

Ежедневный обзор долговых рынков от 8 апреля 2011 г.

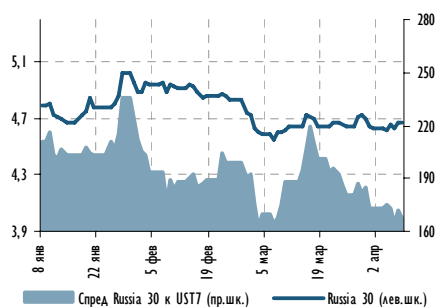


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,431	▼ -0,2%	6,9%	
USD/RUB	28,22	▲ 0,0%	-7,6%	
Корзина валют/RUB	33,70	▲ 0,2%	-4,2%	
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	542,1	▲ 28,4	-346,3	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	939,9	▼ -17,1	370,3	
MOSPRIME о/п	3,1	■ 0,0	1,4	
3М-MOSPRIME	3,9	▼ -0,1	-0,2	
3М-LIBOR	0,29	▼ 0,0	0,0	
Долговой рынок				
UST-2	0,79	▼ 0,0	0,2	
UST-10	3,55	■ 0,0	0,3	
Russia 30	4,67	▲ 0,0	-0,2	
Russia 5Y CDS	123	▲ 1,2	-22,2	
EMBI+	248	▲ 1	0	
EMBI+ Russia	157	▲ 5	-42	
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	119,12	▲ 0,5%	29,4%	
Золото, долл./унц.	1458,1	▼ -0,1%	2,6%	
Фондовый рынок				
ТСX	2 090	▼ -1,0%	18,0%	
Dow Jones	12 409	▼ -0,1%	7,2%	
Nikkei	9 745	▲ 1,6%	-4,7%	

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских еврооблигаций** Рынок российских еврооблигаций Вчера на рынке внешнего долга наблюдалась скромная коррекция. Котировки «Тридцатки» опять ушли с отметки 117%, опустившись до 116,625%, где и простояли в течение всего дня.

► Котировки корпоративных бумаг в среднем подешевели примерно на 0,25 п. п., однако активность торгов здесь была минимальной.

► Рынок все еще остается сильным, да и цены на нефть его поддерживают (см. Темы глобального рынка), однако, на наш взгляд, потенциал нынешнего ралли уже исчерпан.

► **Рублевый долговой рынок.** Положение на рынке рублевых облигаций также остается исключительно устойчивым, однако к концу вчерашних торгов котировки ликвидных бумаг все же отошли примерно на 10–15 б. п. от максимумов.

► Курс рубля стабилен в районе отметки 33,70RUB/Bkt, несмотря на дальнейший рост цен на нефть. Пока трудно сказать, в чем главная причина такой стабильности – целевые интервенции ЦБ, активность корпораций, которые «свопуют» рублевые займы в валюту (см. Темы российского рынка), низкие объемы продаж валютной выручки или все вместе. Тем не менее не следует забывать, что валютная выручка поступает с лагом в 2–3 месяца, так что в полной мере эффект от нынешних цен на нефть FOREX оценит в конце мая – июне.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- Нефть продолжила восхождение
- Возобновился рост инфляционных ожиданий
- ЕЦБ предсказуемо поднял ставку на 1/4 п. п.

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- Внешний долг компаний может расти быстрее, чем кажется

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Предпосылки для роста ставок МБК по-прежнему отсутствуют

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Московский Кредитный Банк (–/В1/В+): хорошая отчетность за 2010 г. по МСФО
- ММК: финансовые результаты за 4К10 и 2010 г по МСФО нейтральны для облигаций
- Синергия (–/–/В): умеренно позитивные результаты за 2010 г. по МСФО
- НОВАТЭК (ВВВ-/Ваа3/ВВВ-) нарастил добычу газа в 1К11 на 35% г/г, добычу жидких углеводородов – на 18% г/г

НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

X5 Retail Group (В+/В2/–) раскрыла в целом позитивные операционные результаты за 1К11. Показатели Копейки по-прежнему выглядят слабо: LFL-продажи снизились на 5% г/г, тогда как у самой X5 они выросли на 12%; нейтрально для облигаций



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Нефть продолжила восхождение

Нельзя сказать, что вчера конъюнктура мировых рынков отличалась высоким аппетитом к риску (большинство ключевых фондовых индексов завершили торги в скромном минусе), тем не менее основной индикатор привлекательности российских активов – цены на нефть – по-прежнему указывает на то, что с российскими рынками все будет хорошо. К сегодняшнему утру котировки нефти на ICE и NYMEX выросли еще более чем на 3 дол., в результате Brent стоит выше 123 дол. за баррель, Light Sweet – выше 111 дол. за баррель.

