

12 октября 2012 г.

Пульс рынка

- **Плюс на фоне бокового тренда.** Рынки вчера продемонстрировали небольшой рост (индексы акций поднялись на 0,5-1%), чему способствовала позитивная макростатистика по США. Число новых обращений за пособиями по безработице составило 339 тыс., что является минимальным значением с февраля 2008 г. (ожидалось 370 тыс.). Эти данные служат еще одним подтверждением того, что ситуация на рынке труда США улучшается (уровень безработицы заметно сократился с 8,1% до 7,8%). Также позитивным моментом стало улучшение отношений между Японией и Китаем (из-за территориальных споров торговый оборот между странами в последнее время заметно сократился). Еврозона продолжает "топтаться на месте": греческий вопрос (предоставление 2-летней отсрочки для проведения реформ) пока остается в подвешенном состоянии. Из значимой статистики сегодня будет опубликовано значение индекса настроения потребителей. На наш взгляд, факторов для выхода за рамки бокового тренда нет.
- **Позитивная конъюнктура позволила sub RSB 18 отыграть премию на "первичке".** Позитивные макроданные по США, а также сохраняющаяся напряженность на Ближнем Востоке привели вчера к повышению котировок нефти Brent на 1,5 долл. до 115 долл./барр., что не прошло незамеченным для рынка российских евробондов. Индикативные бонды Russia 30 выросли на 50 б.п. до 127,4% от номинала, в очередной раз обновив ценовой максимум, также ценовой рост продолжили бумаги Russia 42 (121,8% от номинала). Благоприятная рыночная конъюнктура способствует спросу даже на бумаги далеко за пределами 1-го эшелона. Субординированные бонды RSB 18, которые были размещены на прошлой неделе с высокой премией (спред к старшему выпуску RSB 17 превышал 235 б.п.), выросли в цене на 4 п.п. При этом спред sub RSB 18 - RSB 17 сузился до 200 б.п. (что, как мы отмечали в обзоре от 4 октября, справедливо отражает премию за субординацию с учетом разницы в рейтингах 2 ступени).
- **Загадочный отток в 125 млрд руб.** По нашим оценкам, вчера чистый отток средств из системы достиг внушительных 125 млрд руб. Для платежей по страховым взносам во внебюджетные фонды такой отток слишком велик и преждевременен: чистые выплаты по страховым взносам редко превышают 100 млрд руб., и платежи завершатся только 15 октября. При этом едва ли ЦБ проводил интервенции - рубль укрепляется, продолжая торговаться в том диапазоне, где, согласно прежнему механизму интервенций, ЦБ продаж валюты не производит. Со среды ЦБ сузил о/п лимиты, что отчасти лишило банки возможности пролонгации. Но, на наш взгляд, даже более низкие лимиты ЦБ сейчас сами по себе не могли стать единственной причиной такого оттока. Краткосрочные ставки не только не снизились, но и выросли, достигнув вчера 6,4%. Раньше такие уровни были характерны только для налогового периода. Банки демонстрировали желание нарастить корсчета, но дополнительного объема от ЦБ (о/п и неделя) и Казначейства РФ (за вычетом погашений) в ~180 млрд руб. им не хватило, что странно, учитывая тот факт, что платежи на этой неделе должны были быть гораздо меньше этой суммы. В целом такая ситуация создает дополнительную неопределенность и может стать еще одним фактором повышенного спроса на ликвидность, помимо налоговых платежей.
- **Новое предложение от банков 1-го эшелона.** Сегодня ГПБ (BBB-/Baa3/-) закрывает книгу заявок на покупку облигаций номиналом 30 млрд руб. с ориентиром YTP 8,67%-9,09% к 3-летней оферте (спред к суверенной кривой на уровне 167-209 б.п.). Лучшей альтернативой предлагаемым бумагам в сегменте госбанков являются МСП-1 (YTP 8,96% @ март 2014 г.) и МСП-2 (YTP 9,04% @ август 2014 г.), что соответствует премии к ОФЗ около 220 б.п. Судя по короткому периоду сбора заявок, мы не исключаем, что размещение носит нерыночный характер. Интерес представляют новые 2-летние облигации РСХБ (-/Baa1/BBB) на 10 млрд руб. с ориентиром YTP 8,63%-8,84% (спред 180-200 б.п. к кривой ОФЗ).

