки пресс-релиза Банка. Чистая прибыль составила 3,021 млрд руб., что в 3,9 раза больше по сравнению с показателем за 2009 год (780 млн руб.). Соответственно, рентабельность капитала (ROAE) увеличилась до 24,4% с 8,9%, а рентабельность активов (ROAA) – с 1,06% до 2,39%. Ведущим фактором повышения рентабельности стал рост операционной эффективности в условиях быстрого роста бизнеса. Чистый процентный доход увеличился на 55% до 6,066 млрд руб., несмотря на снижение процентной маржи (5,4% в 2010 году против 6,4% годом ранее) и спрэда (4,5% в 2010 и 5,0% в 2009 году). Соотношение операционных расходов и доходов (Cost-to-Income ratio) в 2010 году у Банка улучшилось до 38,9% против 42% годом ранее. Активы Банка выросли на 90,1% и составили 165,5 млрд руб., кредитный портфель (net) увеличился на 78% и на отчетную дату достиг 103,9 млрд руб. Доля просроченных кредитов снизилась по сравнению с 2009 годом с 3,8% до 2%. Коэффициент достаточности капитала снизился – до 13,6% по сравнению с 14,0% годом ранее. /www.mkb.ru/

Основные финансовые показатели			
млн руб.	2010	2009	изменение, %
Активы	165 471	87 059	90,1%
Обязательства	151 704	76 016	99,6%
Капитал (по Базелю)	20 386	11 648	75,0%
Кредитный портфель (за вычетом резервов)	103 852	58 291	78,2%
NPL (90+)	1 628	1 794	-9,3%
Чистая прибыль	3 021	780	287,3%
Чистый процентный доход (до вычета резервов)	6 067	3 914	55,0%
Непроцентные доходы	2 594	2 012	28,9%
Основные финансовые коэффициенты, %	2010	2009	изменение, %
Достаточность капитала (CAR), %	13,6	14,0	-0,4
NIM, %	5,7	6,1	-0,4
Cost / Income	37,0	40,3	-3,3
ROE, %	24,4	9,0	15,4
ROA, %	2,4	1,1	1,3
NPL (90+), %	1,5	3,0	-1,5

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС-БАНКа

## МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫВАЮЩИЙ СЕКТОР

ММК: итоги 2010 года отражают рост долговой нагрузки.

Результаты 4 квартала и всего 2010 года вчера опубликовал ММК, комментируя их, можно отметить, что итоги года укладываются в общеотраслевой тренд, но отразить ощутимое улучшение кредитных метрик, особенно в части долговой нагрузки Компании не удалось.

Финансовые результаты ММК по МСФО						
млн долл	2009	2010	изм, %			
<b>Основные балансовые показатели</b>						
Активы	14 849	16 738	12,7%			
Основные средства	11 292	12 226	8,3%			
Запасы	958	1 236	29,0%			
Денежные средства и их эквиваленты	165	515	212,1%			
Финансовый долг	2 074	3 528	70,1%			
Долгосрочные займы	1 266	2 454	93,8%			
Краткосрочные займы	808	1 074	32,9%			
Чистый долг	1 909	3 013	57,8%			
Задолженность перед поставщиками	581	569	-2,1%			
<b>Основные показатели прибыли и убытков, денежный поток</b>						
млн долл	2009	2010	изм, %	3 кв 10	4 кв 10	изм, %
Выручка	5 081	7 719	51,9%	2 055	1 944	-5,4%
ЕБИТДА	1 309	1 606	22,7%	388	407	4,9%
Чистая прибыль	219,0	232,0	5,9%	43,0	42,0	-2,3%
Денежный поток от операционной деятельности	865,0	1 173,0	35,6%	-	-	-
<b>Основные финансовые коэффициенты</b>						
	2009	2010	изм, %	3 кв 10	4 кв 10	изм, %
Рентабельность ЕБИТДА	25,8%	20,8%	-5 п.п.	18,9%	20,9%	+2 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	4,3%	3,0%	-1,3 п.п.	2,1%	2,2%	+0,1 п.п.
Финансовый долг/ЕБИТДА	1,58	2,20	+0,62x	-	-	-
Чистый долг/ЕБИТДА	1,46	1,88	+0,42	-	-	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКА

На фоне роста выручки за год на 51,9%, до 7,719 млрд долл. ММК увеличил ЕБИТДА на 22,7% до 1,606 млрд долл. При этом норма ЕБИТДА составила 20,8%. Как было отмечено менеджментом в комментариях к отчетности, росту выручки способствовал рост объемов выпуска на 17% в условиях довольно комфортно конъюнктуры товарных рынков. Среди ключевых аспектов, поддержавших динамику операционных показателей, обозначим также активное освоение ММК новых видов продукции, характеризующихся более высокой добавленной стоимостью, а также увеличением доли продаж на внутреннем рынке. Вместе с тем, норма ЕБИТДА оказалась ниже на 5%, чем годом ранее – 25,8%.

Судя по всему, именно концентрация на локальном рынке поддержала ММК в 4 квартале, который для других компаний отрасли оказался довольно напряженным по причине невозможности оперативного переноса возросших сырьевых издержек в цены продаж. ЕБИТДА за 4 квартал выросла на 5% по сравнению с 3 кварталом 2010 года и составила 407 млн долл., несмотря на то, что выручка Группы ММК за 4 квартал 2010 была на 5% ниже уровня 3 квартала 2010 года – 1,944 млрд долл. против 2,055 млрд долл.

Можно отметить, что одной из наиболее слабых финансовых характеристик ММК становится долговая нагрузка. На конец отчетного года долговой портфель составлял 3,548 млрд долл., что на 70% больше, чем годом ранее. Более-менее комфортен кредитный портфель по срочности только 30 % – это краткосрочные обязательства. Можно говорить о том, что частично нивелирует риски рефинансирования запас денежных средств, а также весомый объем инвестиций в котирующиеся ценные бумаги (более 1 млрд долл.). Однако мы при расчете суммы «Net Debt» предпочитаем ориентироваться на объем денежных средств, которые составляют всего 515 млн долл. Таким образом, при соотношении Debt/ЕБИТДА на уровне 2,2x (1,58x по итогам 2009 года) Net debt/ЕБИТДА за 2010 год, по нашим расчетам, составляет 1,88x (1,46x в 2009 году).

Главные причины роста долга – это довольно высокая инвестиционная активность: ММК израсходовал на капитальные расходы, ориентированные, главным образом, на приобретение новых и модернизацию действующих активов, рекордные 2,209 млрд долл. («+37%» относительно показателя 2009 года – 1,613 млрд долл.).

Судя по озвученным планам на 2011–2012 годы, инвестиции в развитие производства сохраняются на высоком уровне, одним из наиболее затратных из уже анонсированных проектов является завершение сделки по приобретению 50% минус 1 акция турецкого актива ММК – ММК–Atakas у семьи Акаташ за 485 млн долл. Кроме того, нет деталей развития угольного направления на базе Белона. Насколько мы помним, не так давно менеджмент ММК высказывал интерес относительно активов Распадской, что может потребовать от Эмитента привлечения кредитного рычага и повлечет ощутимое изменение текущих кредитных метрик. Пока какие-либо угрозы по агрессивному росту долга остаются на уровне вероятностных, мы относим ММК к числу представителей отрасли с устойчивым кредитным профилем, который достаточно справедливо оценен участниками рынка.

Какой-либо заметной реакции на публикацию отчетности за год в котировках торгуемых выпусков биржевых облигаций ММК мы не ожидаем. При этом довольно слабая ликвидность выпусков на фоне активных переоценок в других бумагах сектора, может стать причиной образования определенных ценовых диспропорций: наиболее недооцененным, в случае сохранения преобладающего на рынке оптимизма, могут оказаться бумаги ММК–БО4 (УТМ 7,27%/ 962 дня). Вместе с тем, в секторе еще достаточно более доходных альтернатив, среди которых выпуски РУСАЛ–07 (УТР 8,19% / 958 дней) или ТМК–БО1 (УТМ 7,9% / 821 день).