Сегодня, динамика цен на нефть будет оказывать поддержку как российскому фондовому рынку, так и рынку внешнего долга, а также курсу рубля. Правда, стоит отметить, что рынок внешнего долга, на наш взгляд, уже переоценен с учетом новых уровней цен на нефть и дальше котировкам еврооблигаций расти будет не просто (см. наш вчерашний ежедневный обзор) – тем более в условиях, когда доходность Treasuries возобновила движение наверх.

Кстати, одно из последних исследований МВФ показывает, что рост доходности UST10 на 100 б. п. ведет к снижению притока средств на долговые рынки развивающихся стран на 31%.

Возобновился рост инфляционных ожиданий

Вместе с дальнейшим подорожанием нефти возобновился рост инфляционных ожиданий, заложенных в TIPS. В частности, средняя ожидаемая инфляция, заложенная в котировках 10-летних TIPS, выросла на 6 б. п. до 2,614% – максимум с середины 2006 года.

Вместе с усилением инфляционных ожиданий возобновился и рост доходности обыкновенных Treasuries, в частности, ставка UST10 выросла на 3 б. п. до отметки 3,58%.

До нынешнего момента рост инфляционных ожиданий не выходил за рамки средних значений за последнее десятилетие, однако его продолжение уже нельзя будет считать обычным, и оно может начать вызывать беспокойство ФРС. Посмотрим, какой окажется динамика индекса пятилетней форвардной инфляции (любимый инфляционный индикатор ФРС). Последнее доступное значение (за 5 апреля – 3,01%) еще не отражает нынешних изменений.

Дальнейший рост инфляционных ожиданий увеличит шансы на сокращение программы QE по итогам апрельского заседания ФРС.

ЕЦБ предсказуемо поднял ставку на 1/4 п. п.

Вчера ЕЦБ поднял базовую ставку на 0,25 п. п. до 1,25%, указав, что пока не принято решение о том, станет ли это началом цикла. Тем не менее по итогам пресс-конференции у нас сложилось впечатление, что ЕЦБ оставил дверь для дальнейшего ужесточения открытой.

В общем и целом мы оцениваем влияние решения на рынки как невысокое. Решение ЕЦБ было хорошо и заранее артикулировано. Курс европейской валюты подрос, но, на наш взгляд, потенциал для дальнейшего движения наверх исчерпывается возле отметки 1,44.

Между тем FT пишет, что лидеры португальской оппозиции настаивают на том, чтобы сейчас договариваться с ЕС и МВФ только о «бридже», оставив переговоры об условиях полноценного пакета помощи на период после выборов 5 июня. Между тем, судя по всему, ЕС такой подход не устраивает. Они хотят, чтобы в нынешних переговорах участвовала и оппозиция, но сделка бы была принята сразу в полном объеме со всеми сопутствующими условиями, чтобы потом, какие бы силы ни пришли к власти, они одобрили бы достигнутые договоренности. Такое положение дел подсказывает нам, что переговоры по португальскому «бэйлауту» будут непростыми.



ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Внешний долг компаний может расти быстрее, чем кажется

Последние несколько дней аналитиками и СМИ активно обсуждается динамика капитала в 1К11 года (чистый отток более 21 млрд долл.). Наибольшую тревогу вызывает тот факт, что отток капитала происходит на фоне роста внешнего долга (на 16 млрд долл.), то есть российские компании и банки занимают за рубежом для инвестирования за рубеж. При этом увеличивается кредитный и валютный риск российских компаний, а отдача непосредственно для российской экономики минимальна.

