

Пульс рынка

- **Американские акции штурмуют новые высоты, несмотря на неоднозначную статистику.** Новые данные по США оказались хуже ожиданий: значение индекса уверенности потребителей в марте составило 59,7 (консенсус - 67,5) вследствие повышения налогов, удорожания топлива и неопределенности по поводу бюджетных расходов. Несмотря на это, спекулятивный капитал продолжил заходить на американские рынки акций, индексы обновили максимумы. В то же время и доходности безрисковых активов остаются вблизи локальных минимумов (10-летние UST - на уровне YTM 1,91%), отражая ожидания продолжения QE. Интригу в отношении Кипра, где банки должны начать работу завтра, создает механизм ограничения на капитальные операции, которое само по себе является беспрецедентным для страны, не имеющей собственной валюты. Кстати, ВЭБ заявил вчера, что готов оказать необходимую помощь российским компаниям, средства которых "застряли" на Кипре.
- **В ответ на стабилизацию рынка ОФЗ Минфин увеличил длину.** Сегодня Минфин вместо изначально планируемых 7-летних ОФЗ 26210 на 25 млрд руб. предлагает два более длинных выпуска: 15-летние ОФЗ 26207 и 9-летние ОФЗ 26209 на 9,9 млрд руб. и 6,5 млрд руб., соответственно. Ориентиры, озвученные в диапазонах YTM 7,38-7,43% и YTM 7,0-7,05%, соответственно, не предполагают заметной премии к рынку: последние сделки по 15-летним бумагам вчера проходили с YTM 7,4%, а по 9-летним - с YTM 7,04%. Благодаря укреплению рубля за последнюю неделю на рынке ОФЗ произошла стабилизация котировок (доразмещенные в прошлую среду ОФЗ 26208 котируются на 10 б.п. ниже цены отсечения), что, по-видимому, и стало основанием для предложения длинных бумаг. Учитывая высокую волатильность внешнего фона и отсутствие заметной премии, мы не видим спекулятивного интереса для участия в аукционах. В то же время сформировать заметный спрос на ОФЗ может реинвестирование части средств от погашаемых сегодня ОФЗ 25065 номиналом 46 млрд руб. Кроме того, в условиях стабилизации цен на рынке ОФЗ спрос может быть сформирован желанием некоторых участников закрыть короткие позиции в длинных выпусках (прежде всего, в ОФЗ 26207).
- **Евразу (В+/Ва3/ВВ-) на оферте пришлось выкупить почти все.** Судя по сделкам в РПС, вчера в ходе оферты по бумагам ЕвразХолдинг-1,3 номиналом 15 млрд руб. эмитенту пришлось выкупить бумаги на 12 млрд руб. Новая ставка купона была установлена на уровне 8,75% годовых, что соответствует YTP 8,94% к следующей оферте через 2 года (=ОФЗ + 295 б.п.). Таким образом, инвесторы сочли новую ставку слишком низкой. Отношение инвесторов к Евразу не улучшает негативная конъюнктура на рынке стали. По нашему мнению, желание выйти из бумаг обусловлено и ужесточением регулирования ЦБ РФ (Положение № 387-П). Сейчас показатель RWA по ЕвразХолдинг-1,3 составляет 172% от их номинала, что приводит к возврату на RWA в размере 171 б.п., до 1 февраля этот показатель составлял 288 б.п (при этом средняя прибыльность активов банков РФ составляет 250 б.п.). Чтобы компенсировать это отставание, рыночная ставка купона для 2-летних бумаг Евраза должна быть не ниже 9,25% годовых.
- **ЦБ в ответе за экономический рост... или "за двумя зайцами..."?** Вчера в интервью ВФМ И. Шувалов подтвердил, что правительство серьезно обсуждает с парламентом идею сделать ЦБ ответственным и за рост ВВП. Интервью не пролило свет на то, как далеко продвинулась эта дискуссия, но, судя по данным Ведомостей, поправки относительно ответственности за экономический рост - это условие принятия закона о финансовом мегарегуляторе. Поэтому их разработка относительно допфункции ЦБ, как мы думаем, не за горами. Какие противоречия это может внести в приоритетность задач ЦБ, мы уже изложили ранее. Главное, чего мы опасаемся, что поправки "дадут ход" возможности проинфляционных действий. Такие поправки могут не только не принести желаемых сиюминутных результатов, но и создать риски для сбалансированности политики ЦБ в будущем. Создание анти-инфляционных условий может осложниться, а они - залог более качественных стимулов роста, т.к. формирование доверия к ЦБ и ожиданий низкой инфляции принесет плоды в виде устойчивого удешевления стоимости фондирования для банков.