Ольга Ефремова  
efremova\_ov@nomos.ru

## ПОТРЕБСЕКТОР И АПК

### Группа Синергия: позитивные итоги 2010 года по МСФО.

Финансовые результаты Группы «Синергия» в 2008-2010 гг. по МСФО					
млрд руб.	2010	2009	2008	2010/2009	2009/2008
Основные финансовые показатели					
Выручка	21,128	18,073	16,729	16,9%	8,0%
ЕБИТДА	3,340	2,924	2,503	14,2%	16,8%
Чистая прибыль	1,572	1,148	1,128	36,9%	1,8%
Финансовые расходы	-0,760	-1,168	-0,647	-35,0%	80,6%
Активы	25,059	20,513	19,539	22,2%	5,0%
Дебиторская задол-ть	9,304	7,359	5,870	26,4%	25,4%
Денежные средства и их эквиваленты	2,000	0,734	0,927	172,4%	-20,7%
Финансовый долг, в т.ч.	6,161	6,173	7,111	-0,2%	-13,2%
долгосрочный	4,967	2,571	0,965	93,2%	166,4%
краткосрочный	1,193	3,602	6,146	-66,9%	-41,4%
Чистый долг	4,160	5,438	6,185	-23,5%	-12,1%
Кредиторская задол-ть	3,549	3,150	3,334	12,7%	-5,5%
Показатели эффективности и покрытия долга					
Рентабельность ЕБИТДА	15,8%	16,2%	15,0%	-0,4 п.п.	1,2 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	7,4%	6,4%	6,7%	1,0 п.п.	-0,3 п.п.
Фин. долг/ЕБИТДА	1,84	2,11	2,84	-	-
Чистый долг/ЕБИТДА	1,25	1,86	2,47	-	-
ЕБИТДА/% расходы	4,40	2,50	3,87	-	-
Фин. долг/Активы	0,25	0,30	0,36	-	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС–БАНКа

Вчера Группа Синергия опубликовала свои финансовые результаты за 2010 год по МСФО, которые ожидаемо оказались позитивными, что было неудивительным, учитывая сильные операционные данные за минувший год, особенно в ключевом алкогольном бизнесе (отгрузка алкогольной продукции увеличилась на 15% до 11,6 млн

декалитров). Так, консолидированная выручка Компании возросла на 16,9% до 21,13 млрд руб., показатель EBITDA – на 14,2% до 3,34 млрд руб., чистая прибыль – на 36,9% до 1,57 млрд руб. Основным драйвером роста продаж алкогольной продукции в 2010 году стало активное расширение системы дистрибуции Группы (был увеличен штат сотрудников занятых в продажах) и инвестиции «в лучшее полочное пространство в магазинах». В результате, у Компании увеличились общие и административные расходы (+27,6% до 1,37 млрд руб. относительно 2009 года), а именно фонд заработной платы, арендные платежи и пр., а также возросли расходы на дистрибуцию («+28,6%» до 3,06 млрд руб.). Тем не менее, это не привело к снижению эффективности бизнеса «Синергии»: рентабельность EBITDA за 2010 год осталась практически на уровне 2009 года, составив 15,8% («–0,4 п.п.»). Отметим, что поддержку рентабельности оказала премиумизация портфеля алкогольных брендов, маржинальность которых заметно выше. В частности, по данным Компании, продажи премиальной водки «Veluga» в 2010 году выросли на 30%, «Мягков» – на 15%. Отдельно стоит отметить, что давление на эффективность бизнеса всей Группы было оказано пищевым сегментом, рентабельность EBITDA которого в минувшем году снизилась на 10 п.п. до 11% из-за роста цен на сухое молоко и негативное изменение цен на мясо птицы.

В свою очередь, долговая нагрузка «Синергии» в отчетном периоде снизилась: соотношение Финансовый долг/EBITDA составило 1,84x против 2,11x в 2009 году, Чистый долг/EBITDA – 1,25x против 1,86x. При этом размер долга Компании остался на прежнем уровне – 6,16 млрд руб. (–0,2% к 2009 году). В 2010 году «Синергия» провела большую работу над своим кредитным портфелем: существенно улучшилась временная структура долга (на обязательства до 1 года на конец декабря приходилось только 19,4% (или 1,19 млрд руб.), хотя еще год назад они занимали 58,4%). Кроме того, произошло заметное сокращение стоимости обслуживания долга: средневзвешенная ставка по кредитам и займам снизилась с 20% до 11%, что привело к уменьшению финансовых расходов Компании на 35% до 760 млн руб. Также увеличилась доля необеспеченных кредитов в портфеле с 20% в 2009 году до 60% в 2010 году. В дальнейшем Группа, по заявлению менеджмента, намеренна поддерживать консервативный уровень долговой нагрузки: соотношение Чистый долг/EBITDA в пределах 1,5x. Мы считаем, что риски рефинансирования у «Синергии» на низком уровне, учитывая, что вся краткосрочная часть долга покрывается денежными средствами на счетах (было по итогам 2010 года 2 млрд руб.). Напомним, в конце 2010 года «Синергия» провела SPO и привлекла денежные средства, по данным Компании, на сумму 3 млрд руб. Между тем, денежных средств и операционного денежного потока будет вполне достаточно и для реализации намеченной инвестиционной программы на сумму 50 млн долл. (1,4 млрд руб.), из которых 15 млн долл. (или 423,5 млн руб.) пойдет на развитие пищевого сегмента, 35 млн долл. (988 млн руб.) – в алкогольный бизнес. Учитывая кредитные метрики «Синергии» за 2010 год, мы считаем ее кредитный профиль достаточно надежным, а уровень долговой нагрузки умеренным.

Вместе с тем, позитивные итоги 2010 года вряд ли отразятся на котировках биржевых облигаций Эмитента серии БО–1 (УТР 8,48%/521 дн.), поскольку они были ожидаемы, а текущий уровень доходности, на наш взгляд, достаточно справедливо оценен рынком.

Александр Полютков  
polyutov\_av@nomos.ru

## Денежный рынок

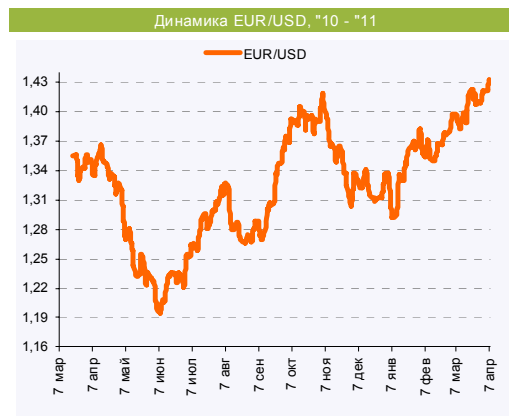
Вчерашние торги на международном валютном рынке, несмотря на довольно весомые события, выглядели вполне спокойно. Решение ЕЦБ об увеличении процентной ставки полностью совпало с ожиданиями финансового сообщества, что само по себе могло спровоцировать сильные распродажи. Однако в ходе своей пресс-конференции Ж.-К. Трише признал, что темпы роста инфляции превзошли все ожидания и, вероятно, это не первое повышение в ближайшее время. Есть все основания полагать, что европейский регулятор, скорее всего, возьмет небольшую паузу с целью наблюдения адекватности принимаемых мер. Вместе с тем, как мы и предполагали, новость о возможности пересмотра ключевой ставки в сторону повышения в будущем была воспринята инвестором позитивно, что не дало европейской валюте новый стимул для роста. Но не стоит забывать и о проблемах, которые в настоящий момент складываются с Португалией, проводящей подсчет средств, необходимых для относительно «безболезненного» решения проблемы с внешними заимствованиями. Единственным позитивным фактом является готовность ЕС предоставить в сжатые сроки все необходимые ресурсы, так как, несмотря на все попытки властей Португалии решить вопрос самостоятельно, в это практически никто не верил. Стоит напомнить, что еще в марте на саммите стран Еврозоны, уже обсуждался вопрос финансовой поддержки Португалии за счет средств фонда финансовой стабильности при первом же обращении, однако в обмен страна должна будет принять радикальные меры по сокращению дефицита бюджета. На наш взгляд, ранее разработанный правительством план по выходу страны из затруднительной ситуации за счет сокращения расходов на развитие и на социальные программы, но так и не одобренный парламентом в настоящий момент имеет все шансы получить вынужденную поддержку.

Несмотря на все сигналы плавного восстановления рынка труда США, в частности устойчивой динамики сокращения числа лиц, первоначально обратившихся за пособием по безработице, превосходящей ожидания рынка, инвесторы все же пока предпочитают евро. По итогам дня пара EUR/USD практически не изменилась в своем значении (1,43х).

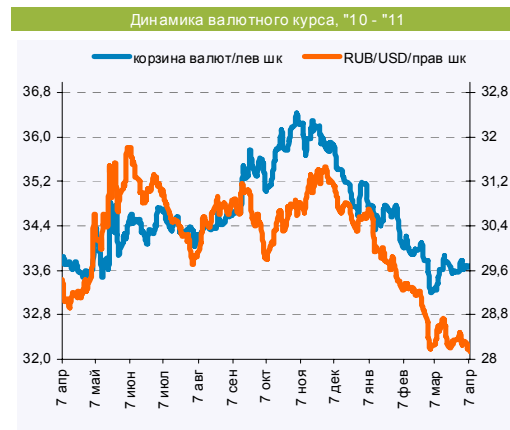
На внутреннем валютном рынке наблюдается небольшой раскол между поведением курса доллара и бивалютной корзины. Американская валюта в ходе торговой сессии выглядела более волатильной, хоть и без ярко выраженной динамики. В середине торгов можно было наблюдать попытки доллара восстановиться после утреннего падения, которые так и не увенчались успехом – его стоимость при закрытии не отличалась от утренних значений 28,25 руб. Бивалютная корзина в течение дня колебалась на уровне 33,71 руб., при этом большую часть времени отклонения не превышали 1 копейки.

Объем ликвидности банковской системы, достигнув своего максимального значения, понемногу начал сжиматься. Так по данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах по итогам вчерашнего дня недосчиталась 14 млрд руб. и составила 1,468 трлн руб. Вместе с тем, этого показателя вполне достаточно для беззаботного функционирования финансовой системы. Проводимый вчера депозитный аукцион Банка России на один месяц привлек внимание 76 кредитных организаций, а средневзвешенная ставка составила 3,25%, что на 19 б.п. ниже предложений на рынке МБК.

