



Утренний Express-О

17 января 2014 г.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Компания ЛСР (B2/-/B) продемонстрировала позитивные операционные итоги в 4 квартале 2013 года.



S&P повысило прогноз по рейтингу Газпром нефти (Baa2/BBB-/BBB) до «Позитивного».



Фосагро (Baa3/BBB-/BB+) привлекает кредит на 440,6 млн долл. у японских банков.

Компания ЛСР (B2/-/B) продемонстрировала позитивные операционные итоги в 4 квартале 2013 года.

В сегменте недвижимости, основном направлении деятельности, Компания ЛСР продемонстрировала в 4 квартале 2013 года высокие темпы роста основных операционных показателей, как, впрочем, и по всему 2013 году в целом. Текущий год характеризуется существенным объемом передачи недвижимости покупателям («+91%» по Санкт-Петербургу в сегменте масс-маркет), что позитивно влияет на выручку и другие финансовые метрики Компании. При этом привлечение новых контактов также показывает интенсивные темпы роста («+117%»). Несколько скромнее смотрится направление строительных материалов, которое формирует до 30% EBITDA ЛСР, в силу перестройки производственного процесса и завершения ряда проектов. Ждем высоких финансовых показателей по итогам года.

Комментарий. Компания ЛСР представила инвесторам позитивные, на наш взгляд, итоги операционной деятельности за 4 квартал и весь 2013 год. Напомним, деятельность Компании приходится на два основных сегмента: недвижимость (в подавляющем большинстве в секторе масс-маркет) и строительные материалы, вклад которых в EBITDA сейчас составляет порядка 2/3 и 1/3 EBITDA соответственно.

Недвижимость. В сегменте недвижимости Компания ЛСР продемонстрировала в 4 квартале 2013 года высокие темпы роста основных операционных показателей, как, впрочем, и по всему 2013 году в целом. Отметим, что ключевым регионом строительства для Компании является Санкт-Петербург, при этом ведется активная деятельность в Екатеринбурге и в меньшей степени – в Москве. Текущий год характеризуется существенным объемом передачи недвижимости покупателям: «+91%» по Санкт-Петербургу в сегменте масс-маркет или 202 тыс.м.кв., из них 97 м.кв. в 4 квартале 2013 года. При этом Эмитент заметно сократил объемы в секторе элитной недвижимости. Соответственно, стоит ожидать и существенного прироста выручки. Уже по 1 полугодю была видна высокая динамика – «+21%».

При этом в ближайшие годы темпы роста строительства, судя по всему, также останутся высокими. Подтверждает это объем заключенных новых контрактов в сегменте масс-маркет, объем которых по Санкт-Петербургу вырос на 117% до 452 тыс.м.кв., по Екатеринбургу – на 46% до 120 тыс.м.кв.

Строительные материалы. Несколько скромнее смотрится направление строительных материалов: объемы отгрузки показывали сдержанные темпы роста по 2013 году (щебень – «+12%», бетон – «+6%», цемент и кирпич – «+8%», газобетон – «+12%»), а некоторые направления и вовсе демонстрировали снижение (песок – «-