Более того, такая ситуация превратится в угрозу макроэкономической стабильности, если иностранные вложения не принесут ожидаемой отдачи или окажутся неликвидными на момент необходимости возвращать валютный долг. В таком случае компаниям придется изыскивать валютные ресурсы в России, и с высокой степенью вероятности источником этой валютной ликвидности станут резервы ЦБ со всеми вытекающими последствиями для курса рубля, ликвидности и локальной финансовой системы.

Хотя тенденция и так неблагоприятна, мы полагаем, что в действительности дела могут обстоять еще хуже. По данным Bloomberg, в первом квартале 2011 г. корпорации и банки заняли на рынке еврооблигаций 5,2 млрд долл., в то время как на рублевом долгом рынке объем первичных размещений был равен примерно 8,9 млрд долл. (252 млрд руб.). Локальный долговой рынок стал гораздо более привлекателен для эмитентов, чем рынок еврообондов. При этом довольно достоверно известно, что корпорации активно «свопуют» рублевые займы в валюту в целях экономии на процентах (покупают валюту на споте и продают ее на форварде).

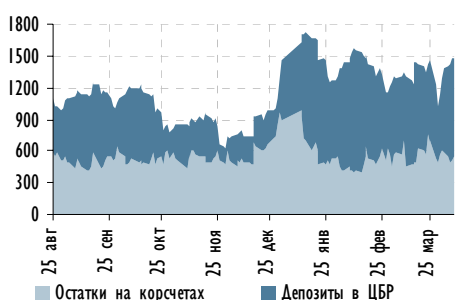
Насколько мы понимаем, статистика не отражает эти операции с нужной степенью адекватности. Иначе говоря, статистические органы видят только первую «ногу» сделки – покупку валюты на спот-рынке, которая фиксируется как увеличение валютных активов и отток капитала. Вторая офшорная «нога» сделки – валютный форвард или обязательство поставить валюту через определенное время, – скорее всего, остается невидимой для регуляторов. А между тем фактически это такой же точно валютный долг, как и явное балансовое обязательство.

К сожалению, достоверно оценить объем таких конверсионных операций не представляется возможным, однако очевидно, что они усугубляют ситуацию с внешним долгом и увеличивает все связанные с ним макроэкономические риски. Подробнее об этом мы уже писали в нашем специальном комментарии «О некоторых загадках FOREX» от 21 марта.

Павел ПикULEV
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

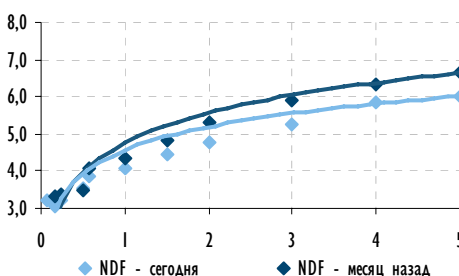
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. (NDF)



Источник: Bloomberg

Предпосылки для роста ставок МБК по-прежнему отсутствуют

Банк России вчера провел аукцион по доразмещению ОБР-18 с погашением 17 июля 2011 г. Спрос не был ажиотажным, однако при средневзвешенной ставке в 3,44% удалось разместить около 65% по номиналу от совокупного предложения в 50 млрд руб. Подобный результат свидетельствует о том, что участники рынка не ожидают скорого повышения ключевых ставок ЦБ, хотя абсолютной уверенности в этом, по всей видимости, нет.

Выручка от аукциона составила 32,1 млрд руб., однако расчеты по сделкам завершатся сегодня, поэтому вчера этот фактор не оказывал влияния на баланс ликвидных активов в банковской системе. При этом потенциальный отток 32 млрд руб. в текущих условиях не представляет какой-либо угрозы ни для банков, ни для рынка МБК: сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ составляет 1,47 трлн руб.

Стоимость заимствования на рынке МБК в четверг опустилась ниже доходности депозитов о/п в ЦБ: диапазон ставок для банков первого круга составлял 2,0–2,85%. Сегодня банки выставляют котировки на уровне 2,75–3,75%, однако мы полагаем, что причин для роста краткосрочных ставок в настоящий момент нет, поэтому сделки, вероятно, будут проходить ближе к нижней границе диапазона. Ставки рыночного РЕПО (о/п) остаются практически неизменными – на уровне 3,15–3,45%, в зависимости от типа базового актива.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00, доб. 54085

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Московский Кредитный Банк
S&P/Moody's/Fitch –/B1/B+

Московский Кредитный Банк: хорошая отчетность за 2010 г. по МСФО

Новость: Вчера Московский Кредитный Банк представил консолидированную финансовую отчетность за 2010 г. по международным стандартам.