Егоров Алексей  
egorov\_avi@nomos.ru



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

## Долговые рынки

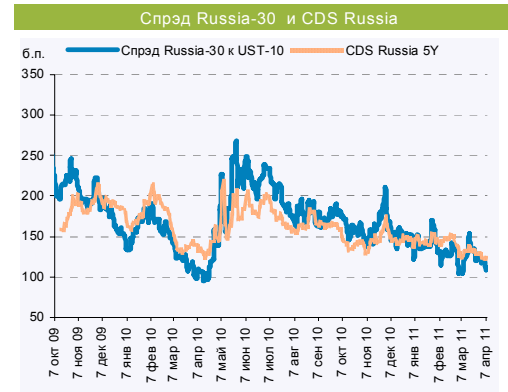
Глобальные площадки закончили торги четверга в зоне отрицательных переоценок, несмотря на зафиксированные годовые максимумы в сырьевом сегменте: котировки нефти марки WTI «перешагнули» отметку в 110 долл. за барр., а по сорту Brent уже менее 3 долл. осталось до уровня в 125 долл. Также в зоне рекордно высоких значений остаются котировки золота, они пока целенаправленно движутся к отметке 1470 долл. за унцию. Складывается впечатление, что при текущих условиях, когда и Европу и США с новой силой будоражат внутренние проблемы, инвесторы пребывают в поиске каких-то более понятных защитных позиций.

Итак, вчера ЕЦБ довольно четко выразил свою готовность «отвечать за слова», подняв ставку на ожидаемые 25 б.п., к чему рынок готовился, пожалуй, в течение всего последнего месяца, когда в выступлениях главы ЕЦБ и прочих представителей регулятора проблема борьбы с инфляцией получила статус приоритетной. Отметим, что ключевым посылом пресс-конференции, проходящей после заседания, стало заявление о дальнейшем тщательном мониторинге инфляционных рисков и возможном последующем повышении ставки, как механизма их ограничения.

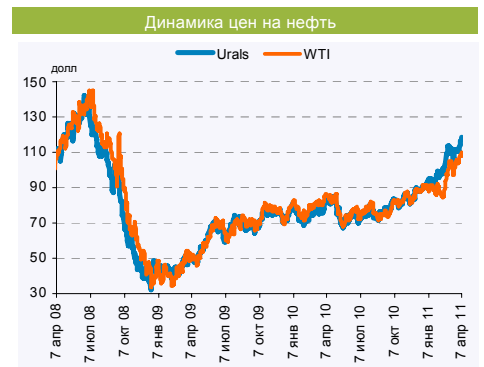
Для европейских фондовых площадок решение регулятора по ставке не смогло противостоять высокой активности продавцов и, в конечном счете, отрицательная переоценка ключевых индексов составила порядка 0,5–0,6%. В части долговых бумаг наметились определенные позитивные моменты, масштабный sell-off «сбавил обороты», однако доходности госбумаг стран ЕС пока не демонстрируют ощутимого снижения. После того, как Португалия все же собралась с силами обратиться за финансовой поддержкой к ЕС, аналогичных действий участники рынка ждут теперь и от Греции, которой также пока не удалось урегулировать вопрос с сокращением бюджетного дефицита, при этом попытки привлечь средства посредством размещения новых бумаг повлекли за собой ощутимый рост стоимости новых займов.

Динамика площадок США не особо выразительна, внутридневная волатильность заметно возросла. Проблема не оправдывающего ожидания темпа восстановления экономики, дна из наиболее актуальных в последнее время, постепенно отходит на второй план за счет благоприятного влияния макроданных, которые в части вчерашних отчетов продемонстрировали не только рост потребительского кредитования в феврале до 7,61 млрд долл. (4,44 млрд долл. в январе и ожидания на февраль 4,7 млрд долл.), но и достаточно стабильную ситуацию на рынке труда (данные о количестве заявок на пособие по безработице практически уложились в прогноз). Вместе с тем, серьезные опасения вызывает неопределенность поведения регулятора в отношении ограничения инфляционных рисков и его, на наш взгляд, опрометчивая оценка их как «временных». Кроме того, довольно сильно настораживает инвесторов проявляющаяся политическая нестабильность: немало беспокойства доставляет факт еще до сих пор несогласованного бюджета США. Отрицательная переоценка за четверг «уложилась» в 0,13% – 0,15%, но здесь, как мы полагаем, большая составляющая именно спекуляций на вчерашней макростатистике и позитивных новостях из корпоративного сегмента, тогда как в целом говорить о стратегическом

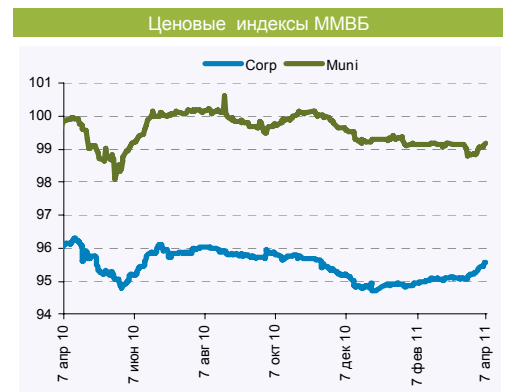
Ольга Ефремова  
efremova\_ov@nomos.ru



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg



Источник: ММВБ

преобладании оптимизма не приходится. В сегменте UST дневная амплитуда колебания доходности по 10-летним бумагам составляла порядка 5 б.п. (от 3,52% до 3,57%), при этом к моменту окончания торгов доходность вернулась на уровень предыдущего закрытия 3,55% годовых.

Ориентируясь на довольно уверенное положение евро относительно доллара, а также преобладающий позитивный настрой в сырьевом сегменте, мы ожидаем преобладания позитивных настроений в отношении европейских рискованных активов. Американскому фондовому сегменту в условиях отсутствия какой-либо ощутимой поддержки в виде макроотчетов придется, главным образом, ориентироваться на локальные новости, наиболее «горячей» из которых остается вопрос о принятии государственного бюджета.

В четверг российские еврооблигации оказались в рамках глобального тренда ослабления спроса на рискованные активы. Торги в суверенных Russia-30 начинались «гэпом» вниз в пределах 25 б.п. и в дальнейшем к закрытию подешевели до 116,625%. Негосударственный сектор отреагировал сокращением торговой активности и смещением ценовых уровней в выпусках ВымпелКом 18 и 21, Северсталь-17, РЖД-17, Совкомфлота, ТНК, ЛУКОЙЛа, ВТБ в среднем на 25 б.п. В то же время движение «против рынка» наблюдалось в выпусках АПРОСА-20, которые прибавили в цене порядка 25 б.п.

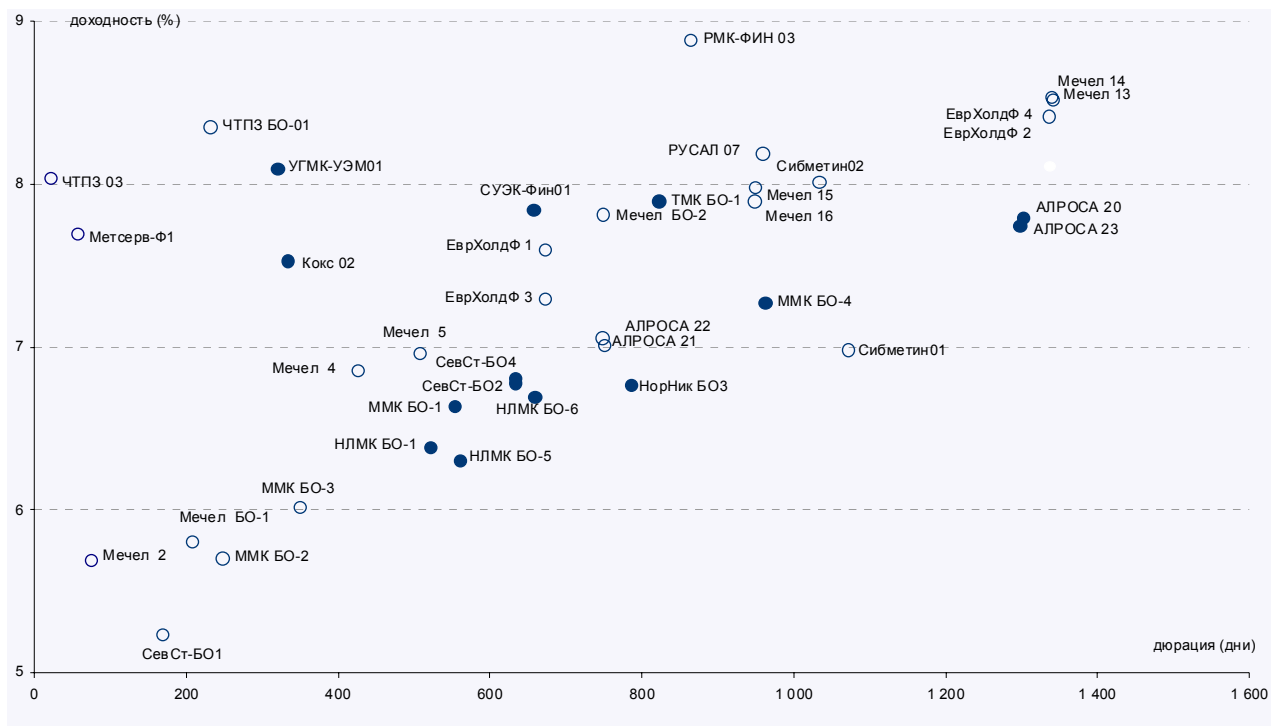
Фиксация прибыли докатилась и до суверенных выпусков Украины, что выразилось в переоценках бумаг более длинной дюрации в размере порядка 50–75 б.п. В дальнейшем это повлекло за собой фиксацию и в корпоративных украинских выпусках, но здесь все пока «ограничилось» 25 б.п. Отметим, что выпускам Беларуси пока удается постепенно восстанавливать утраченные накануне позиции, в частности, котировки выпуска Беларусь -18 «вернулись» на уровень 91% от номинала, что соответствует доходности порядка 10,8% годовых.