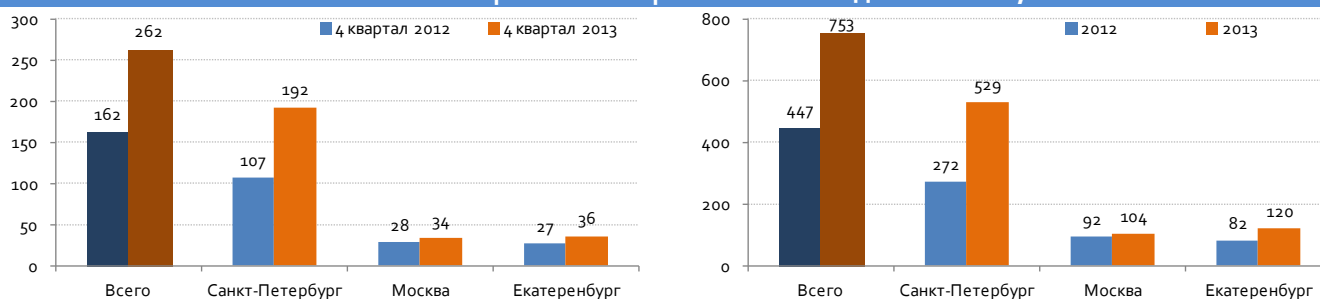
17 января 2014

8%», ЖДБ – «-18%»). Последнее обусловлено завершением работ по строительству КАД в Санкт-Петербурге и процессом переноса производственных мощностей, которое имело место быть в случае сегмента железобетонных изделий. Среди важных моментов стоит отметить запуск в июне текущего года завода по производству клинкерного кирпича в Ленинградской области. Кроме того, в конце года в состав Группы ЛСР вошел Рябовский завод керамических изделий, крупное предприятие по производству кирпича в Северо-Западном регионе. Последнее позволит ЛСР усилить позиции Компании в своем ключевом регионе.

Отметим, что у Компании в настоящее время 5 выпусков облигаций в обращении, причем по двум из них наступает срок исполнения обязательств в 1 квартале 2014 года на сумму 5 млрд руб. На наш взгляд, хотя операционные результаты и не включают в себя финансовые метрики, тем не менее высокая динамика роста бизнеса и раскрытие данных по притоку клиентов создают позитивный настрой и дают дополнительную уверенность клиентам. Среди выпусков Эмитента наиболее интересно, на наш взгляд, смотрится заем серии БО-04.

