

Пульс рынка

- **Краткосрочный оптимизм на рынке нефти.** Вчера котировки нефти выросли (котировки Brent достигли 102 долл./барр.) на фоне выхода данных EIA, которые показали неожиданное повышение спроса на топливо в США, а также замедление роста нефтяных запасов. Рубль отреагировал небольшим укреплением (до 35,65 руб. за корзину, уровня, где ЦБ прекращает продавать валюту). Таким образом, за последние дни рубль отыграл большую часть падения прошлой недели, когда корзина достигла уровня 36,0 руб. Необходимо иметь в виду, что данные EIA публикуются с недельной периодичностью и достаточно волатильны. Поэтому реакция рынков, скорее, носит конъюнктурный характер, т.к. никакого фундаментального изменения не произошло: запасы нефти в США продолжают находиться вблизи максимальных за 23 года значений. Реально повлиять на среднесрочную динамику рынков может выход в пятницу данных по росту ВВП США в 1 кв. 2013 г. Согласно консенсус-прогнозу, предполагаются солидные темпы роста - 3%.
- **Напряженное окончание месяца на денежном рынке.** Последние дни апреля будут достаточно сложными. Сегодня проходят основные платежи по НДС и экспортным пошлинам, в результате чего мы ожидаем отток около 200 млрд руб. В понедельник уплачивается налог на прибыль, объем которого в апреле является традиционно высоким и оценивается нами в 200 млрд руб. Очевидно, что для компенсации части оттока ликвидности банки используют корсчета, которые сейчас находятся на довольно высоком уровне (1 трлн руб. по сравнению со среднемесячным значением 800 млрд руб.). Оставшиеся средства банкам придется привлекать у Банка России. Сейчас объем задолженности по РЕПО с ЦБ составляет 1,9 трлн руб. Поэтому, скорее всего, в начале следующей недели этот показатель приблизится к "критическому" уровню, оцениваемому нами в 2,2-2,3 трлн руб. Отметим, что в своих прежних оценках мы не ожидали, что объем РЕПО в апреле превысит 2 трлн руб., однако за прошлые две недели банки погасили около 200 млрд руб. кредитов под нерыночные активы. И мы не ожидаем, что в ближайшие дни на фоне кратковременных трудностей с ликвидностью (уже в начале мая ситуация должна улучшиться на фоне бюджетных поступлений) банки воспользуются этим инструментом, так как эти кредиты являются дорогими (7% и выше) и выдаются на достаточно длительный срок (3 месяца и более). Таким образом, потребность в РЕПО с ЦБ в апреле оказалась на 200 млрд выше, чем мы прогнозировали. В связи с этим накануне майских выходных существует вероятность краткосрочного роста ставок до уровня валютного свопа ЦБ (6,5%).
- **Инфляция - без движения.** Согласно свежим данным Росстата о недельной динамике потребительских цен, инфляция за 22 дня апреля составила 0,4% по сравнению с 0,3% за тот же период 2012 г. Таким образом, в пересчете на годовые темпы инфляция за неделю не изменилась и осталась на уровне 7,1% г./г. Несмотря на то, что окончательный показатель по инфляции за месяц может несколько отличаться от оценки на основе недельных данных, очень высока вероятность, что темпы роста цен в апреле не опустятся ниже мартовского показателя в 7% г./г. Таким образом, снижения инфляции г./г. не произошло, и у ЦБ формально нет повода для смягчения денежно-кредитной политики на следующем заседании в мае. По нашему мнению, более вероятно, что снижение ставок произойдет в июне.
- **Ожидаемо высокий спрос на ОФЗ.** Как мы и ожидали, вчера спрос на ОФЗ 26212 более чем на 82% превысил предложение, на ОФЗ 26210 - на 69%. Доходность по длинным бумагам по цене отсечения YTM 7,04% оказалась даже ниже ориентира, без премии к рынку (средневзвешенная доходность составила YTM 7,02%). Короткие бумаги также были размещены без премии: доходность по цене отсечения YTM 6,35% соответствовала нижней границе ориентира, а средневзвешенная доходность составила YTM 6,33%. По нашим наблюдениям, значительный объем спроса был сформирован нерезидентами. Повышение котировок нефти и укрепление рубля сегодня способствуют позитивным настроениям на рынке: размещенные бумаги выросли в цене на 25-35 б.п.