В рублевом сегменте в четверг сценарий развития торгов напоминал предыдущие дни: покупатели не теряют надежд. При этом торговая активность довольно выразительна в сегменте ОФЗ, где покупателям интересны серии 25066, 25067, 25068, а также 26202, 26203 и 26204. Рост котировок в сегменте варьируется в диапазоне 10–40 б.п.

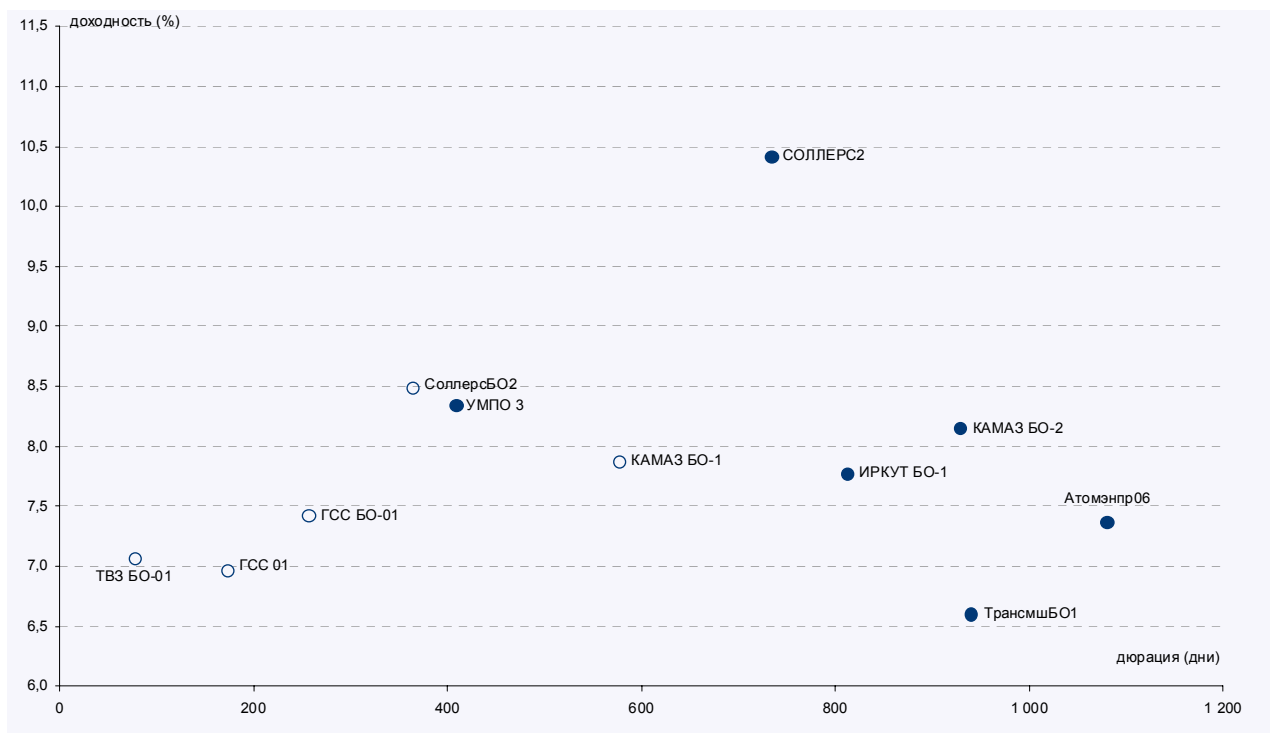
В корпоративных бумагах список бумаг, «задействованных» в сделках пока не особо пополняется, также основная ликвидность концентрируется в выпусках ВымпелКом-Инвест серий 06 и 07, МТС-8, Башнефти, Газпром нефти, ЕвразХолдинг – Финанс, Русал-7, ВЭБ-6 и ВЭБ-8. Из наиболее яркого за вчерашний день отметим проявление довольно крупных покупателей в выпуске Транснефть-3, где дневной оборот составил более 3,5 млрд руб.

Судя по всему, сейчас основные события разворачиваются в части первичного предложения, приближающийся к финальному этапу book-building сразу нескольких выпусков усиливает ожидание их выхода на вторичный рынок, поскольку по уже ставшему стандартным сценарию участники настроены на возможный ценовой апсайд, обусловленный сформировавшимся переспросом.

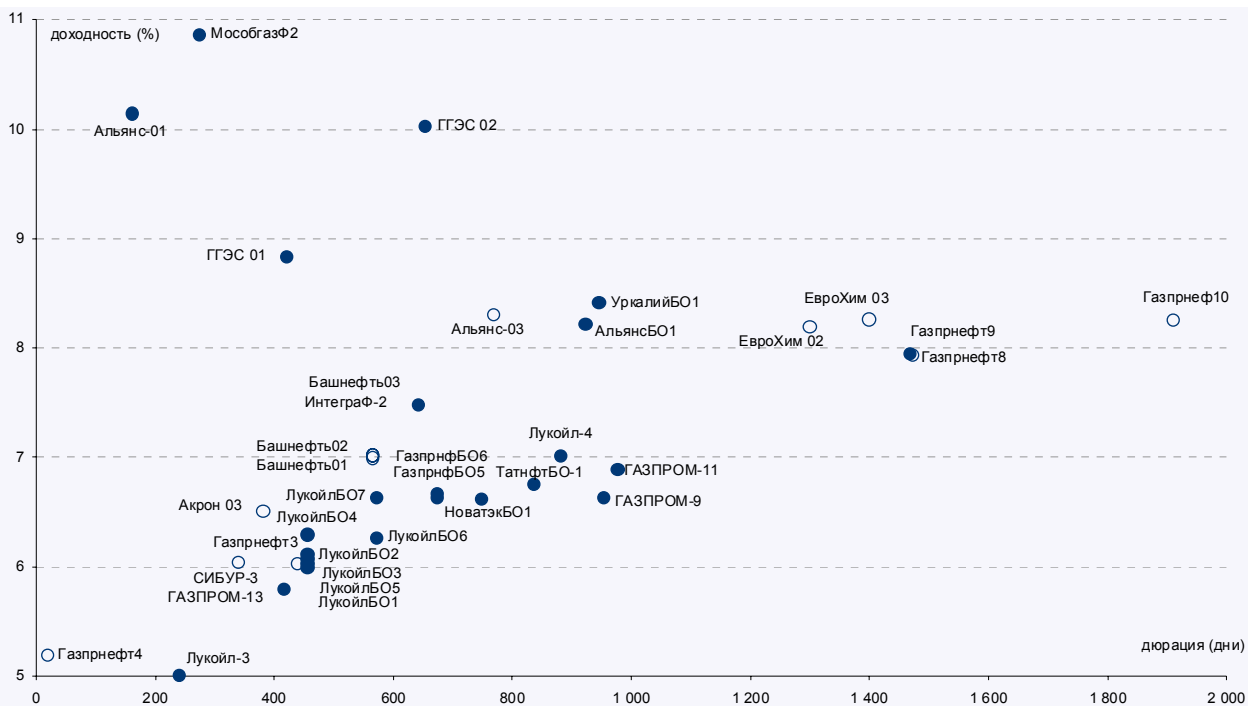
## Металлургия и добыча, металлообработка и металлосбыт