Комментарий: Результаты МКБ выглядят уверенно по всем фронтам. В частности, обращают на себя внимание:

- ▶ **продолжившееся расширение масштабов деятельности организации:** за год активы банка почти удвоились, в 2Г10 прирост составил 43,9% – при остающемся на исключительно высоком уровне качестве портфеля (доля NPL 1,5% на конец 2010 г.);
- ▶ **стабилизация пассивной базы** – основой для фондирования роста бизнеса банка в 2010 г. стал приток клиентских средств, МКБ также активно занимал на рынках капитала (через векселя и облигации);
- ▶ **умеренность просадки чистой процентной маржи** – на 80 б. п. до 5,4% – была во многом достигнута за счет снижения стоимости фондирования с 9,4% в 2009 году до 7,8% по итогам 2010 г.;
- ▶ **хороший уровень рентабельности:** в частности, показатель ROAE в 2Г10 составил 27,1% (24,5% по итогам всего года).

Относительно невысокий уровень капитализированности банка – 8,8% для достаточности капитала 1-го уровня на конец 2010 г. (Базельские нормативы) и 12,3% для норматива Н1 на 1 марта 2011 г. – выглядит одним из наиболее заметных слабых мест кредитного профиля МКБ. В то же время нельзя не напомнить, что в прошлом банк на регулярной основе получал вливания в капитал со стороны акционеров по мере необходимости.

Ориентир по размещаемым в настоящее время бумагам МКБ БО-04 объемом 5,0 млрд руб. выглядит завышенным – УТР 8,42–8,68% на 1,5 года, при том, что недавно размещенные облигации банка серии БО-01 вчера торговались по УТР 8,3% к оферте через 2 года. Мы полагаем, что справедливый уровень доходности для МКБ БО-04 находится между



МКБ БО-01 (УТР 8,3% @ февраль 2013 г.) и МКБ 06 (УТМ 8,0% @ август 2012 г.), т. е. на уровне не выше УТР 8,1–8,2% @ октябрь 2012 г.

Финансовые результаты Московского кредитного банка*, млрд руб.

	2007	2008	2009	2010
Чистые процентные доходы	1,5	2,6	3,9	6,1
Чистые комиссионные доходы	0,7	0,9	1,1	1,7
Операционные доходы до резервов	2,4	3,8	5,8	8,6
Операционные расходы	(1,6)	(2,0)	(2,2)	(3,1)
Резервы под обесценение кредитов	(0,1)	(0,5)	(2,5)	(1,5)
Чистая прибыль	0,5	1,0	0,8	3,0
Денежные средства и эквиваленты	9,5	10,4	8,6	23,3
Ценные бумаги	3,7	7,6	15,7	31,9
Чистый кредитный портфель	26,5	39,8	58,3	103,9
Средства банков (включая ЦБ)	12,3	22,8	16,6	26,6
Средства клиентов	16,9	23,7	45,6	93,6
Долговые ценные бумаги	6,9	6,3	12,4	28,8
Собственный капитал	5,5	6,4	11,0	13,8
Всего активов	42,3	60,4	87,1	165,5
Ключевые показатели				
Рентабельность капитала (ROAE)	10,7%	17,1%	8,6%	24,5%
Рентабельность активов (ROAA)	1,4%	2,0%	1,1%	2,5%
Чистая процентная маржа (NIM)	5,1%	6,0%	6,2%	5,4%
Стоимость риска	0,6%	1,4%	5,1%	1,8%
Расходы/Доходы (C/I)	65,4%	53,1%	37,8%	36,5%
NPL/Кредиты	—	1,4%	3,0%	1,5%
Резервы/Кредиты	0,8%	1,3%	3,0%	2,6%
Фондирование связанных сторон	0,4%	0,4%	0,6%	4,3%
Чистый кредитный портфель/Депозиты	156,9%	168,2%	127,8%	111,0%
Достаточность капитала I-го уровня	—	11,4%	12,3%	8,8%
Совокупная достаточность капитала	16,7%	12,4%	14,0%	13,6%
Денежные средства и эквиваленты/Активы	22,5%	17,1%	9,9%	14,1%