Темы выпуска

- Банк Санкт-Петербург: капитал остается в дефиците
- НЛМК: закончил год лучше Северстали
- Аэрофлот: рост эффективности по-прежнему в приоритете
- ЛСР: позитивные изменения продолжаются

Банк Санкт-Петербург: капитал остается в дефиците

Повышение чистой процентной маржи

Прибыль оказалась под давлением одноразовых отчислений

Банк Санкт-Петербург (Moody's: Ba3), 15-й по размеру активов российский банк, по данным Интерфакса, представил финансовые результаты по МСФО за 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. Позитивным моментом стало увеличение кв./кв. чистой процентной маржи на 25 б.п. до 4%, что было обусловлено повышением средней ставки по кредитам (+0,5 п.п.). В то же время давление на прибыльность (показатель ROAE составил всего 3,7% в 4 кв., против 6,9% в 3 кв.) оказали рост административных и прочих операционных расходов в связи с открытием новых офисов и инвестиций в IT-платформу (на 14% кв./кв. до 2 млрд руб.), а также убыток от переоценки ценных бумаг (акций Московской биржи), имеющихся в наличии для продажи (в 4 кв. составил 580 млн руб.). Запас ликвидности по-прежнему остается невысоким (на горизонте до 1 года ликвидная позиция отрицательна).

Ключевые финансовые показатели Банка Санкт-Петербург

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Активы, в т.ч.	351 366	317 240	+11%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	246 503	246 889	0%
розничные	22 744	19 259	+18%
корпоративные	223 759	227 630	-2%
NPL/Кредитный портфель	5,2%	5,2%	0 п.п.
Собственный капитал	40 318	40 206	0%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,8%	13,1%	+0,7 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	22 128	18 456	+20%
Депозиты клиентов	146 805	148 438	-1%
ROAE	3,2%	3,1%	+0,1 п.п.
В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	3 101	2 919	+6%
Отчисления в резервы	1 471	1 398	+5%
Чистый комиссионный доход	705	609	+16%
Чистая прибыль	373	693	-1,9x
Чистая процентная маржа	4,00%	3,75%	+0,25 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Стагнация кредитования...

... и амбициозные планы роста

В 4 кв. без крупных списаний не обошлось

Норма резервирования не выглядит высокой

Объем кредитного портфеля в 4 кв. не изменился, составив 246,5 млрд руб. Заметное сокращение кредитов, выданных на пополнение оборотных средств (на 3,4% до 148,7 млрд руб.) было компенсировано ростом остальных сегментов, в том числе розницы (+ 17,7% до 22,7 млрд руб.), которая занимает 9,2% в портфеле. Отметим, что в среднем темп кредитования по банковской системе РФ в 4 кв. замедлился до 3,9%. В 2013 г. менеджмент планирует рост корпоративного и розничного кредитования на уровне 15% и 50%, соответственно, что выглядит агрессивно, учитывая довольно скромные показатели прибыльности банка (в 2012 г. ROAE составил 3,24%, а в 2013 г. - ожидается чуть выше 10%).

Просроченные кредиты в отношении к портфелю в 4 кв. стабилизировались на уровне 5,2%, при этом наибольшая концентрация плохих кредитов отмечается в корпоративном сегменте (просрочка составляет 5,3% против 3,6% - в рознице). В то же время в 4 кв. объем проданных и списанных кредитов заметно возрос до 1,2 млрд руб. (почти треть от годовой величины), при этом большая часть пришлась на корпоративные кредиты для пополнения оборотного капитала. Просрочка в сумме со списанными/проданными кредитами составила 5,7%. Учитывая, что непросроченные, но обесцененные (реструктурированные) кредиты занимают 8,4% портфеля, норма резервирования 9,8% не выглядит избыточной, обеспечивая покрытие плохих кредитов на уровне 72%. Кроме того, в корпоративном сегменте резервы покрывают показатель NPL 180+ лишь на 75%. Для полного покрытия нужно досоздание резервов еще на 2,6 млрд руб.