Темы выпуска

- ВТБ: планы роста потребуют дополнительного капитала
- Аэрофлот: низкий сезон + снижение эффективности = слабые результаты
- ФосАгро: борьба с сезонным спадом
- ЛенСпецСМУ: снижение рентабельности не критично

ВТБ: планы роста потребуют дополнительного капитала

Неплохое окончание года

Банк ВТБ (BBB/Baa1/BBB), второй крупнейший российский банк, опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 4 кв. 2012 г. и 2012 г. в целом, которая произвела на нас умеренно позитивное впечатление. В последнем квартале года банк ускорил темпы роста кредитования, как в корпоративном (+6% кв./кв., +5% кв./кв. без учета спецвыпуска ОФЗ, который в объеме, свободном от залога по РЕПО, классифицируется как кредитование госструктур), так и в розничном сегментах (+9% кв./кв.), опередив среднерыночные показатели (+2,4% и +7,8%, соответственно). Кроме того, по темпам роста розницы в 4 кв. ВТБ превзошел Сбербанк (+6%).

Ключевые финансовые показатели ВТБ

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Активы, в т.ч.	7 415,7	7 184,7	+3%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	5 084,8	4 778,3	+6%
розничные	1 120,2	1 026,7	+9%
корпоративные	3 964,6	3 751,6	+6%
NPL 90+/Кредитный портфель	5,4%	5,6%	-0,2 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	894,5	939,4	-5%
Срочные депозиты клиентов	2 439,2	2 477,9	-2%
Собственный капитал	766,1	684,2	+12%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	14,6%	12,9%	+1,7 п.п.
ROE	13,7%	12,6%	+1,1 п.п.

В млрд руб., если не указано иное	2012	2011	изм.	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	246,0	227,0	+8%	71,7	61,9	+16%
Чистый комиссионный доход	48,3	39,2	+23%	14,1	12,4	+14%
Операционные доходы	307,4	253,6	+21%	94,3	83,2	+13%
Чистая прибыль	90,6	90,5	-	30,4	26,6	+14%
Чистая процентная маржа	4,2%	5,0%	-0,8 п.п.	4,6%	4,1%	+0,5 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Розница растет опережающими темпами

Розница, доля которой в общем портфеле кредитов ВТБ достигла 22% (18% в 2011 г.), остается приоритетным направлением для банка в 2013 г. Менеджмент подтвердил намерение расти в этом сегменте темпами, заметно выше ожидаемых в среднем по рынку (+25%). Помимо "универсальной" розницы в рамках ВТБ24 ставка делается на развитие нового проекта - Лето Банка (фокус на высокомаржинальные потребительские кредиты).

Стабильные показатели качества кредитов

Уровень NPL 90+ за 4 кв. 2012 г. несколько снизился (с 5,6% до 5,4%), при этом норма резервирования продолжила снижаться (до 6,4%), что, однако, остается комфортным значением (покрытие NPL - 112%). Списания за квартал составили около 5,7 млрд руб. (сопоставимо с уровнем 3 кв. 2012 г., ~2,2% от NPL 90+).

В 4 кв. портфель ценных бумаг, находящихся в залоге по РЕПО, сократился почти на 89 млрд руб. до 303 млрд руб. преимущественно за счет высвобождения из залога спецвыпуска ОФЗ 46023 (приобретенного в 2011 г. для докапитализации Банка Москвы на средства льготного кредита АСВ) и, соответственно, перевода этих бумаг в состав кредитного портфеля. Доля акций в портфеле продолжает снижаться (до 11%, 104 млрд руб. против 201 млрд руб. на конец 3 кв. 2012 г.).

Выпуск субординированных инструментов ожидается улучшил достаточность капитала

Фондирование роста кредитного портфеля осуществлялось преимущественно за счет средств клиентов (+152 млрд руб.). Также в ноябре 2012 г. был размещен "вечный" евробонд на 1,25 млрд долл. (39 млрд руб.). Его включение в капитал 1-го уровня позволило повысить CAR Tier-1 до 10,3%. С учетом размещенного в октябре субординированного евробонда VTB 22 номиналом 1,5 млрд долл. общая достаточность капитала увеличилась до 14,6%.

Поддержку чистой процентной марже оказал роспуск резервов у Банка Москвы

Чистая процентная маржа кв./кв. повысилась с 4,1% до 4,6%, однако, заметный вклад внес роспуск резервов по кредитному портфелю Банка Москвы (по оценкам менеджмента, он уже на 70% состоит из "новых" кредитов, поэтому, как мы понимаем, в будущем влияние этого фактора будет заметно меньше). С учетом корректировок, этот показатель составил 4,3%. Ориентир менеджмента на 2013 г. по чистой процентной марже озвучен на уровне выше 4%.