* 2009 и 2010 гг. — МСФО, 2007 и 2008 гг. — US GAAP

Источник: компания, оценки Газпромбанка

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)

ММК
S&P/Moody's/Fitch —/Ba3/BB

ММК: финансовые результаты за 4К10 и 2010 г по МСФО нейтральны для облигаций

Новость: ММК опубликовал финансовые результаты за 4К10 и весь 2010 г. В целом они, на наш взгляд, нейтральны с точки зрения кредитного качества. В 2011 г. финансовый профиль ММК, на наш взгляд, будет улучшаться. Учитывая ожидаемый рост продаж, а также тот факт, что пик по инвестиционным расходам был пройден в 2010 году, свободный денежный поток, скорее всего, выйдет в положительную зону, что позволит сократить долг в абсолютном выражении. «Коррективы» в наши ожидания могут внести крупные расходы на M&A — не так давно менеджмент ММК говорил об интересе к приобретению Распадской.

Бонды ММК на текущих уровнях доходности, на наш взгляд, справедливо оцениваются рынком.

Комментарий: Ключевые моменты представленной отчетности:

Выручка ММК в 2010 году выросла на 52% на фоне 17%-ного роста выпуска и существенного (+32%) увеличения средней цены реализации на фоне роста продукции с высокой добавленной стоимостью в структуре продаж — до 38% (по сравнению с 31% в 2009 г.). Рентабельность по EBITDA, по нашим оценкам, составила порядка 20% (на уровне 2009 года). Порядка 17% EBITDA в 2010 г. ММК обеспечил угольный сегмент бизнеса (норма прибыли составила 49%). В 4К10 продажи ММК сократились на 5% к уровню предыдущего квартала на

фоне сезонного сокращения отгрузок, при этом рентабельность осталась на уровне 3К10 – 18%.

ММК поделилась некоторыми ожиданиями на 2011 г. В частности, компания ожидает роста объема производства на 20% по сравнению с показателем 2010 г., в том числе в России – на 15%, благодаря запуску мощностей в Турции (в марте на площадке ММК Атакаш был введен электросталеплавильный цех) и росту загрузки мощностей в России (полная загрузка стана 5000, начало производства холодного проката на новом Стане 2000 в июле). В январе – феврале ММК уже увеличил загрузку до 90% по сравнению 78% в 4К10. По данным ММК, рост цен на металлопродукцию в начале 2011 г. позволил компенсировать рост цен на сырье, при этом компания ожидает восстановления роста цен на металл в 2П11.

Капитальные вложения ММК в прошлом году составили около 2,2 млрд долл. При этом свободный денежный поток был отрицательным, и компания покрывала дефицит собственных средств увеличением кредитного плеча: в абсолютном выражении долг вырос почти на 70% до 3,5 млрд долл. По коэффициенту «Чистый долг/ЕБИТДА» долговая нагрузка составила 2х по сравнению с 1,9х в 2009 г. Год 2010 был пиковым в плане инвестиционных расходов: в нынешнем году компания планирует потратить на инвестиции почти вдвое меньше (1,2 млрд долл.), что, на наш взгляд, должно вернуть свободный денежный поток в положительную зону и позволить сократить долг в абсолютном выражении (объем короткого долга ММК на 31 декабря 2011 г. составлял около 1,1 млрд долл.) – несмотря на планируемые расходы на консолидацию 100% акций в турецкой дочке ММК-Атакаш (485 млн долл. до 1 ноября).

При этом в относительном выражении сокращение долговой нагрузки будет обеспечено значительным ростом денежных потоков на фоне увеличения объемов производства и позитивной динамики цен: консенсус-прогноз Bloomberg по ЕБИТДА на 2011 г. составляет 2,45 млрд долл. (+62% к показателю 2010 г.), что соответствует коэффициенту «Долг/ЕБИТДА» на уровне 1,5х, если предположить, что долг в течение года не изменится.