Заметная часть портфеля ценных бумаг ушла в РЕПО

Торговый портфель ценных бумаг кв./кв. немного увеличился (+8,4%) до 46,75 млрд руб., при этом доля бумаг, заложенных по операциям РЕПО, заметно возросла (с 28% до 75%). Большая часть торгового портфеля (68%) приходится на корпоративные облигации с рейтингом не ниже ВВ-/Вa3. Также банк нарастил объем средств, размещаемых на рынке междилерского РЕПО - с 0,6 млрд руб. до 9 млрд руб. Инвестиционный портфель сократился до 3,5 млрд руб. Торговый портфель в 4 кв. принес небольшую прибыль в размере 66 млн руб. Отрицательная переоценка инвестиций в акции Московской биржи в размере 500 млн руб. была отражена напрямую в капитале.

Приток клиентских средств составил довольно скромные (для последнего квартала года) 5,2 млрд руб. Ликвидность, привлеченная на рынке междилерского РЕПО (+25,4 млрд руб.), осела в денежных средствах, объем которых возрос на 23 млрд руб. до 44 млрд руб. Возможно, в конце года банк решил перестраховаться и создал подушку ликвидности. В следующие 12 месяцев после отчетной даты банку предстоит рефинансировать/погасить долговые ценные бумаги в объеме 10,6 млрд руб., что полностью покрывается денежными средствами и их эквивалентами (44 млрд руб.).

Планируется выплата высоких дивидендов, несмотря на низкий запас капитала

Стагнация кредитного портфеля, а также размещение субординированного бонда привели к повышению общей достаточности капитала до 13,79%, при этом показатель Н1 вырос на 0,33 п.п. до 12,0%. Однако Н1 снизился до 11,53% на 1 марта 2013 г., что, по нашему мнению, могло быть связано с вступлением в силу Положения № 387-П (повышение коэффициентов рыночного риска), а также возобновлением роста кредитного портфеля. По итогам 2012 г. планируется выплатить дивиденды в размере 867 млн руб. (что составляет 78% совокупного дохода). Это, по нашим оценкам, приведет к снижению достаточности капитала на 25 б.п. при прочих равных. Мы не исключаем негативной реакции со стороны рейтингового агентства, которое уже предупреждало менеджмент о невысоком запасе капитала. В то же время в 3 кв. 2013 г. банк планирует за счет доэмиссии акций привлечь в капитал до 180 млн долл., крупнейшие акционеры выразили согласие на участие в размещении (на сумму 70-80 млн долл.), что, по нашим оценкам, повысит достаточность капитала на 1-1,5 п.п. (до 12,0-12,5% в предположении роста кредитного портфеля на уровне ROE).

Бумаги эмитента неликвидны

Короткие рублевые облигации Банка Санкт-Петербург (в частности, БО-2 к погашению в сентябре 2013 г.) предлагают YTW 8,5-9,0% (=ОФЗ + 270-320 б.п.), что является неплохим выбором для инвестиции до погашения/оферты. Низкая ликвидность субординированных евробондов STPETE 18, котирующихся с YTM 9,9%, затрудняет их использование для игры на сужение спреда "старых" "субордов" к старшим выпускам.

НЛМК: закончил год лучше Северстали

На результаты продолжает негативно влиять рыночная конъюнктура...

НЛМК (ВВВ-/Вaа3/ВВВ-) представил финансовые результаты за 4 кв. 2012 г. по US GAAP, которые отражают дальнейшее ухудшение рыночной конъюнктуры на мировых рынках стали вкпе с сезонным падением спроса со стороны строительного сектора в РФ. Снижение рентабельности по EBITDA кв./кв. на 2,2 п.п. до 13,9% было обусловлено негативной ценовой динамикой (-2-7% кв./кв.) и сокращением доли продукции HVA (на 2 п.п. до 33%). Однако это падение, в отличие, например, от результатов Северстали (-4,1 п.п. до 11,1%), не было столь существенным, во-первых, благодаря неполной вертикальной интеграции НЛМК на фоне падения цен на сырье и, во-вторых, за счет рекордных для компании объемов поставок металлопродукции в РФ (+5% кв./кв., благодаря стабильным отгрузкам ключевым клиентам и росту поставок трубным компаниям), где цены оставались достаточно стабильными.

...но снижение рентабельности НЛМК не было столь значительным как у Северстали

Долговая нагрузка остается на уровне 1,9x

Долговая нагрузка в терминах отношения Чистый долг/LTM EBITDA немного повысилась, но остается на комфортном уровне 1,9x. Средства от размещения в 3 кв. 2012 г. евробонда NLMK 19 номиналом 500 млн долл., а также рублевых облигаций в 4 кв. были почти полностью потрачены на погашение/рефинансирование долга (краткосрочный долг снизился на 25% до 1,8 млрд долл.). Риски рефинансирования для компании незначительны, поскольку накопленные денежные средства (951 млн долл.) в совокупности с неиспользованными кредитными линиями (2,5 млрд долл.) почти вдвое превышают краткосрочную часть долга. Целевым для компании является уровень 1,0x, который, однако, в этом году вряд ли достижим.