Динамика операционных показателей ЛСР

Заклучено новых контрактов на строительство недвижимости, тыс. кв. м



Площадь переданной покупателям недвижимости, тыс. кв. м



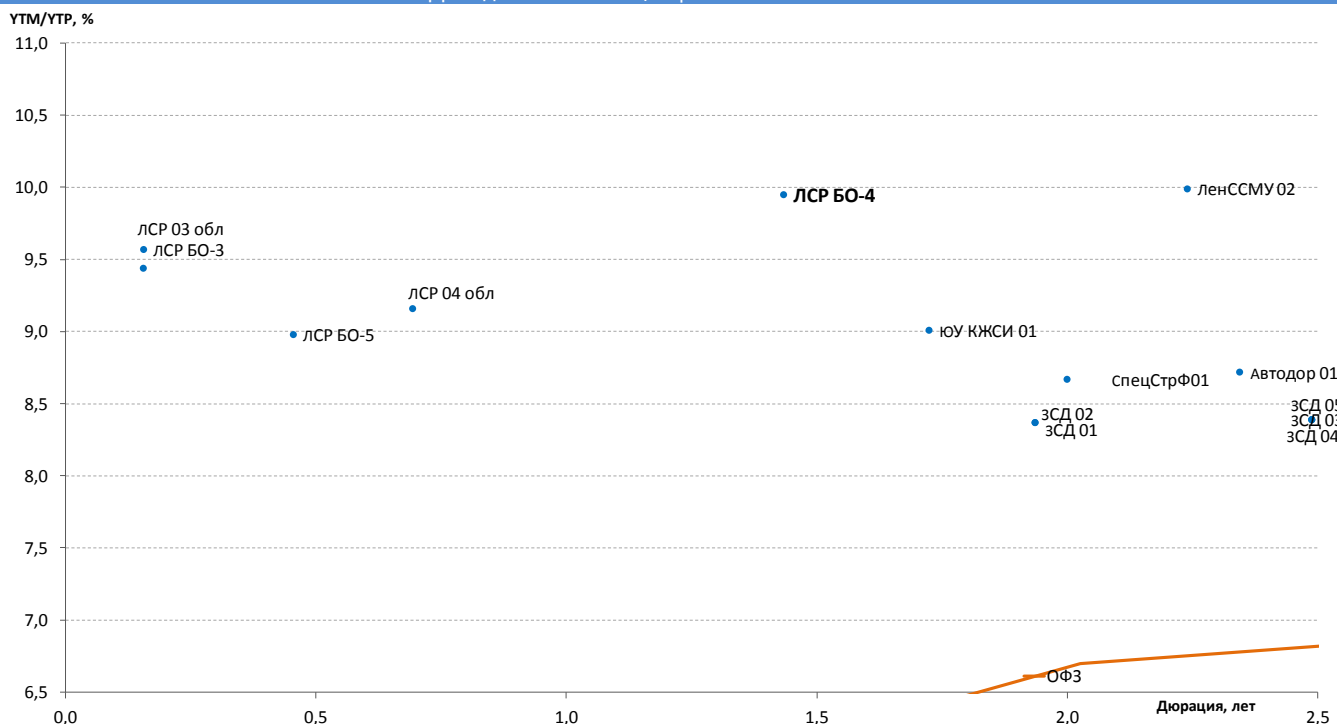
Финансовые показатели по МСФО

млрд руб.	ЛСС (-/-/В+)					ЛСР (В2/-/В)				
	2011	2012	1Н 2012	1Н 2013	Изм., %	2011	2012	1Н 2012	1Н 2013	Изм., %
Выручка	18,144	24,943	10,788	9,921	-8,0%	51,91	61,122	22,681	27,508	21,3%
Операционный денежный поток	0,106	2,017	2,492	0,258	-89,7%	7,738	5,167	4,528	0,939	-79,3%
EBITDA	5,665	6,38	3,187	3,517	10,4%	10,135	13,392	4,666	5,280	13,2%
EBITDA margin	31,2%	25,6%	29,5%	35,5%	-	19,5%	21,9%	20,6%	19,2%	-
Чистая прибыль	3,933	5,641	2,520	3,185	26,4%	2,432	4,914	0,260	0,945	264,0%
margin	21,7%	22,6%	23,4%	32,1%	-	4,7%	8,0%	1,1%	3,4%	-
Активы	40,674	52,726		57,912	9,8%	126,86	137,78		144,465	4,9%
Денежные средства, депозиты	5,454	11,613		5,906	-49,1%	5,195	3,967		4,0716	2,6%
Долг	10,391	14,716		10,031	-31,8%	38,922	39,475		42,933	8,8%
краткосрочный	1,938	2,855		1,550	-45,7%	2,788	5,526		9,409	70,3%
долгосрочный	8,452	11,860		8,480	-28,5%	36,134	33,949		33,525	-1,2%
Чистый долг	4,937	3,102		4,125	33,0%	33,728	35,508		38,862	9,4%
Долг/EBITDA ltm	1,8	2,3		1,5	-	3,8	2,9		3,1	-
Чистый долг/EBITDA ltm	0,9	0,5		0,6	-	3,3	2,7		2,8	-

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

17 января 2014

Доходности облигаций российских эмитентов

Елена Федоткова

S&P повысило прогноз по рейтингу Газпром нефти (Baa2/BBB-/BBB) до «Позитивного».

Агентство S&P повысило прогноз по рейтингу Газпром нефти «BBB-» до «Позитивного» со «Стабильного», обосновав свое решение хорошими финансовыми метриками компании. Напомним, что по итогам 9 мес. 2013 г. соотношение Чистый долг / EBITDA составило 0,46х против 0,56х годом ранее. На наш взгляд, объявленное улучшение прогноза существенно увеличивает шансы на дальнейшее повышение рейтинга Газпром нефти, учитывая, что самый низкий от «тройки» рейтинг у компании сейчас именно от S&P. Можно было бы ожидать умеренной позитивной реакции в долговых бумагах компании, однако ее возможность нивелирована слабой конъюнктурой рынка.

Самый низкий рейтинг от «тройки» у Газпром нефти сейчас от S&P...

Рейтинг от S&P может быть повышен при сохранении комфортного профиля риска...

Комментарий. На настоящий момент самый низкий сопоставимый рейтинг у Газпром нефти именно от S&P. Компания добилась «умеренного» улучшения профиля риска, несмотря на запланированные приобретения и увеличенный объем инвестирования, что было отмечено агентством как фактор в пользу возможного повышения рейтинга в будущем. По итогам 9 мес. 2013 г. коэффициент Чистый долг / EBITDA снизился до 0,46х с 0,56х годом ранее.

После присвоения текущего рейтинга «BBB-» в ноябре 2006 г. (был повышен с «BB+») S&P дважды понижало прогноз по нему со «Стабильного» до «Негативного», при этом сам рейтинг с тех пор не менялся.