Темы выпуска

- **ЛенСпецСМУ: снижение долговой нагрузки на фоне высокого операционного потока**

ЛенСпецСМУ: снижение долговой нагрузки на фоне высокого операционного потока

Стабильно
высокие
результаты

ЛенСпецСМУ (S&P: B), крупная строительная компания на рынках жилой недвижимости Санкт-Петербурга, Москвы и Московской области, опубликовала результаты по МСФО за 1П 2012 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Выручка и показатель EBITDA не изменились п./п., составив 10,8 млрд руб. и 3,2 млрд руб., соответственно. Чистый долг в абсолютном выражении сократился на 1 млрд руб. до 6 млрд руб., а в отношении к LTM EBITDA - с 1,25х до 0,94х.

Ключевые финансовые показатели ЛенСпецСМУ

в млн руб., если не указано иное	1П 2012	2П 2011	изм.	1П 2011	изм.
Выручка	10 788	11 064	-2%	7 081	+52%
Валовая прибыль	3 971	3 914	+1%	3 091	+28%
Валовая рентабельность	36,8%	35,4%	+1,4 п.п.	43,6%	-6,8 п.п.
EBITDA	3 187	3 224	-1%	2 429	+31%
Рентабельность по EBITDA	29,5%	29,1%	+0,4 п.п.	34,3%	-4,8 п.п.
Чистая прибыль	2 520	2 011	+25%	1 922	+31%
Операционный поток до изменений оборотного капитала	3 084	3 201	-4%	2 280	+35%
Операционный поток	2 492	913	+2,7х	-807	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-841	-1 697	-2,0х	-53	+15,9х
Капвложения	-225	-312	-28%	-89	+2,5х
Финансовый поток	-839	2 406	-	-101	+8,3х
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 дек. 2011	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	10 202	10 391	-2%		
Краткосрочный долг	2 587	1 938	+33%		
Долгосрочный долг	7 615	8 452	-10%		
Чистый долг	6 054	7 070	-14%		
Чистый долг/ EBITDA LTM *	0,94х	1,25х	-		

* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост цен при
стабильном
уровне продаж

По нашим оценкам, поступления от продажи собственных квартир в 1П 2012 г., скорректированные на изменение объема предоплаты от покупателей жилья на стадии строительства, составили 11,6 млрд руб., что на 6,4% превышает показатель 2П 2011 г. Увеличение выручки произошло, главным образом, за счет увеличения средней цены реализации при стабильном объеме продаж. Согласно отчетности материнской компании Etalon Group (ЛенСпецСМУ формирует ~89% выручки всей группы), в 1П 2012 г. продажи жилья составили 147 кв. м, что находится на одном уровне со 2П 2011 г. и на 20% выше, чем в 1П 2011 г. В то же время средняя цена реализации во 2 кв. 2012 г. выросла на 24% г./г., тогда как в целом за 1П 2012 г. - на 5% п./п.

Высокая глубина
продаж

По итогам 2012 г. планируется сдать в эксплуатацию порядка 349 тыс. кв. м (+6,4% г./г.), при этом объем продаж составит 337 тыс. кв. м (+25% г./г.), что при текущих ценах реализации эквивалентно выручке в объеме 22-25 млрд руб. Стоит отметить, что уровень предоплаты (down payment) сейчас достиг 73%, в то время как в бизнес-модели компании заложен консервативный показатель 50%. Ипотечный рынок оказывает незначительное влияние на продажи: лишь 13% сделок осуществляется с ипотекой.