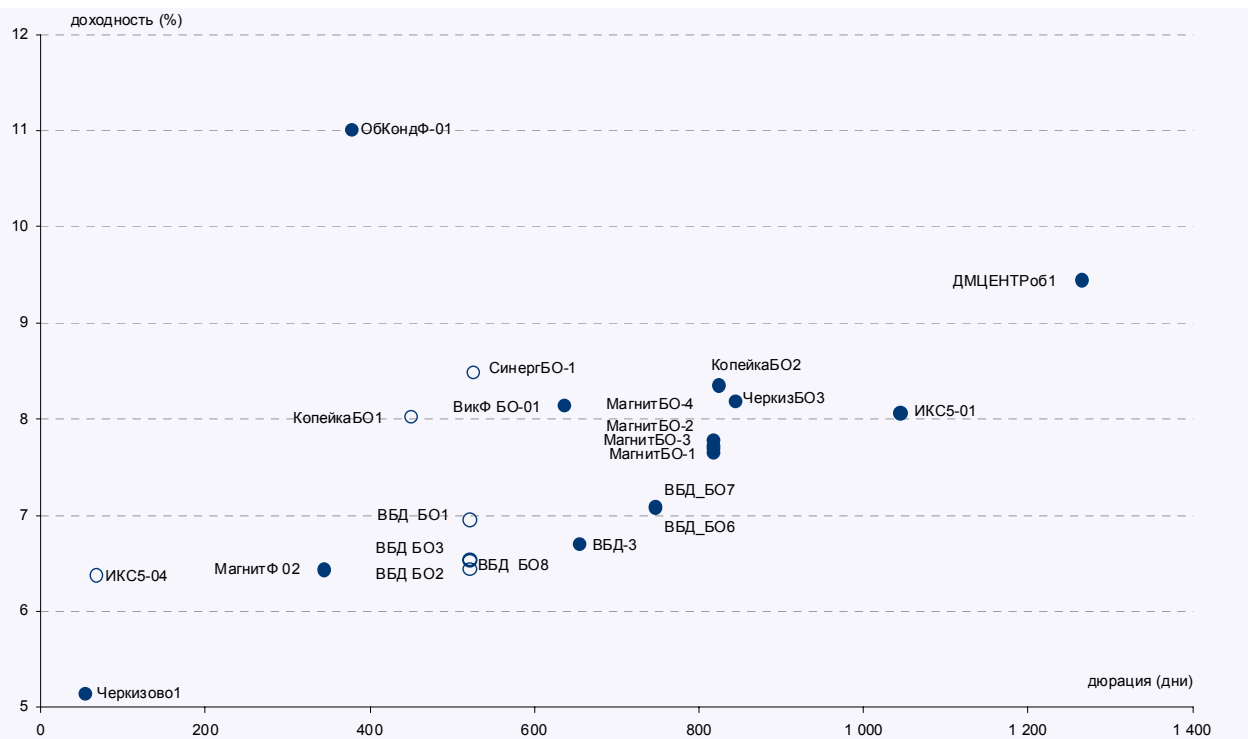
## Машиностроение



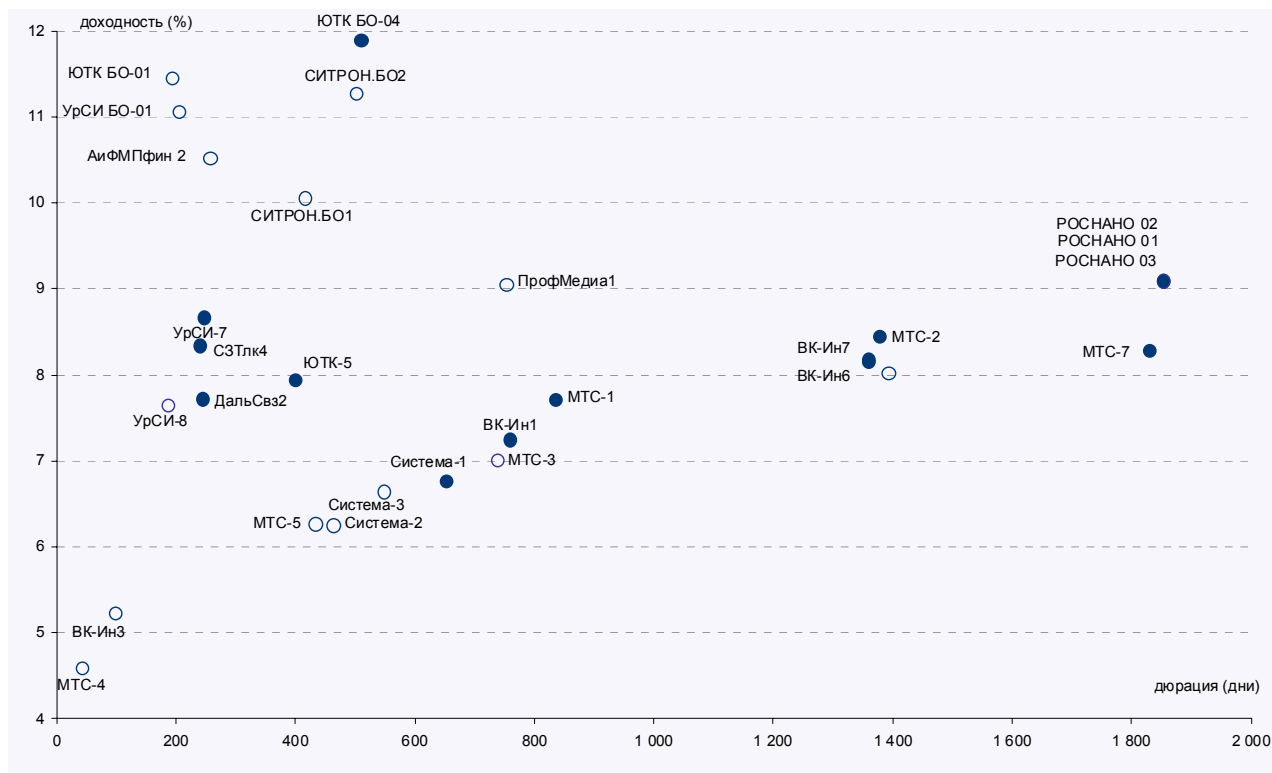
## Нефтегазовый сектор, Химия



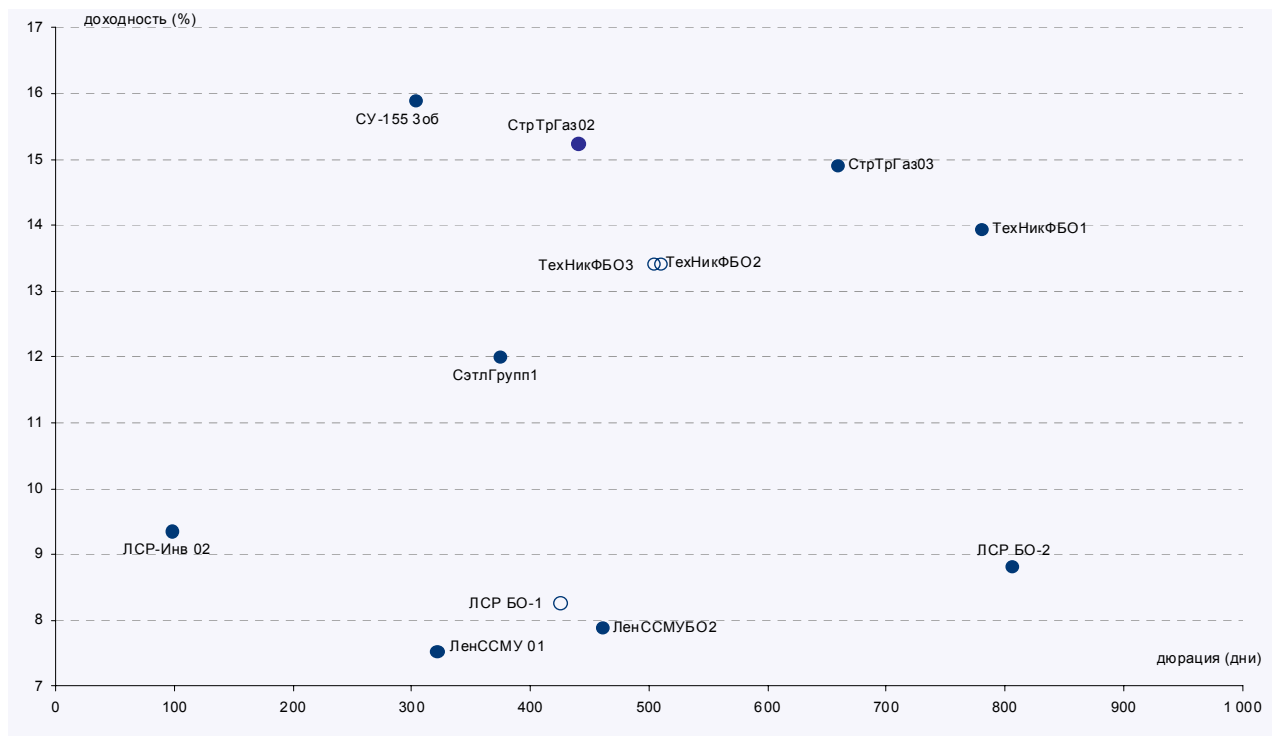
## Потребсектор и АПК, Ритейл



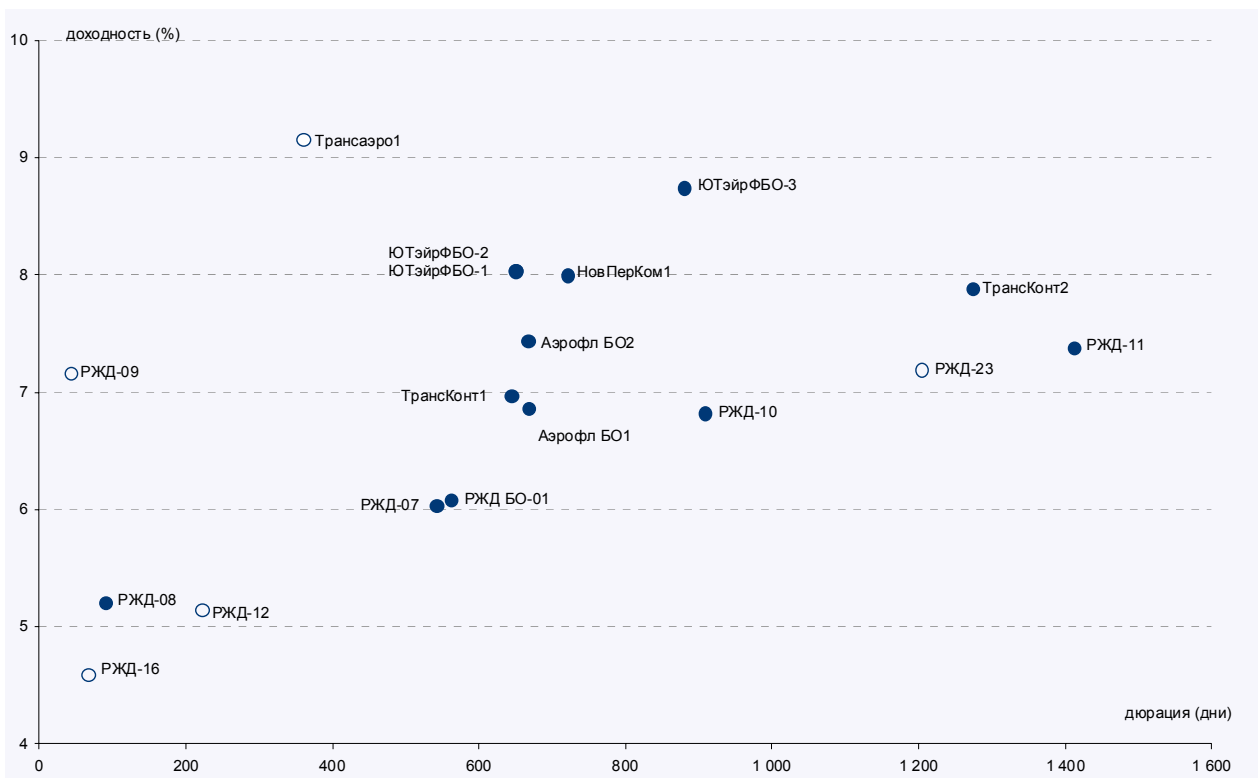
## Телекоммуникации, медиа и высокие технологии