В то же время не исключено, что новый долг понадобится для крупных сделок – недавно ключевой акционер ММК Виктор Рашников в интервью агентству Reuters говорил о том, что компания изучает возможности приобретения новых активов, в частности, присматривается к Распадской. Также ММК может увеличить инвестиционный бюджет, если решит начать разработку крупного Приоскольского месторождения железной руды (в настоящий момент проект на стадии ТЭО). «В запасе» у ММК 10 зарегистрированных выпусков рублевых облигаций общим объемом 50 млрд руб. Кроме того, недавно Bloomberg сообщал о том, что компания рассматривает возможность выпуска еврооблигаций.

Финансовые показатели ММК по МСФО, 2007-2010 гг.

	2007	2008	2009	2010	г/г
Выручка	8 197	10 550	5 081	7 719	52%
ЕБИТДА	2 414	2 466	1 028	1 510	47%
Рентабельность по ЕБИТДА, %	29%	23%	20%	20%	-1 п. п.
Операционный денежный поток	1 046	1 925	865	1 173	36%
Капитальные вложения	-1 216	-2 112	-1 613	-2 209	37%
Свободный денежный поток	-170	-187	-748	-1 036	39%
Всего активов	15 887	14 197	14 833	16 738	13%
Собственный капитал	11 786	9 852	10 325	10 325	0%
Совокупный долг, в том числе	1 398	1 726	2 118	3 548	68%
доля краткосрочного долга, %	86%	75%	39%	31%	-8 п. п.
Денежные средства и эквиваленты	256	1 123	165	515	212%
Ключевые показатели долговой нагрузки					
Долг/Капитал, х	12%	18%	21%	34%	–
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	отр.	137	14	11	–
Чистый долг/ЕБИТДА, х	0,47	0,24	1,90	2,01	–
Долг/Свободный денежный поток, х	отр.	отр.	отр.	отр.	–

Источник: компания, расчеты Газпромбанка

Синергия
S&P/Moody's/Fitch – / – / В
Синергия: умеренно позитивные результаты за 2010 г. по МСФО

Новость: Вчера холдинг «Синергия» представил консолидированную финансовую отчетность за 2010 г. по международным стандартам, а также провел телеконференцию для участников рынка.

На уровне P&L результаты компании выглядят неоднозначно: в частности, обращает на себя внимание уверенный рост объемов выручки на 16,9% к уровню 2009 г. на фоне просадки рентабельности по EBITDA на 1,3 п. п. до 15,9%. В то же время с точки зрения кредитного качества Синергии наиболее важным моментом можно назвать снижение долговой нагрузки до отметки в 1,2х по показателю «Чистый долг/EBITDA» и вновь подтвержденное намерение компании сохранять его значение на уровне не выше 1,5х. По нашим оценкам, в 2011 г. Синергии вполне по силам добиться данного результата.

Заметно выросшие за последние месяцы в цене облигации Синергия БО-01 (YTM 8,2% @ октябрь 2012 г.) на текущих уровнях доходности предлагают около 200 б. п. премии к кривой Газпрома, что с фундаментальной точки зрения ограничивает дальнейший потенциал их роста. В то же время нельзя исключать, что хорошая отчетность окажет некоторую поддержку котировкам инструмента.

Комментарий. Мы обращаем внимание на следующие моменты:

- ▶ **Сильные результаты алкогольного сегмента:** объем выручки (включая межсегментные расчеты) достиг 18,2 млрд руб. (+18,9% г/г) при валовой рентабельности в 36,1% по итогам года (для сравнения: в 2009 г. было 34,0%). Данные результаты были во многом продемонстрированы за счет продолжившейся премиумизации портфеля продукции Синергии, а также наращиванию усилий в направлении сбыта. В 2011 г. обозначенные факторы продолжают оказывать поддержку показателям сегмента; в частности, руководство Синергии ожидает, что рост натуральных объемов продаж в годовом сопоставлении составит не менее 10% (за 1К11 +13–14% г/г).
- ▶ **Более слабые результаты пищевого сегмента:** прирост выручки на 6,5% по сравнению с уровнем 2009 г. до 3,5 млрд руб. при валовой рентабельности в 23,1% (в том числе 21,6% за 2П10) против 31,3% по итогам 2009 г. На показателях сегмента негативно сказались экстремальные погодные условия, наблюдавшиеся летом прошлого года, а также неблагоприятная для компании динамика цен на сухое молоко и мясо птицы. Заметим, что руководство Синергии видит определенный потенциал для улучшения рентабельности пищевого сегмента в ближайшие годы; в то же время прогнозирование его результатов объективно затруднено сложностью построения ожиданий относительно урожая.
- ▶ **Умеренная просадка маржи:** по нашим подсчетам, в 2010 году рентабельность Синергии по EBITDA составила 15,9% против 17,2% годом ранее (в том числе 15,5% в 2П10). Помимо упомянутой слабости результатов пищевого сегмента данному факту также способствовал существенный рост коммерческих расходов – в частности, затраты на рекламу удвоились в годовом сопоставлении до 1,8 млрд руб.
- ▶ **Продолжившееся активное инвестирование в оборотный капитал** привело к тому, что величина чистого операционного денежного потока Синергии по итогам года опять оказалась отрицательной – на отметке -0,1 млрд руб. (годом ранее было -1,2 млрд руб.). Руководство холдинга рассчитывает, что ближе к концу года ситуацию с оборотным капиталом, возможно, удастся несколько поправить за счет улучшения условий расчетов с дистрибьюторами. В то же время успешность данных переговоров, равно как и возможный эффект от них, не до конца ясны.
- ▶ **Капитальные вложения** по итогам 2010 г. составили 0,7 млрд руб., по сравнению с более скромными 0,2 млрд руб. в 2009 году. При этом долговые обязательства Синергии в течение года по большей части рефинансировались, а увеличение объема денежных средств и эквивалентов на балансе – до 2,0 млрд руб. на конец 2010 г. – было во многом обеспечено поступлением средств от допэмиссии акций на 104,4 млн дол. В 2011 г. холдинг продолжит инвестировать в



модернизацию и расширение производственных мощностей и ориентирует инвесторов на капитальные вложения в объеме около 50,0 млн долл.

- ▶ Учитывая все вышесказанное, **долговая нагрузка** на Синергию по итогам 2011 года должна остаться умеренной. Мы оцениваем, что при условии неотрицательной величины чистого денежного потока от основной деятельности показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» холдинга не должен превысить отметку в 1,4х – благодаря существенному объему имеющейся на балансе ликвидности, а также средствам, вырученным от еще одного СПО весной текущего года.
- ▶ В то же время руководство холдинга уже обещало, что не будет прибегать к дальнейшим эмиссиям акций в ближайшие 2 года. Поэтому нам хотелось бы увидеть в его отчетности улучшение ситуации с операционным денежным потоком, чтобы быть окончательно уверенными в подконтрольности нынешнего уровня долговой нагрузки.

Основные финансовые показатели Холдинга «Синергия» по МСФО, млн долл.

	2008	2009	2010	Изм.
Выручка	16,7	18,1	21,1	16,9%
ЕБИТДА	2,2	3,1	3,4	8,1%
Рентабельность по ЕБИТДА, %	13,0%	17,2%	15,9%	-1,3 п. п.
Чистая прибыль	1,3	1,1	1,6	37,1%
Чистый операционный денежный поток	0,6	(1,2)	(0,1)	-93,8%
Капитальные вложения	(0,6)	(0,2)	(0,7)	208,2%
Свободный денежный поток	0,0	(1,5)	(0,8)	-45,3%
Всего активов	19,5	20,5	25,1	22,2%
Доля нематериальных активов и гудвилла, %	25,6%	26,6%	21,5%	-5,1 п. п.
Собственный капитал	8,3	10,4	14,4	38,8%
Совокупный долг, в том числе	7,1	6,2	6,2	-0,2%
Доля краткосрочного долга, %	86,4%	58,3%	19,4%	-38,9 п. п.
Денежные средства и эквиваленты	0,9	0,7	2,0	172,4%
Ключевые показатели долговой нагрузки				
Долг/Собственный капитал, х	0,9	0,6	0,4	–
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	3,9	2,8	6,5	–
Чистый долг/ЕБИТДА, х	2,9	1,8	1,2	–
Долг/Свободный денежный поток, х	319,7	отриц.	отриц.	–

Источник: компания, расчеты Газпромбанка
Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)

НОВАТЭК
S&P/Moody's/Fitch BBB-/Baa3/BBB-

НОВАТЭК нарастил добычу газа в 1К11 на 35% г/г, добычу жидких углеводородов – на 18% г/г

Новость: НОВАТЭК сообщил, что в 1-м квартале 2011 г., по предварительным данным, компания увеличила добычу газа на 34,6% г/г до 13,43 млрд куб. м, жидких углеводородов – на 18,4% г/г до 1,03 млн т.