Последнее же улучшение прогноза до «Позитивного» говорит о высоких шансах на последующее повышение рейтинга. Напомним, что в ноябре 2013 рейтинговое агентство Moody's повысило рейтинг Газпром нефти до «Baa2» с «Baa3», прогноз «Стабильный» (см. кредитный комментарий от 22.11.2013 <http://psbinvest.ru/upload/iblock/9e7/9e7b5ba9d90a08872377d91798fef6eo.pdf>). Это говорит об общем позитивном настрое рейтинговых агентств в отношении Газпром нефти.

По нашему мнению, Газпром нефть обладает хорошим балансом между операциями в сегментах downstream и upstream, что позволит ей продолжить реализацию мер по расширению бизнеса без значительной угрозы для своих финансовых метрик.

17 января 2014

Соотношение Чистый долг / EBITDA по итогам 9 мес. 2013 г. снизилось до 0,46х с 0,56х...

Поддержку финансовым результатам оказывает ориентированность на высокомаржинальный сегмент продаж нефтепродуктов на внутреннем рынке. Компания также обладает высоким потенциалом в плане наращивания объемов продаж, владея крупными запасами и долями в перспективных проектах (Приобское, Новопортовское и Мессояхское месторождения).

Компания также находится в выгодной позиции как подразделение Газпрома (Ваа1/BBB/BBB), на поддержку которого можно рассчитывать в случае ухудшения условий на рынке в целом. В то же время высокая зависимость от российского рынка и правительства РФ может послужить фактором риска для деятельности компании.

Из других возможных понижающих рисков можно выделить снижение цен на нефть, ожидаемое в текущем году, инфляцию издержек, а также крупные инвестиции, способные оказать давление на Свободный операционный денежный поток, в частности приобретение лицензий на разработку шельфовых месторождений и покупка доли в Северэнергии (сделка по покупке 60% доли в Северэнергии у Eni совместным предприятием НОВАТЭКа и Газпром нефти была закрыта 15 января 2014 г).

При принятии решения о возможном повышении рейтинга Газпром нефти S&P будет ориентироваться в том числе на Свободный операционный денежный поток. Пока же, согласно последней доступной отчетности – за 9 мес. 2013 г., компания добилась роста этого показателя на 22,6% до 219,9 млрд руб. со 179,4 млрд руб.

Можно было бы ожидать умеренной позитивной реакции в долговых бумагах компании, однако ее возможность нивелирована слабой конъюнктурой рынка.

Алина Арбекова

Фосагро (Ваа3/BBB-/BB+) привлекает кредит на 440,6 млн долл. у японских банков.

Кредит привлекается под гарантии Японского агентства страхования экспорта и инвестиций для строительства агрегата аммиака в Череповце мощностью 760 тыс. тонн в год. Транш в объеме 264,4 млн долл. предоставляется на срок 13 лет, 176,2 млн долл. – на 7 лет. Средства привлекаются Фосагро, по данным менеджмента, под ставку «значительно ниже купонной ставки по еврооблигациям» (4,204%). На наш взгляд, компания смогла заключить успешную сделку на довольно выгодных условиях по стоимости и срочности, лучше чем на публичном долговом рынке. В свою очередь, рост уровня долга Фосагро не будет столь критичным, кредитные метрики останутся умеренными, тем не менее реакции рейтинговых агентств нельзя исключать.

Комментарий. ОАО «Фосагро-Череповец» (входит в группу Фосагро) подписало кредитное соглашение с Японским банком международного сотрудничества (JBIC) и группой банков в составе Bank of Tokyo-Mitsubishi (BTMU), Citibank Japan и Mizuho Bank на общую сумму 440,6 млн долл. под гарантии Японского агентства страхования экспорта и инвестиций.

JBIC предоставит средства в объеме 264,4 млн долл. сроком на 13 лет, группа банков BTMU, Citibank Japan и Mizuho Bank - 176,2 млн долл. сроком на 7 лет. По данным менеджмента, средняя ставка по кредиту «значительно ниже купонной ставки по еврооблигациям» (4,204% годовых).