Ключевые финансовые показатели НЛМК

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	2 803	3 003	-7%	12 157	11 729	+4%
ЕБИТДА	389	483	-19%	1 900	2 254	-16%
Рентабельность по ЕБИТДА	13,9%	16,1%	-2,2 п.п.	15,6%	19,2%	-3,6 п.п.
Чистая прибыль	-5	166	-	610	1 315	-2,2x
Операционный поток	333	684	-2,1x	1 825	1 805	+1%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-380	-337	+13%	-1 443	-1 869	-23%
Капвложения	-296	-347	-15%	-1 453	-2 048	-29%
Финансовый поток	-754	707	-	-119	48	-
в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012			30 сент. 2012		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 632			5 284		-12%
Краткосрочный долг	1 816			2 434		-25%
Долгосрочный долг	2 816			2 850		-1%
Чистый долг*	3 680			3 481		+6%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	1,94x			1,85x		-

* Без учета краткосрочных инвестиций

** ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки из-за падения цен и объемов, в том числе продукции НВА...

Снижение выручки на 7% кв./кв. до 2,8 млрд долл. было обусловлено продолжившимся в 4 кв. спадом цен на стальную продукцию и сокращением объемов продаж на 4% г./г. до 3,7 млн т, в том числе продукции НВА (толстолистовой прокат, холоднокатаный прокат, прокат с оцинкованным и полимерным покрытиями, электротехническая сталь и метизы) на 10% кв./кв. до 1,2 млн т. Частично это объясняется сезонным сокращением спроса со стороны строительного сектора, однако г./г. также отмечается снижение - на 6,5% в результате изменения структуры продаж (в частности, увеличения продаж слябов (полуфабрикатов) на фоне роста спроса на этот вид продукции на внешних рынках).

...привело и к сокращению ЕБИТДА

Снижение показателя ЕБИТДА (на 19% кв./кв. до 389 млн долл.) быстрее выручки было обусловлено, главным образом, негативной ценовой динамикой и сокращением доли продукции НВА. Отметим, что компания смогла сократить производственные расходы на 5% кв./кв. за счет снижения цен на сырье (железная руда и коксующийся уголь) и контроля над прочими затратами. Наибольшее давление на ЕБИТДА в 4 кв. оказали стальной сегмент и сегмент сортового проката; сегмент "зарубежные активы" продолжает быть убыточным (-72 млн долл. на уровне ЕБИТДА в 4 кв.).

Компания отмечает стабилизацию цен на металлопродукцию

Компания отмечает в 1 кв. 2013 г. стабилизацию цен на металлопродукцию в связи с необходимостью восполнения запасов на рынке и не ждет дальнейшего снижения цен. При этом основным драйвером российского рынка останется строительный сектор. Однако в связи с лагом отражения продаж на экспортных рынках в 1 кв. 2013 г. на финансовые показатели окажут влияние цены и структура продаж конца 2012 г. НЛМК ожидает, что выручка снизится на 5% кв./кв. при продолжении падения рентабельности по ЕБИТДА из-за повышения цен на сырье.

Заметное сокращение операционного денежного потока (более чем вдвое кв./кв. до 333 млн долл.) произошло в большей степени по причине высвобождения существенных средств из оборотного капитала в 3 кв. (273 млн долл.), в то время как в 4 кв. эти средства были незначительными - 41 млн долл. Тем не менее, операционного потока было достаточно для финансирования капзатрат (296 млн долл.).