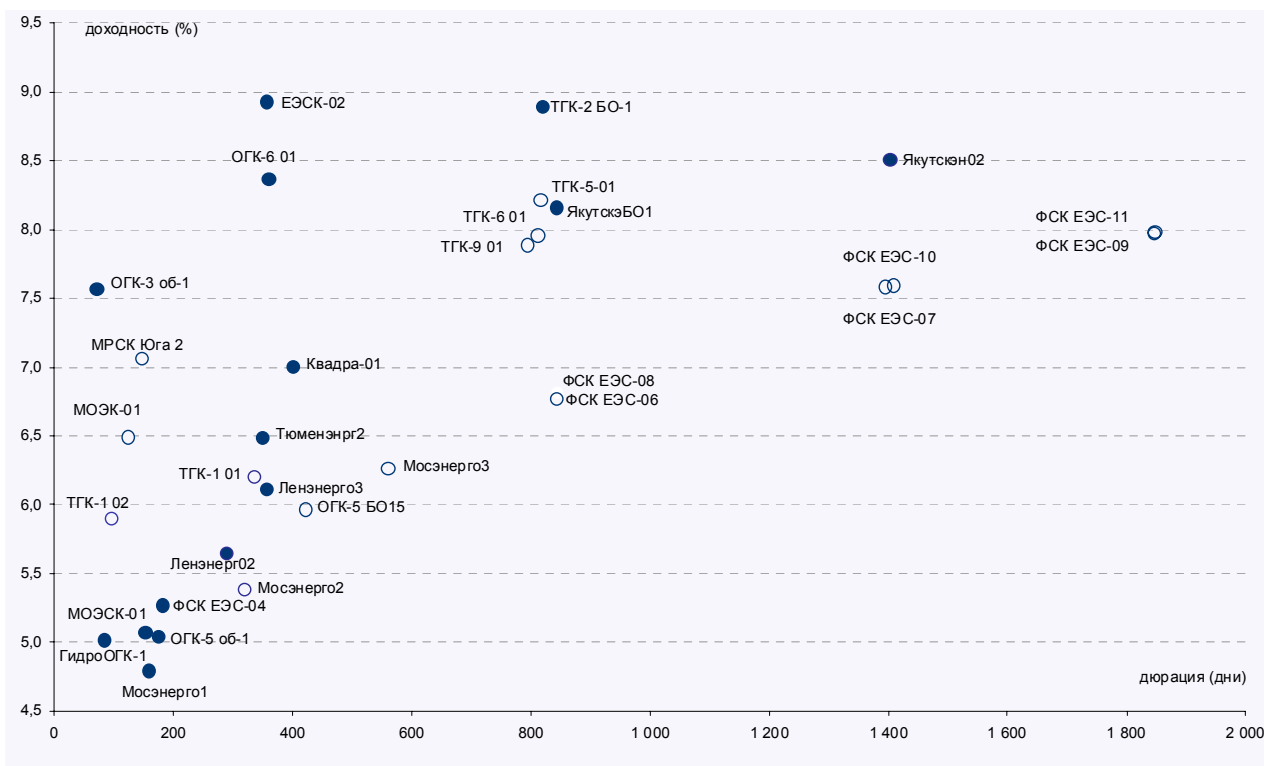
## Строительство, девелопмент и стройматериалы