Привлеченные средства ФосАгро пойдут на строительство агрегата аммиака в Череповце мощностью 760 тыс. тонн в год. Контракт на строительство заключен в 2013 г. с консорциумом компаний во главе с Mitsubishi Heavy Industries Ltd. Лицензиатом технологии является Haldor Topsoe (Дания). Ввод нового агрегата запланирован в 1 пол. 2017 г.

На наш взгляд, компания смогла заключить успешную сделку на довольно выгодных условиях по стоимости и срочности, лучше чем на публичном долговом рынке

17 января 2014

(евробонд PhosAgro-18 (YTM 4,03%/3,67 г.)), что довольно важно при финансировании строительства крупного проекта.

Ключевые финансовые показатели млрд долл.	Фосагро (МСФО)		
	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %
Выручка	2,5	2,6	0,9
Операционный денежный поток	0,7	0,5	-28,4
EBITDA	0,9	0,6	-28,0
EBITDA margin	34,3%	24,5%	-9,8 п.п.
Чистая прибыль	0,6	0,3	-53,2
margin	24,1%	11,2%	-12,9 п.п.
	2012	9 мес. 2013	Изм. %
Активы	3,8	3,8	-1,2
Денежные средства и эквиваленты, депозиты	0,3	0,3	-14,5
Долг	1,2	1,5	24,9
краткосрочный	0,7	0,6	-22,9
долгосрочный	0,5	0,9	97,7
Чистый долг	0,9	1,2	39,1
Долг/EBITDA	1,1	1,7	
Чистый долг/EBITDA	0,8	1,4	
Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка			

В свою очередь, новый кредит может привести к росту общего долга Фосагро практически на треть, при этом долговая нагрузка также увеличится, особенно на фоне снижения прибыльности бизнеса компании в 2013 г. По нашим оценкам, исходя из объема долга на конец сентября 1,5 млрд долл., метрика Чистый долг/EBITDA может достичь 1,6-1,7х против 1,4х по итогам 9 мес. 2013 г., что в целом является умеренным уровнем.

Тем не менее, нельзя исключать реакции рейтинговых агентств на возможный рост долга, в первую очередь от S&P и Moody's, от которых у компании имеется инвестиционная категория рейтинга. Напомним, что S&P при повышении оценок Фосагро в апреле 2013 г. до уровня «BBB-»/Стабильный высказывало ожидания благоприятных условий в отрасли в 2013-2014 гг. и высоких показателей прибыли (в частности, показатель EBITDA в размере 1,0-1,1 млрд долл., чего, похоже, будет проблематично достичь по итогам 2013 г. при низких ценах на фосфатные удобрения). Кроме того, агентство отмечало консервативную финансовую политику компании – предполагалось, что отношение «Скорректированный долг / EBITDA» будет на уровне 1,5х или ниже.

Вместе с тем, учитывая долгосрочный характер кредита и низкий уровень процентной ставки по нему, реакция может и не последовать, либо ограничится прогнозом по рейтингу.

Реакция в евробонде PhosAgro-18 (YTM 4,03%/3,67 г.), на наш взгляд, будет сдержанной, возможно некоторое сужение спреда в доходности с выпуском Uralkali-18 (YTM 4,18%/3,9 г.).

Александр Полюттов

17 января 2014

Контакты:**ОАО «Промсвязьбанк»****Управление исследований и аналитики**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**УПРАВЛЕНИЕ ИССЛЕДОВАНИЙ И АНАЛИТИКИ**

Николай Кашеев Директор департамента	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739
Роман Османов Главный аналитик по глобальным рынкам	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706
Олег Шагов	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729
Елена Федоткова	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748
Вадим Паламарчук	PalamarchukVA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781
Александр Полютов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754
Алина Арбекова	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Владимир Гусев	GusevVP@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783
-----------------------	-------------------	----------------------------------

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Иван Хмелевский	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-9068
Анатолий Павленко	APavlenko@psbank.ru	+7 (495) 705-9069
Андрей Воложев	Volozhev@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Денис Семеновых	SemenovychDD@psbank.ru	+7 (495) 705-9757
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56
Иван Заволоснов	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
Сурпин Александр	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-3924
Виктория Давитиашвили	davitashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Павел Науменко	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

17 января 2014

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.