Снижение капзатрат в 2013 г. продолжится в связи с завершением ряда крупных проектов	За 2012 г. в целом капитальные вложения составили 1,45 млрд долл., что на 29% ниже уровня 2011 г. Это произошло в связи с завершением ряда крупных проектов. В 2013 г. капзатраты запланированы в меньшем объеме - 1-1,2 млрд долл. В 2013 г. НЛМК завершает один из ключевых проектов - строительство завода сортового проката в Калуге, производство на нем начнется с июня. При стабильной рыночной конъюнктуре сокращение капвложений будет способствовать росту свободного денежного потока, который компания намерена направлять на погашение долга.
В 2013 г. планируется рефинансирование части долга с целью улучшения его структуры	В 2013 г. НЛМК не планирует увеличивать размер долга в абсолютном выражении, но предусматривает заимствования для улучшения структуры задолженности по срочности и валюте. Отметим, что после отчетной даты, в феврале, был размещен 5-летний евробонд на 800 млн долл., и в марте был погашен выпуск рублевых облигаций БО-6 номиналом 10 млрд руб. (~320 млн долл.). В июне НЛМК предстоит оферта еще по двум выпускам БО-2,3 общим объемом 10 млрд руб.
НЛМК 18 являются лучшей альтернативой SIBRSE 18	Облигации эмитента торгуются со спредом к кривой ОФЗ в пределах 180-200 б.п. В частности, самые длинные НЛМК,8 предлагают YTM 8,2% @ декабрь 2015 г. (=ОФЗ+200 б.п.), что соответствует верхней границе рыночного диапазона доходностей бумаг инвестиционной категории. На рынке евробондов НЛМК 18 котируются с премией в размере 20 б.п. к близкому по дюрации выпуску Сибур Холдинга (-/Ba1/BV+), что, как мы считаем, не оправдано разницей в кредитных рейтингах. Мы рекомендуем продавать бумаги Сибура.

Аэрофлот: рост эффективности по-прежнему в приоритете

Вчера Аэрофлот (Fitch: BB-) провел встречу с инвесторами в рамках маркетинга нового 3-летнего выпуска облигаций на 5 млрд руб. Наши ключевые выводы по итогам встречи приведены ниже.

Операционные результаты	По итогам 2012 г. пассажирооборот вырос на 19% г./г. на основе про-форма (если бы Аэрофлот владел приобретенными авиакомпаниями с 1 января 2011 г., фактически – с ноября 2011 г.) до 74,6 млрд пкм, что существенно превысило первоначальные ожидания роста на 6-7%. В итоге Аэрофлот консолидировал 38,1% всего российского пассажирооборота (34,1% на внутренних рейсах и 40,4% на международных направлениях). Отметим, что при таких внушительных темпах роста Аэрофлоту удалось повысить среднюю занятость кресел с 77,1% до 78,1%.
Финансовые результаты	Отчетность по МСФО за 2012 г. будет опубликована ориентировочно в середине мая. Напомним, что выручка группы за 9М 2012 г. выросла на 54% г./г. до 6,0 млрд долл. за счет консолидации результатов приобретенных авиакомпаний (а/к); прибыль EBITDAR увеличилась на 17% г./г. до 1,1 млрд долл., а рентабельность по EBITDAR сократилась с 23% за 9М 2011 г. до 18% за счет более низкой рентабельности присоединенных а/к. Общий долг Аэрофлота вырос на 9% г./г. до 2,5 млрд долл., или 3,9x EBITDA, а чистый долг изменился незначительно, увеличившись на 1% г./г. до 1,9 млрд долл., или 2,9x EBITDA.
Прогнозы	Аэрофлот ожидает, что общий долг по итогам 2012 г. составит 2,56 млрд долл., или до 3,8x EBITDA, а затем начнет постепенно снижаться, достигнув 2,5x EBITDA к 2015 г. С точки зрения графика погашения, максимальные выплаты приходятся на 2013 г. (700 млн долл., из которых 400 млн долл. - облигации), в последующие годы ежегодные погашения варьируются от ~200 млн долл. до 340 млн долл.
Парк самолетов	По предварительным оценкам компании, объем денежных средств на балансе по итогам 2012 г. составил 0,5 млрд долл. Также объем невыбранных открытых кредитных линий составляет 1 млрд долл. Компания прогнозирует, что свободный денежный поток в 2013 г. останется на уровне 2012 г. и будет поддержан возвратом предоплат по финансовому лизингу (а/к должна внести предоплату при заказе ВС (воздушного судна), а после оформления сделки и привлечения финансирования через экспортные агентства предоплата возвращается).
Парк самолетов	К 2015 г. общее количество самолетов в парке Аэрофлота принципиально не изменится (компания планирует получить в общей сложности 53 новых самолета и вывести из эксплуатации 58 бортов), однако структура по типам ВС, средний возраст и топливная

эффективность будет существенно улучшена. Несмотря на то, что основной упор авиакомпания по-прежнему делает на сегмент среднемагистральных самолетов, их доля снизится с 65% в 2012 г. до 61%, как и доля дальнемагистральных ВС (с 23% до 19%) при существенном росте регионального типа ВС (с 12% до 20%). Кроме того, Аэрофлот планирует перейти от 16 типов ВС, эксплуатируемых в настоящее время, к 9, чтобы унифицировать парк и снизить таким образом эксплуатационные и ремонтные расходы, а также повысить топливную эффективность.