Комментарий: Данные компании в целом совпадают с предварительными цифрами ЦДУ ТЭК, опубликованными в начале недели. Таким образом, вместе с взлетом цен на нефть и 15%-ным увеличением внутрироссийских цен на газ мы ожидаем от НОВАТЭКа сильных финансовых результатов по МСФО за 1К11. Напомним, что в 1К10 выручка компании составила 27,7 млрд руб., показатель ЕБИТДА –13,4 млрд руб.

Кроме того, мы отмечаем, что представленные данные не включают в себя показатели добычи газа Сибнефтегазом, которые, по нашим расчетам, позволят НОВАТЭКу в 1К11 получить дополнительно около 1 млрд руб. ЕБИТДА, или около 4% прогнозируемой ЕБИТДА.

Компания также сообщила, что по состоянию на 31 марта 2011 г. в



составе запасов были отражены 49 млн куб. м природного газа и 282 тыс. т стабильного газового конденсата. Мы отмечаем, что с 31 декабря 2010 г. запасы газа значительно уменьшились (на 741 млн. куб. м), а запасы конденсата незначительно увеличились – на 18 тыс. т. По нашим расчетам, это также позволит НОВАТЭКу получить дополнительно около 1,4 млрд руб. выручки.

В настоящее время выпуски еврооблигаций компании торгуются примерно на одном уровне с выпусками ТНК-ВР и Лукойла, что мы считаем справедливым.

Алексей Демкин, CFA
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 495 980 43 10



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
08.04.2011	Заккрытие книги Иркутскэнерго БО-1 Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	3 000
12.04.2011	Заккрытие книги Куйбышевгазот-инвест, 4 Заккрытие книги СКБ-Банк БО-5 Заккрытие книги Первобанк БО-2	2 000 2 000 1 500
13.04.2011	Заккрытие книги ВЭБ-Лизинг, 3 и ВЭБ-Лизинг, 4 Заккрытие книги МКБ БО-4 Аукцион 3-летних ОФЗ Возврат ЦБР 3-месячных ломбардных кредитов	10 000 5 000 20 000
14.04.2011	Заккрытие книги РУСАЛ Братск, 8	15 000
15.04.2011	Погашение ОБР-17 Заккрытие книги Крайинвестбанк БО-1 Уплата страховых взносов в фонды Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	36 700 1 500
19.04.2011	Заккрытие книги Татфондбанк БО-2 Погашение Московская область, 25006 Погашение Ярославская область, 34006	2 000 12 000 2 000
20.04.2011	Аукцион 5-летних ОФЗ Уплата 1/3 НДС за 1-й квартал 2011 г.	20 000
21.04.2011	Погашение ЕБРР, 2 Погашение Связь-Банк, 1	5 000 2 000
22.04.2011	Заккрытие книги ГСС БО-2 и ГСС БО-3 Оферта Объединенные кондитеры-Финанс, 2 Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	6 000 3 000
25.04.2011	Оферта Газпром нефть, 4 Оферта Мой Банк, 5 Уплата акцизов, НДС	10 000 5 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
07-15.04.2011	МДМ Банк: финансовые результаты по МСФО	4К10 и 2010 г.
11.04.2011	Альфа-Банк: финансовые результаты по МСФО	2010 г.
13.04.2011	Распадская: финансовые результаты по МСФО	2010 г.
27.04.2011	ТНК-ВР: финансовые результаты по US GAAP	1К11
29.04.2011	Газпром: финансовые результаты по МСФО	4К10 и 2010 г.
29.04.2011	Татнефть: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
апрель	Башнефть: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
апрель	Банк Русский стандарт: финансовые результаты по МСФО	2010 г.

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 983 18 00 доб. 21476

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трејдинг

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Алексей Семенов

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 55

Трејдинг

Денис Филлипов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трејдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 — 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПТБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПТБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПТБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПТБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.