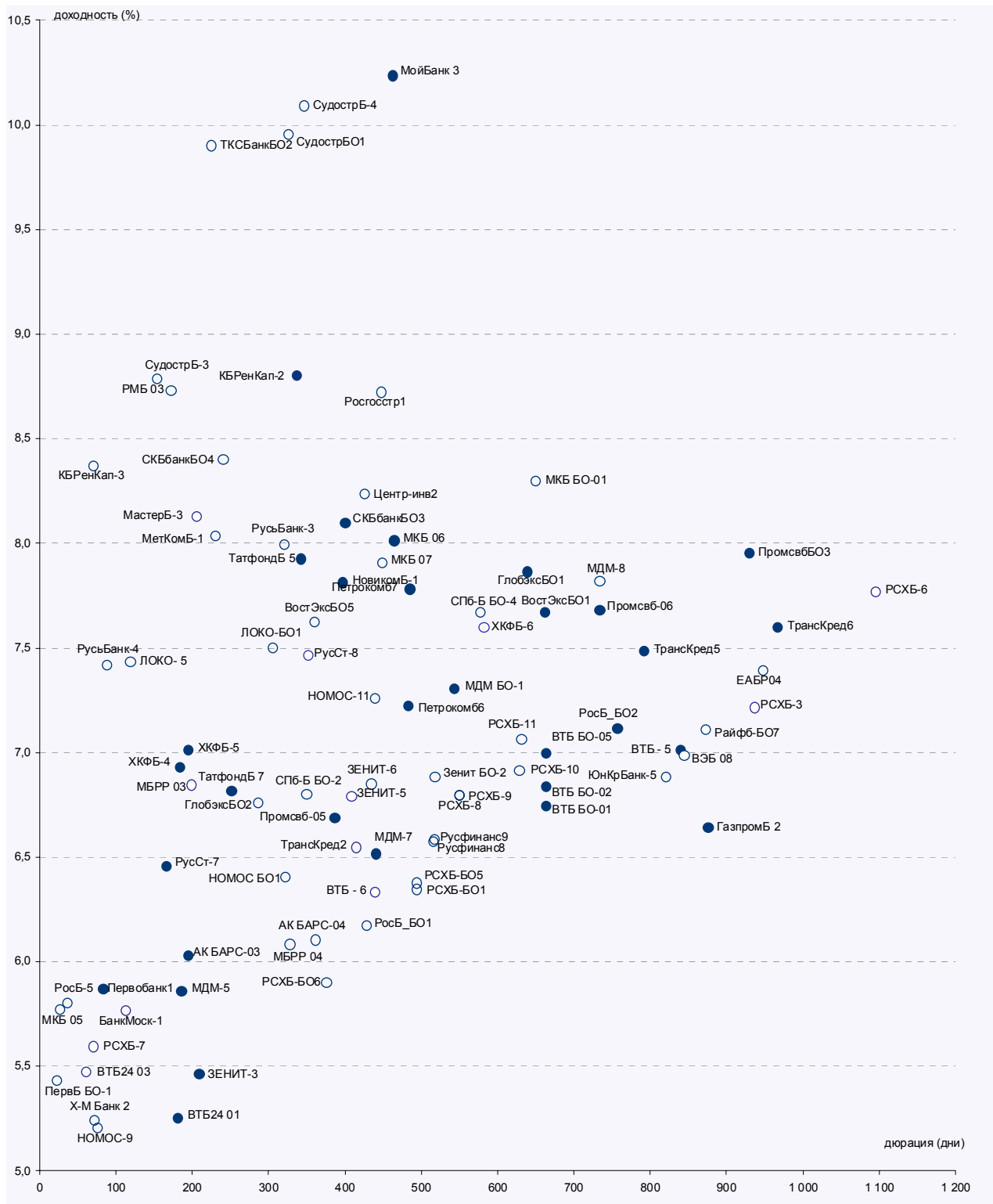
## Транспорт



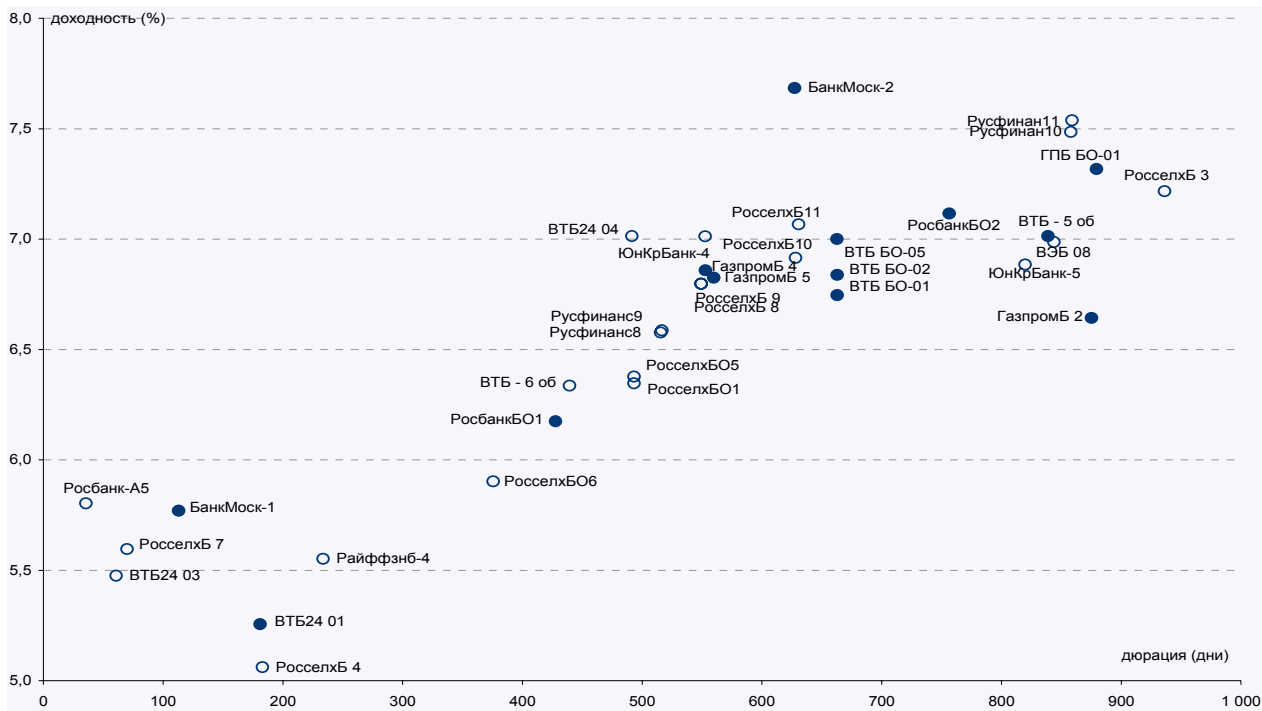
## Энергетика



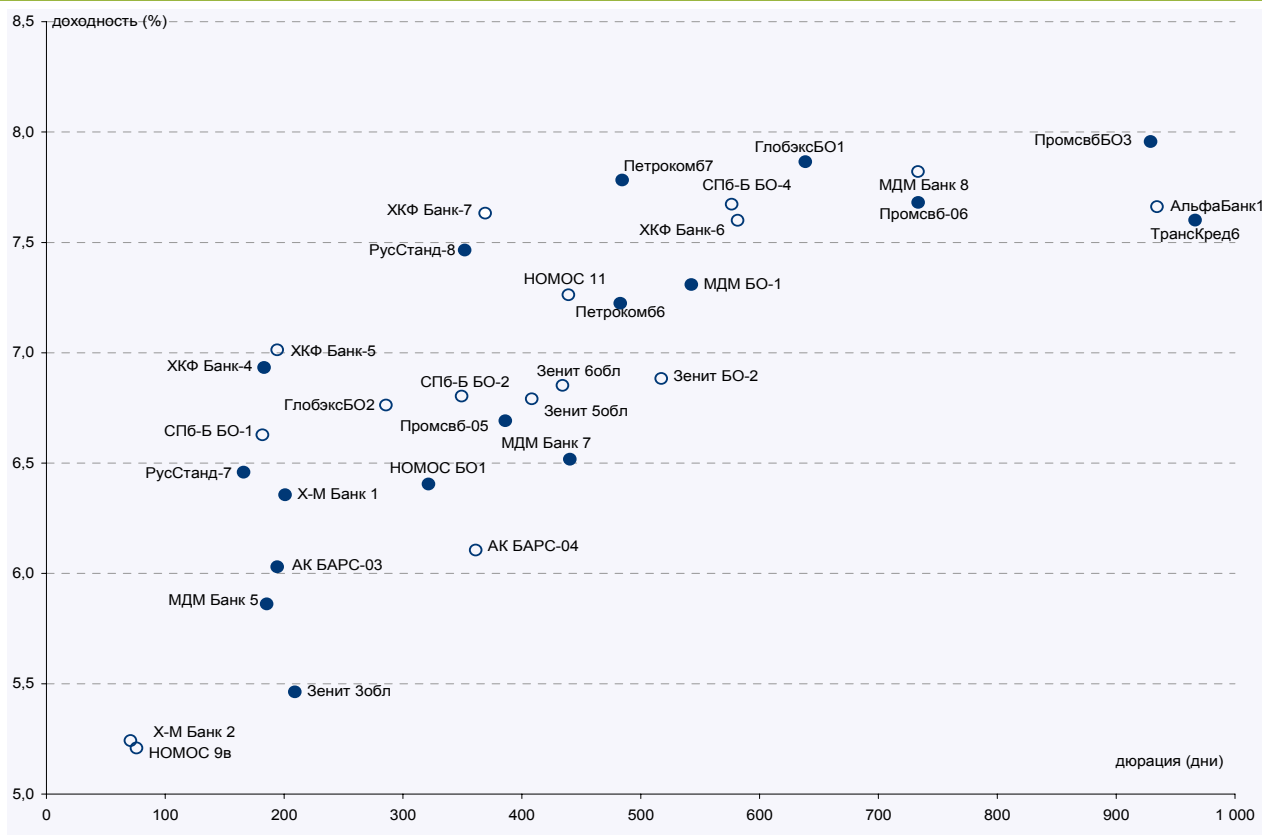
## Финансовый сектор



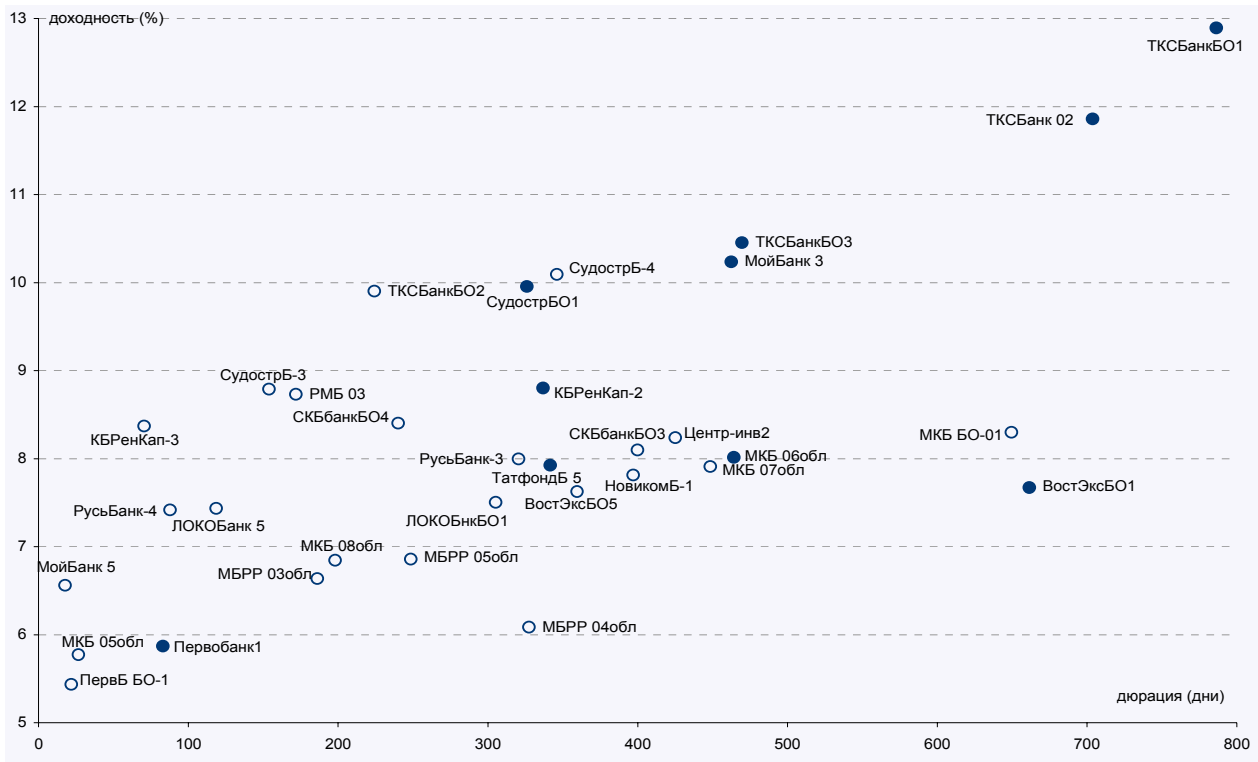
Финансовые организации с международным рейтингом «ВВВ+» – «ВВВ-» / «Ваа1» - «Ваа3»