Транссибирские платежи

Аэрофлот подтвердил информацию, что почти вся сумма роялти за 2013 г. не будет передана Росаэронавигации, что должно поддержать рентабельность. Кроме того, в ходе консультаций с Минэкономразвития компания получила подтверждение, что ни одно соглашение о вступлении в ВТО не предполагает (ни прямо, ни косвенно) отмену взимания «пролетных денег» по транссибирским маршрутам с иностранных авиакомпаний. В результате Аэрофлот не ожидает отмены поступлений в следующем году. На наш взгляд, вопрос отмены роялти увязан с потенциальным введением сборов за выбросы CO₂ в Европе: пока не будут приняты единые мировые стандарты квот (против введения выступают США, Китай, Индия и другие), по нашему мнению, Россия предпочтет сохранить транссибирские платежи как элемент страховки в переговорах.

Стратегия развития - 2025

Аэрофлот планирует существенно нарастить ключевые операционные и финансовые показатели к 2025 г.:

1. пассажиропоток должен превысить 70 млн человек в год, из них не менее 30 млн человек - на внутренних перевозках;
2. рост доли транзитных пассажиров до не менее 60% от общего пассажиропотока (33% за 2012 г.) за счет развития главного хаба в Москве;
3. Аэрофлот должен войти в топ-5 европейских а/к и в топ-20 в мире по выручке и пассажиропотоку.

Помимо прочего, компания планирует нарастить присутствие в туристическом сегменте через чартерную «дочку» и рассматривает возможность создания низкобюджетного авиаперевозчика (при наличии соответствующих регуляторных изменений), а также выхода из альянса SkyTeam в случае невозможности улучшения условий партнерства в его рамках. Мы считаем, что ключевым препятствием для достижения данной цели могут стать инфраструктурные ограничения: неопределенность в планах развития Шереметьево, базового аэропорта для группы, а также недостаточная эффективность аэронавигации и диспетчеризации в России, в особенности, в московском авиаузле.

Хеджирование рисков

В настоящее время компания захеджировала от роста цен 19% собственных потребностей в авиаГСМ на 2013 г. и планирует довести эту долю до 50%. В валютной структуре доходов преобладает евро - 49%, 28% приходится на рубль и 23% - на доллар и пр. (за 9М 2012 г.), тогда как в структуре расходов на эти валюты приходится 8%, 62% и 30%, соответственно. Компания захеджировала 53% открытых позиций в евро на 2013 г. для корректировки структуры выручки (23%, 53% и 23% после хеджирования). Также напомним, что купонная ставка (7,5%) по предыдущим выпускам облигаций была «конвертирована» с помощью валютного свопа в эффективную ставку 3,89% на срок 3 года. Компания планирует осуществить своп и с новым займом. Также Аэрофлот хеджирует 30% обязательств по финансовому лизингу с плавающей ставкой.

Понижение рейтинга

На прошлой неделе агентство Fitch понизило долгосрочный кредитный рейтинг компании с BB+ до BB-, отмечая высокий уровень ее долговой нагрузки. По утверждению Аэрофлота, это было связано с изменением методологии агентства – ключевым параметром теперь является Скорректированный долг/EBITDAR (вырос с 5,2х до 5,7х в 2012 г. по прогнозам компании) вместо Общего долга/EBITDA ранее.

Контрольный пакет (51,17%) Аэрофлота по-прежнему принадлежит государству, и снижение доли владения может произойти только через несколько лет. Рейтинг от Fitch учитывает поддержку государства (плюс одна ступень в итоговом рейтинге). Мы считаем, что Аэрофлот продолжит получать прямую «пролетные деньги», более низкие ставки по финансовому лизингу, экономия на авиаГСМ в базовом аэропорту, назначенный перевозчик на многих

международных направлениях) и косвенную выгоду (инициатива в регуляторных изменениях отрасли, базовая а/к в Шереметьево, Пулково и Владивостоке, эффективное взаимодействие с другими государственными компаниями, например, с корпорацией Ростех) от квази-суверенного статуса.

Новые бумаги интересны лишь по верхней границе

Компания начала маркетинг 3-летних БО-3 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром YTM 8,94% - 9,20% (= ОФЗ + 250-276 б.п.). Мы оцениваем справедливую доходность БО-3 по верхней границе ориентира (что соответствует ставке купона 9,0% годовых). Целью размещения нового выпуска является рефинансирование краткосрочной задолженности компании, в т.ч. частично - погашение части двух выпусков БО-1,2 номиналом 12 млрд руб. (оставшаяся часть будет погашена из накопленных денежных средств). Мы не исключаем, что заметная часть спроса на новые БО-3 будет образована за счет реинвестирования средств из БО-1,2, погашение которых состоится в первых числах апреля. В результате доходность в ходе размещения может сложиться даже по нижней границе ориентира.