В 4 кв. 2012 г. прибыль, полученная по операциям с ценными бумагами (15 млрд руб.), была нивелирована убытком по операциям с иностранной валютой (-17 млрд руб.). Поддержку результатам оказала прибыль от небанковской деятельности в размере 9 млрд руб. (девелопмент, страхование, лизинг), а также неденежное восстановление убытков от первоначального признания активов (~7,5 млрд руб., в основном активы, принадлежащие Банку Москвы). В итоге показатель ROAE поднялся до 16,8%.

Планы роста требуют нового капитала

С учетом ожидаемого менеджментом роста корпоративного кредитного портфеля на 15% в 2013 г., розницы - выше 25%, а также принимая во внимание текущий уровень прибыльности банка (ROE за весь 2012 г. -13,7%), озвученные планы развития могут оказать давление на капитал (помимо предстоящей выплаты дивидендов (рекомендация менеджмента - 15 млрд руб.), а также потенциальной выплаты купона по "вечному" бонду (по нашим оценкам, до ~6,5 млрд руб.). В ходе телеконференции менеджментом заявил о планах по увеличению капитала на 100 млрд руб. Отметим, что важным событием 2013 г. для банка станет публикация обновленной 3-летней стратегии развития (ориентировочно в 3 кв. этого года).

Рублевые облигации эмитента выглядят справедливо оцененными, предлагая премию к кривой ОФЗ в пределах 200 б.п., учитывая регулярное предложение новых бумаг от эмитента на первичном рынке. На рынке еврооблигаций в сегменте госбанков бумаги ВТБ исторически торгуются с премией к другим российским госбанкам (в частности, спред VTB 17 - Sberbank 17 сейчас составляет ~110 б.п.). Отметим, что в 2013 г. ВТБ необходимо погасить долговые ценные бумаги в объеме 3,2 млрд долл., которые планируется рефинансировать, в т.ч. за счет новых выпусков.

Аэрофлот: низкий сезон + снижение эффективности = слабые результаты

Слабые финансовые результаты за 4 кв.

Группа Аэрофлот (Fitch: BB-), крупнейший российский авиаперевозчик, опубликовал слабые финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2012 г. Сезонное сокращение пассажирооборота кв./кв. на 22% до 18,4 млрд пкм привело к падению выручки от перевозок на 16% кв./кв. до 1,8 млрд долл. Загрузка кресел снизилась до 75,8% в 4 кв. с 85,6% в 3 кв. Дополнительное давление оказало открытие новых направлений (Америка, Азия, Россия), что традиционно приводит к временному превышению роста предложенных мощностей над фактическим пассажирооборотом.

При этом существенно опережающее выручку падение EBITDA кв./кв. с 408 до 16 млн долл. с сокращением рентабельности по этому показателю до 0,8% (17% в 3 кв.) произошло также на фоне роста операционных расходов на 5% кв./кв. Затраты на авиатопливо (наиболее значимая статья расходов компании) снижались более медленно - лишь на 3%, а расходы на оплату труда выросли на 5%, главным образом, в связи с продолжающейся оптимизацией структуры персонала в группе и выплатой выходных пособий. Отметим также, что приобретенные в ноябре 2011 г. авиаактивы (авиакомпания "Россия", Владивосток Авиа, Саравиа, CAT и Оренэйр) до сих пор остаются убыточными на операционном уровне.

Кроме того, на рентабельность по EBITDA повлияли такие разовые статьи как списание гудвила, расторжение контракта по двум самолетам А-330 и прочее. Без учета этих статей показатель EBITDA в 4 кв., по нашим оценкам, составил 67 млн долл. (маржа - 3,1%) против 421 млн долл. в 3 кв. (маржа - 17,5%).

Ключевые финансовые показатели Группы Аэрофлот

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	2 117	2 406	-12%	8 138	5 378	+51%
EBITDAR	169	553	-69%	1 238	1 024	+21%
Рентабельность по EBITDAR	8,0%	23,0%	-15 п.п.	15,2%	19,0%	-3,8 п.п.
EBITDA	16	408	-96%	671	646	+4%
Рентабельность по EBITDA	0,8%	17,0%	-16,2 п.п.	8,2%	12,0%	-3,8 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-130	289	-	166	491	-66%
Операционный поток	190	50	+3,8x	821	369	+2,2x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-235	90	-	-240	-434	-45%
Капвложения	-33	-50	-34%	-167	-128	+30%
Финансовый поток	-63	-129	-51%	-502	-189	+2,7x