Снижение
собственных
площадей на
балансе

Стоит отметить, что в 1П 2012 г. произошло изменение в структуре запасов за счет сокращения собственных площадей (квартир) на балансе (на 1 млрд руб. до 6,5 млрд руб.) и увеличения незавершенного жилого и гаражного строительства (на 257 млн руб. до 11 млрд руб.), что, на наш взгляд, отражает позитивную конъюнктуру на рынке жилья.

Техническое снижение рентабельности	Прибыльность компании остается на высоком уровне: в частности, рентабельность по EBITDA составила 29,5% (-4,8 п.п. к 1П 2011 г.). Снижение рентабельности г./г. связано с увеличением в выручке доли жилья, продажа которого произошла на стадии строительства. Валовая рентабельность от сдачи объектов недвижимости (жилья, проданного на стадии строительства) составляет 25,4%, в то время как от продаж собственных квартир (уже после ввода здания в эксплуатацию) - 50%. Самообеспеченность критически важными для строительства материалами (благодаря наличию в группе заводов по производству строительного и облицовочного кирпича и цемента) позволяет компании удерживать прибыльность на относительно высоком уровне.
Высокий операционный доход позволил заметно сократить чистый долг	Чистый операционный денежный поток (после уплаты налога на прибыль) заметно увеличился - с 913 млн руб. во 2П 2011 г. до 2,5 млрд руб. в 1П 2012 г. В отличие от 2П 2011 г. инвестиции в оборотный капитал не потребовались, что обусловлено высокой долей продаж жилья на стадии строительства. Поток от операционной деятельности до налогов в 6,4 раза покрыл процентные платежи (530 млн руб.). Капитальные затраты в сумме 224 млн руб. оказались незначительными в сравнении с операционным потоком. Средства были частично аккумулированы на депозитах (+1 млрд руб.) и использованы для погашения долга.
Низкие риски рефинансирования	Учитывая наличие значительной подушки ликвидности на балансе (денежные средства (4,15 млрд руб.) в сумме с краткосрочными инвестициями составили 9,5 млрд руб.), полностью покрывающей краткосрочную финансовую задолженность (2,6 млрд руб.), потребности в рефинансировании ЛенСпецСМУ незначительны. Материнская компания располагает достаточным банком земельных участков для строительства, по крайней мере, до 2017 г. Потребность в заемных средствах, по нашему мнению, может возникнуть в случае более активного строительства и/или снижения глубины продаж. После отчетной даты были утверждены эмиссионные документы для выпуска ЛенСпецСМУ-2 номиналом 5 млрд руб.
Наша рекомендация реализовалась	Обращающиеся выпуски эмитента имеют низкую торговую ликвидность. Рублевые выпуски ЛенСпецСМУ-1 (YTM 9,75% @ декабрь 2012 г.) и БО-2 (YTM 10% @ май 2013 г.) представляются нам справедливо оцененными. Наша рекомендация от 3 мая 2012 г. покупать бонды LenSpecSMU 15 с YTM 10,8%/9,3% @ ноябрь 2015 г. реализовалась: доходность бондов снизилась до YTM 8,5-7,5%. Кстати говоря, эффективная ставка по долговым обязательствам компании в 1П 2012 г. (исходя из уплаченных процентов и средней за год величины долга) составила 10,3% годовых, что несколько выше доходности обращающихся облигаций эмитента.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

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

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
Альфа банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ	МКБ	ТКС Банк
Банк Москвы	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика августа: не пора ли беспокоиться?

Платежный баланс

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

Инфляция

РФ: ожидаемый рост инфляции

Валютный рынок

Курс рубля: фактор Роснефти

Монетарная политика ЦБ

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

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: без сюрпризов

Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

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

Продажи

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

Торговые операции

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

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

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

Выпуск облигаций

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

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