ЛСР: позитивные изменения продолжают

В целом сильные результаты за 2012 г.

Группа ЛСР (-/В2/В) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2012 г., которые, на наш взгляд, выглядят позитивно. Рост EBITDA опередил динамику выручки (32% и 18% г./г., соответственно), что привело к улучшению рентабельности по EBITDA до 22%. В среднесрочной перспективе менеджмент считает устойчивым значение этого показателя по группе на уровне 23-25%.

Краткосрочные риски рефинансирования незначительны

Мы отмечаем заметное снижение долговой нагрузки ЛСР: Чистый долг/EBITDA сократился с 3,24x на конец 1П 2012 г. до 2,65x благодаря росту EBITDA. Согласно комментариям руководства, этот показатель планируется поддерживать в диапазоне 2,5x-3x. В 2013 г. компании предстоит погасить в общей сложности 5,8 млрд руб. Мы считаем, что риски рефинансирования в этом году незначительны: с одной стороны, запас денежных средств на конец 2012 г. составлял почти 4,0 млрд руб., с другой - компания завершила основные инвестиционные проекты в 2012 г., и капитальные расходы в этом году планируются только на уровне, необходимом для поддержания мощностей. Кроме того, на конец 2012 г. размер неиспользованных краткосрочных кредитных линий составлял 7,7 млрд руб. После отчетной даты ЛСР подписала договоры об открытии кредитных линий на сумму >1,3 млрд руб.

Ключевые финансовые показатели ЛСР

в млн руб., если не указано иное	2012 г.	2011 г.	изм.
Выручка	61 122	51 910	+18%
Валовая прибыль	18 896	14 662	+29%
Валовая рентабельность	31%	28%	+3 п.п.
ЕБИТДА	13 392	10 135	+32%
Рентабельность по EBITDA	22%	20%	+2 п.п.
Чистая прибыль	4 914	2 432	+1,2 x
Операционный поток до изм. в оборотном капитале	12 592	9 469	+33%
Чистый операционный поток	5 167	7 738	-33%
Отток средств по инвестиционной деятельности, в т.ч.	-5 207	-7 817	-33%
Капитальные затраты	-6 886	-4 907	+40%
Финансовый поток	-1 149	3 971	н/а
в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2012 г.	31 дек. 2011 г.	изм.
Краткосрочный долг	5 526	7 835	-29%
Долгосрочный долг	33 949	31 384	+8%
Совокупный долг	39 475	39 219	+1%
Чистый долг*	35 508	34 563	+3%
Чистый долг/LTM EBITDA**	2,65x	3,15x	

* с учетом денежных средств с ограниченным использованием

** EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность ЛСР по МСФО, оценки Райффайзенбанка

Заметный рост цен в 2012 г. во всех ключевых регионах присутствия

Компания отмечает позитивную тенденцию на строительном рынке в 2012 г. Цены на жилую недвижимость во всех ключевых регионах ЛСР показали заметный рост: в частности, в Санкт-Петербурге в сегменте масс-маркет они увеличились на 12%, в сегменте элитной недвижимости - на 9%; в Москве - на 4% (индекс IRN). Тем не менее, в 2013 г. компания ожидает некоторого замедления роста цен - на уровне инфляции.

В 2012 г. заключены новые контракты на продажу 447 тыс. кв. м недвижимости (+31% г./г.)

В 2012 г. были заключены новые контракты на продажу 447 тыс. кв. м недвижимости (+31% г./г.), что, однако, ниже ранее озвученных планов ЛСР (500 тыс. кв. м). Доминирующую долю (47%) в сегменте девелопмента по-прежнему занимают продажи недвижимости масс-маркет в Санкт-Петербурге. При этом доля столичного региона в общих продажах выросла в 2012 г. с 11% до 21% (92 тыс. кв. м в 2012 г.). В ходе телеконференции менеджмент озвучил планы по новым контрактам на 2013 г. на уровне 570 тыс. кв. м (с начала года уже было реализовано 190 тыс. кв. м).