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 587	2 465	+5%
Краткосрочный долг	712	785	-9%
Долгосрочный долг	1 875	1 680	+12%
Чистый долг	2 091	1 868	+12%
Чистый долг/EBITDA LTM*	3,1x	2,9x	

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Компания ожидает, что пассажирооборот по итогам 2013 г. увеличится на 20-22% г./г. (напомним, согласно pro-forma в 2012 г. пассажирооборот вырос на 18,8% г./г.). При этом загрузка кресел прогнозируется на уровне 80% (78,1% в 2012 г.). Более того, для снижения зависимости от цен на авиатопливо, захеджированы с помощью опционов 19% объемов поставок топлива (4% в 2011 г.). Эта доля может достичь 70% уже в этом квартале при одобрении данной стратегии Советом Директоров.

За 4 кв. 2012 г. общий долг Аэрофлота вырос на 5% до 2,6 млрд долл., его краткосрочная часть составляет 27,5%, которая на 70% покрывается накопленными денежными средствами компании. На фоне увеличения размера Чистого долга в 4 кв. долговая нагрузка компании повысилась до 3,1x против 2,9x по итогам 3 кв. После отчетной даты, в апреле, компания погасила два выпуска биржевых облигаций Аэрофлот, БО1-БО2 общим номиналом 12 млрд руб., разместив один выпуск БО-3 на 5 млрд руб., а также использовав накопленные денежные средства.

Облигации Аэрофлота неинтересны

Сейчас в обращении находится лишь один выпуск биржевых облигаций эмитента - Аэрофлот, БО-03 номиналом 5 млрд руб. с погашением в марте 2016 г. На текущих уровнях доходности (YTM 8,3%) мы не видим торговых идей в бумагах компании.

ФосАгро: борьба с сезонным спадом

Сезонное ослабление в 4 кв. частично компенсировано ростом выпуска сложных удобрений

ФосАгро (BB+/Baa3/BB+), второй в мире производитель фосфатных удобрений по мощностям после североамериканского Mosaic, опубликовал неплохие финансовые результаты за 4 кв. 2012 г. Гибкая производственная модель (способность переключаться с производства фосфатных на сложные удобрения за несколько часов) позволяет ФосАгро минимизировать эффект негативной конъюнктуры на рынке фосфатов за счет роста выпуска сложных удобрений, цены и спрос на которые более стабильны.

Долговая нагрузка находится на низком уровне: Чистый долг/EBITDA составил 0,77x на конец 2012 г., а после размещения 5-летнего евробонда на сумму 500 млн долл. в феврале этого года и допэмиссии акций на 211 млн долл., нагрузка, по оценкам компании, снизилась до примерно 0,7x. Агентство S&P указывало, что привлечение средств от размещения допэмиссии может быть фактором повышения рейтинга ФосАгро. Компания считает, что пересмотр может случиться уже по итогам 2 кв. 2013 г.

Ключевые финансовые показатели ФосАгро

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	26 066	28 878	-10%	105 303	100 518	+5%
Операционная прибыль	4 191	8 502	-51%	28 174	29 319	-4%
Рентабельность по EBIT	16,1%	29,4%	-13,3 п.п.	26,8%	29,2%	-2,4 п.п.
EBITDA	7 501	10 057	-25%	34 695	35 371	-2%
Рентабельность по EBITDA	28,8%	34,8%	-6 п.п.	32,9%	35,2%	-2,3 п.п.
Чистая прибыль	5 390	8 318	-35%	24 510	22 476	+9%
Операционный поток	3 723	8 565	-57%	25 463	32 375	-21%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-3 915	-2 734	+43%	-12 569	-6 739	+87%
Капвложения	-3 651	-3 025	+21%	-13 370	-12 905	+4%
Финансовый поток	-15 414	-3 072	+5,0х	-20 036	-13 989	+43%

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	36 469	35 741	+2%
Краткосрочный долг	22 017	21 545	+2%
Долгосрочный долг	14 452	14 196	+2%
Чистый долг	26 805	10 535	+2,5х
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,77	0,29	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сезонный спад активности и цен оказал давление на выручку

Выручка компании упала на 10% кв./кв. до 26,1 млрд руб. на фоне низкого сезона, продолжающегося ухудшения конъюнктуры на рынке фосфатных удобрений в течение всего 2012 г. из-за сокращения госсубсидий фермерам в Индии и укрепления рубля. В результате цены на фосфатные удобрения в среднем упали на 6-7% кв./кв., тогда как негативная динамика цен на сложные удобрения была более умеренной: -3% кв./кв. Кроме того, цены на азотные удобрения, продажи которых занимают 12% в выручке компании, либо не изменились (карбамид), либо даже выросли (амселитра +12% кв./кв.).