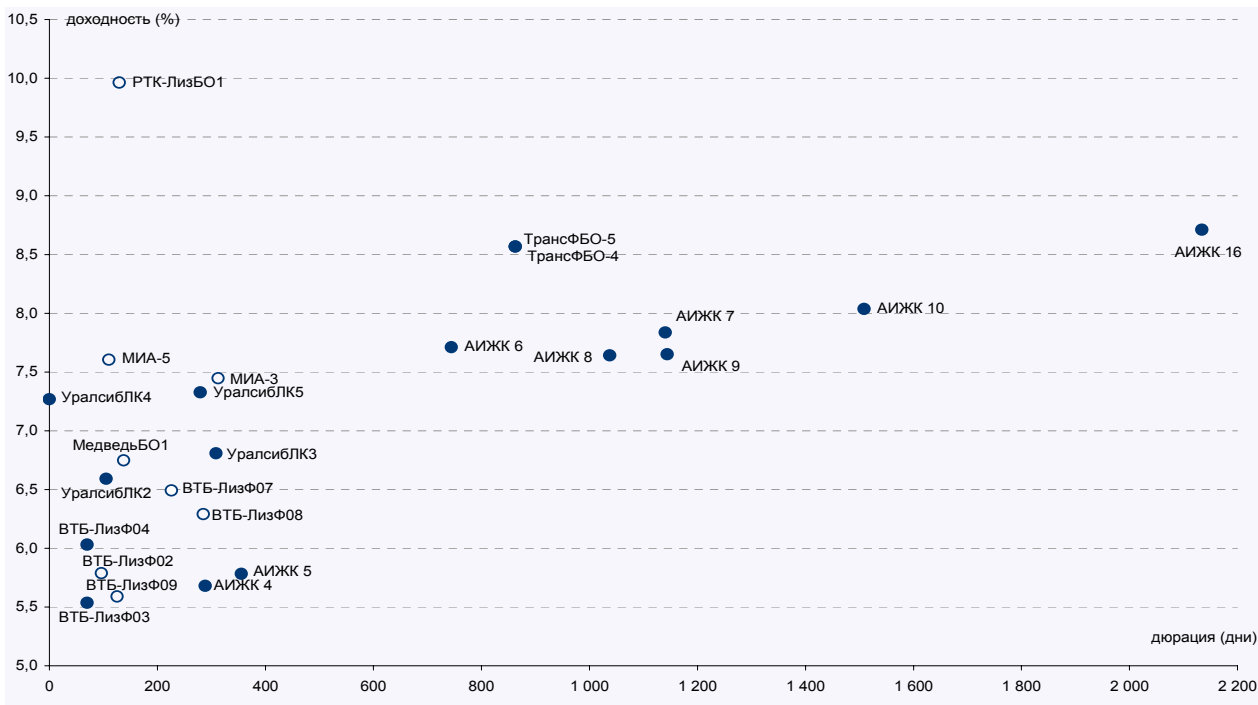
Финансовые организации с международным рейтингом «ВВ+» - «ВВ-» / «Ва1» - «Ва3»



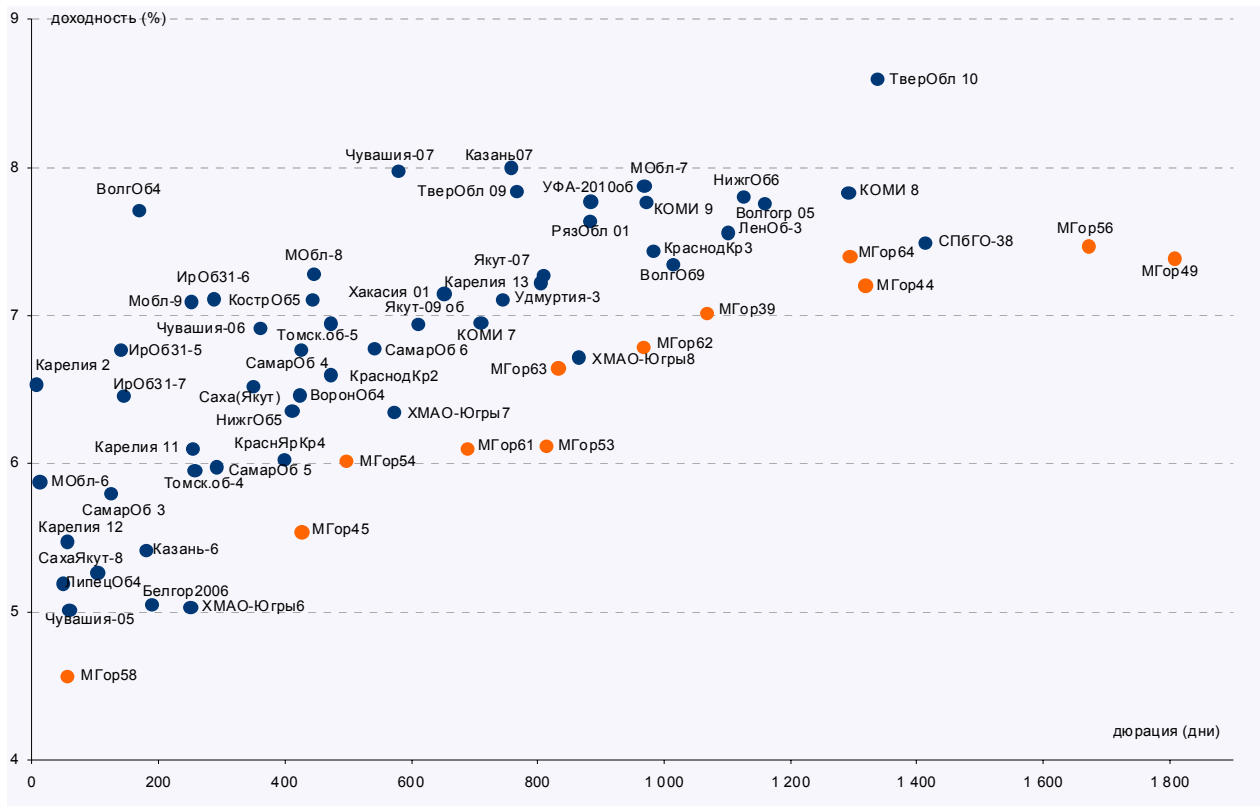
## Финансовые организации с международным рейтингом «В+» - «В-» / «В1» - «В3»



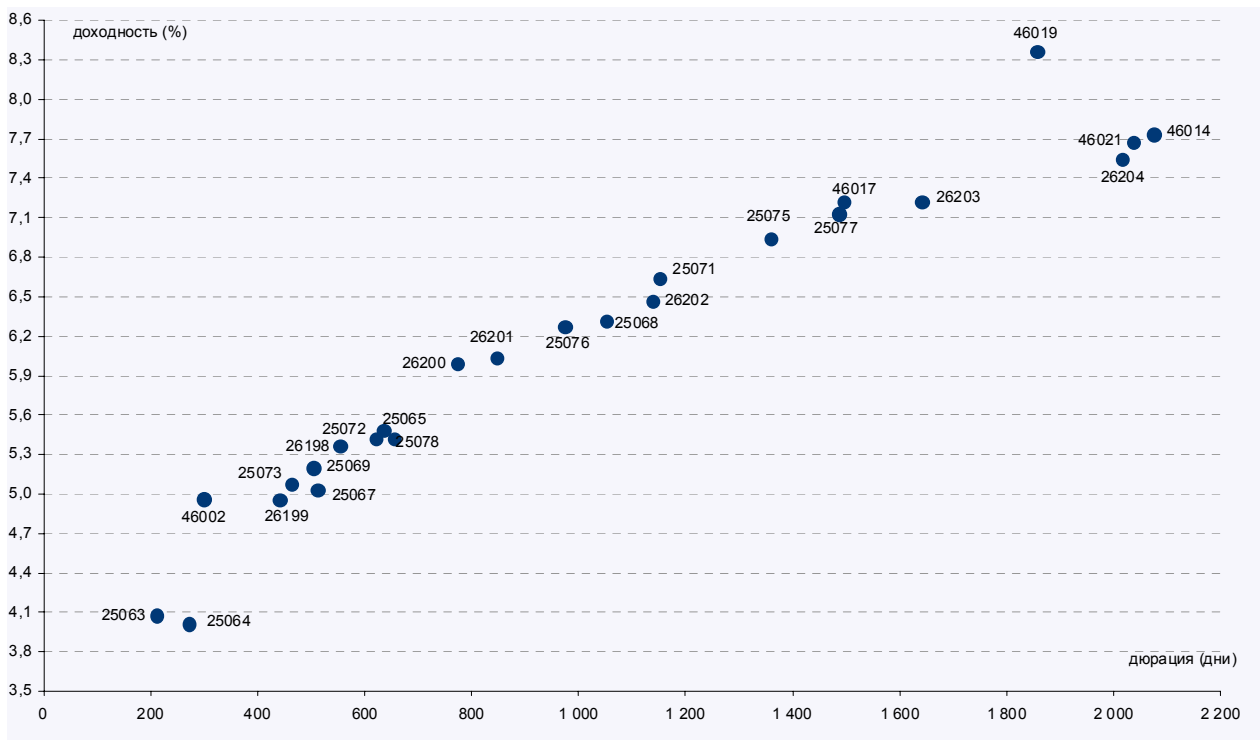
## Лизинг и Ипотека



## Субфедеральный и суверенный долг



## Облигации федерального займа



# Контактная информация

<b>НОМОС-БАНК (ОАО)</b>	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
<b>Старший Вице-президент</b>	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
<b>Департамент долговых инструментов</b>	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
<b>Директор департамента</b>	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
<b>Аналитика</b>	<b>(495) 797-32-48</b>	<b>research@nomos.ru</b>
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
	Егоров Алексей / ext. 4426	egorov_avi@nomos.ru
<b>Департамент операций на финансовых рынках</b>	(495) 797-32-48	
<b>Директор департамента</b>	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник Управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
<b>Департамент брокерского обслуживания и управления активами</b>	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна/ ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

## Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.