Скорректированная выручка от девелопмента выросла г./г. на 32%

В структуре консолидированной внешней выручки наибольший рост был достигнут в сегменте девелопмента (+34% г./г.), в то время как доходы от строительства и производства строительных материалов увеличились, соответственно, на 7% и 10%. В результате доля девелопмента в консолидированной выручке выросла до 42% (с 37% в 2011 г.). Принимая во внимание лаг в отражении поступлений от продажи квартир в отчете о прибылях и убытках в сегменте девелопмента, дополнительно мы оцениваем скорректированную выручку (с учетом предоплаты за квартиры в еще строящихся домах). По нашим оценкам, в 2012 г. этот показатель увеличился на 32% г./г. до 32,9 млрд руб.

В 2013 г. рост консолидированной выручки будет обеспечен выходом на проектную мощность нового кирпичного завода в Павловском Посаде и вводом новых объектов недвижимости. В ходе телеконференции руководство ЛСР отметило, что с начала 2013 г. не наблюдалось снижения продаж стройматериалов, несмотря на слабую динамику их перевозок по ж/д. По мнению компании, последнее может объясняться растущей популярностью автомобильных перевозок стройматериалов.

Рост рентабельности EBITDA (с учетом внутригрупповых продаж) показал сегмент строительных материалов (с 18% до 21%). Маржинальность сегментов строительства и девелопмента несколько сократилась до 12% (13% в 2011 г.) и 25% (27% в 2011 г.).

Инвестиции в расширение земельного банка не исключены

Земельный банк ЛСР на конец 2012 г. составил 8,7 млн кв. м (NSA), что соответствовало рыночной стоимости в 120 млрд руб. Руководство компании не озвучило конкретных планов его расширения, однако заметило, что инвестиции возможны при появлении интересных предложений.

В 2013 г. инвестиции должны сократиться

Наращивание производства строительных материалов было одним из приоритетов компании в 2012 г. В частности, во 2 кв. вышел на полную мощность новый цементный завод в г. Сланцы. Также в конце июня 2012 г. запущен новый кирпичный завод в Павловском Посаде мощностью 70 млн шт. кирпича в год. Менеджмент компании заявил, что вопрос строительства цементного завода в Рязани будет рассмотрен в этом году. Объем капитальных вложений в 2012 г. составил 6,9 млрд руб. В 2013 г. он будет заметно ниже (на уровне 2-3 млрд руб.), что позволит направлять свободный денежный поток на погашение долга.

Сильный операционный ДП до изменений в оборотном капитале

Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале увеличился на 33% до 12,6 млрд руб. Однако из-за роста оборотного капитала (изменение запасов и дебиторской задолженности превысило увеличение кредиторской задолженности) чистый операционный денежный поток (после уплаты налога на прибыль и процентных платежей) составил 5,2 млрд руб., что вкуче с поступлениями от продажи активов практически полностью покрыло инвестиции. Выплата дивидендов (2,1 млрд руб.) была профинансирована из накопленных денежных средств.

**Пик погашений
приходится на 2014 г.**

Общий долг ЛСР практически не изменился с начала года (+1% г./г.), оставшись на уровне 39,5 млрд руб. Как мы и ожидали, компания вышла на первичный рынок облигаций во 2П 2012 г., разместив 2 выпуска облигаций на общую сумму 5,8 млрд руб. Пик погашений долга ЛСР приходится на 2014 г. (13,2 млрд руб.). Мы считаем, что компания может частично рефинансировать его, предложив новые облигации в 2П 2013 - начале 2014 гг. В частности, у ЛСР зарегистрировано 2 выпуска биржевых облигаций на общую сумму 6 млрд руб.

**Бумаги ЛСР
справедливо оценены**

Обращающиеся бумаги эмитента БО-3 @ март 2014 г., БО-5 @ июль 2014 г. котируются на уровне YTM 9,6-10,0%, что выглядит в целом адекватно для корпоративных бумаг категории "B". По нашим оценкам, возврат на RWA для бумаг ЛСР составляет 220-240 б.п., что находится на уровне средней прибыльности банков РФ. Ликвидность в краткосрочных выпусках БО-1 @ июнь 2013 г. и БО-2 @ сентябрь 2013 г. (YTM 9-9,6%) незначительна.

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	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

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 Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика февраля: "пациент" скорее жив...

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляцию подогрели алкоголь и сигареты

Валютный рынок

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

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

Заседание ЦБ обошлось без сюрпризов

Вечная дилемма ЦБ, или как не поддаваться искушению

Э. Набиуллина была выдвинута на пост главы ЦБ: сюрприз с оттенком консервативности

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 перешла в отступление?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

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.