EBITDA упала на 25% кв./кв. за счет роста расходов на персонал на 38% (компания объясняет это техническим фактором выплаты бонусов), опережающей динамики расходов на топливо, что частично было компенсировано сезонным сокращением расходов на калий и серу. В результате рентабельность по EBITDA сократилась с 35% до 29%.

Сильные операционные результаты за 1 кв. 2013 г.

ФосАгро также опубликовала сильные операционные результаты за 1 кв. 2013 г., продемонстрировав рост производства конечных удобрений на 6,4% до 1,52 млн. т, а продаж – на 24% до 1,63 млн т (за счет сокращения накопленных запасов в течение 4 кв. 2012 г.) на фоне начала закупок перед посевной в большинстве регионов мира.

Смешанная ценовая конъюнктура в 1 кв.

Мировые цены в 1 кв. 2013 г. продолжили снижаться (на фосфатные удобрения - на 6% кв./кв., на сложные - на 7% кв./кв.) из-за снижения цены на калий в новых контрактах с Китаем (а она влияет на ценообразование на рынке сложных удобрений) и продолжающегося понижения спотовых цен на фосфатные удобрения, которые достигли дна к середине февраля. Цены на азотные удобрения выросли (+3% кв./кв. на карбамид и +11% кв./кв. на амселитру). Негативный эффект на внешних рынках был частично компенсирован ростом цен на апатитовый концентрат (ключевой продукт ОАО Апатит) в России, по нашим оценкам, с 110 долл./т до 160-180 долл./т в результате начатой либерализации рынка и приведения цены на внутреннем рынке к экспортному нетбэку.

Ожидаем роста выручки кв./кв.

В результате, мы ожидаем, что ФосАгро сможет повысить выручку кв./кв. за счет роста продаж и цен на апатитовый концентрат, что частично компенсирует падение цен на удобрения и укрепление рубля. Однако рентабельность может оказаться под давлением за счет роста калийных цен на 18% кв./кв. на внутреннем рынке.

Капитальные затраты за 2012 г. составили 13,4 млрд руб., или 53% чистого операционного денежного потока. Ключевые проекты в 2012 г.: 1) продолжение строительства второй скиповой шахты на Кировском руднике ОАО Апатит; 2) запуск новой установки карбамида мощностью 500 тыс. тонн и собственной газовой электростанции на 32МВт в Череповце во 2П 2012 г.

Рост долга в 2012 г. был связан с началом консолидации миноритарных пакетов в производственных дочках (Апатит, ФосАгро-Череповец, МетаХим), которая закончится в этом году.

**Чистый долг не
должен превысить
1,0х EBITDA**

Компания не планирует наращивать чистый долг свыше 1,0х EBITDA и прогнозирует, что капитальные затраты на 2013 г. составят 15,3 млрд руб., из которых 9,9 млрд руб. будет потрачено на новые проекты. В долгосрочной перспективе компания ожидает, что капитальные затраты не превысят 50% EBITDA.

С момента размещения евробонд PHORRU 18 вырос в цене до 101,54% от номинала. На текущих уровнях доходности YTM 3,85% бумаги не выглядят интересно, премия к Gazprom 18 составляет ~60-65 б.п.

ЛенСпецСМУ: снижение рентабельности не критично

**Нейтральные
результаты за 2П12**

Компания ЛенСпецСМУ (S&P: B) опубликовала результаты по МСФО за 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. Выручка увеличилась на 31% п./п., в то время как показатель EBITDA не изменился. Чистый долг в абсолютном выражении увеличился на 3,8 млрд руб. до 9,8 млрд руб., а в отношении к LTM EBITDA - с 0,94х до 1,54х.

Ключевые финансовые показатели ЛенСпецСМУ

в млн руб., если не указано иное	2П 2012	1П 2012	изм.	2П 2011	изм.
Выручка	14 155	10 788	+31%	11 063	+28%
Валовая прибыль	4 470	3 914	+13%	3 914	+14%
Валовая рентабельность	32%	37%	-5 п.п.	35%	-3 п.п.
EBITDA	3 193	3 187	+0,2%	3 223	-0,9%
Рентабельность по EBITDA	23%	30%	-7 п.п.	29%	-6 п.п.
Чистая прибыль	3 121	2 520	+24%	2 011	+55%
Операционный поток до изменений оборотного капитала	3 339	3 084	+8%	3 201	+4%
Операционный поток	-475	2 492	-	913	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-3 201	-841	3,8х	-1 697	+89%
Капвложения	-307	-225	+36%	-312	-2%
Финансовый поток	4 487	-839	-	2 406	+86%
в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 июня 2012	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	14 715	10 202	+44%		
Краткосрочный долг	2 855	2 587	+10%		
Долгосрочный долг	11 860	7 615	+56%		
Чистый долг	9 846	6 054	+63%		
Чистый долг/ EBITDA LTM*	1,54х	0,94х	-		

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Скорректированная
выручка
увеличилась на 31%
п./п.**

По нашим оценкам, поступления от продаж собственных квартир во 2П 2012 г., скорректированные на изменение объема предоплаты от покупателей жилья на стадии строительства, составили 15,2 млрд руб., что на 31% превышает показатель 1П 2012 г. Увеличение выручки произошло как за счет роста средней цены реализации, так и объема продаж. Согласно отчетности материнской компании Etalon Group (ЛенСпецСМУ формирует ~93% выручки всей группы), во 2П 2012 г. продажи жилья группы составили 169 тыс. кв. м, что на 15% выше, чем в 1П 2012 г. В то же время средняя цена реализации за 2П 2012 г. увеличилась на 4% п./п. до 76,3 тыс. руб./кв. м.

По итогам 2012 г. было сдано в эксплуатацию 363 тыс. кв. м (+10,7% г./г.)

По итогам 2012 г. Etalon Group сдало в эксплуатацию 363 тыс. кв. м (+10,7% г./г.). Согласно строительному плану, в 2013 г. в эксплуатацию намечено сдать 467 тыс. кв. м. (по текущему портфелю). Стоит отметить, что уровень предоплаты (down payment) сейчас достиг 72%, в то время как в бизнес-модели компании заложен консервативный показатель 50%. Доля сделок с ипотекой в портфеле компании увеличилась до 18%, что является историческим максимумом для Etalon Group.

Техническое снижение рентабельности

Прибыльность ЛенСпецСМУ, несмотря на снижение, остается на высоком уровне: в частности, рентабельность по EBITDA составила 23% (-7 п.п. к 1П 2012 г. и -6 п.п. к 2П 2011). Сокращение связано с ростом доли в выручке (11% в 2012 г. против 3% в 2011 г.) менее маржинального сегмента подрядного строительства (т.е. строительства для 3-х лиц). Еще одним фактором, негативно повлиявшим на рентабельность, на наш взгляд, является увеличение доли доходов от продажи жилья на ранних стадиях строительства. Отметим, что 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.

Масштабные инвестиции в оборотный капитал во 2П12

Денежный поток от операционной деятельности во 2П 2012 г. был отрицательным ввиду значительных инвестиций в оборотный капитал (более низкий темп снижения запасов и сокращение кредиторской задолженности по сравнению с 1П 2012 г.), составив - 475 млн руб. Денежный поток от операционной деятельности до изменений оборотного капитала увеличился на 8% п./п.

Капитальные затраты выросли на 36% п./п. до 305 млн руб. (532 млн руб. в целом в 2012 г.). Свободный денежный поток в 2012 г. составил 1,5 млрд руб.

Очень комфортная ликвидная позиция

Краткосрочный долг компании незначительно увеличился п./п. до 2,86 млрд руб. на конец 2012 г. Учитывая наличие значительной подушки ликвидности на балансе (денежные средства (4,87 млрд руб.) в сумме с краткосрочными инвестициями составили 14,36 млрд руб.), полностью покрывающей краткосрочную финансовую задолженность, мы оцениваем ликвидную позицию ЛенСпецСМУ как очень комфортную.

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.

Обращающиеся выпуски эмитента имеют низкую торговую ликвидность. При этом с момента размещения в декабре 2012 г. ЛенСпецСМУ, 2 подорожал до 106,3% от номинала, что соответствует YTM 11,2% @ декабрь 2017 г. Выпуск входит в список РЕПО с ЦБ, на этой неделе бумаги были включены в список А1. Мы считаем ЛенСпецСМУ, 2 интересным вложением для управляющих пенсионными и страховыми средствами.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта споткнулась на инвестициях

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

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
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

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 инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко	(+7 495) 721 2845
----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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.