

## Пульс рынка

---

- ▶ **ЕЦБ и Бундесбанк все еще далеки от компромисса.** В СМИ вновь всплыли подробности противостояния между ЕЦБ и Бундесбанком в отношении антикризисного плана: предложенные М. Драги интервенции на рынке госбумаг, по мнению Германии, выходят за рамки полномочий регулятора и эквивалентны включению "печатного станка", что несет риски для фундаментальной устойчивости еврозоны. Вместо двух экстремальных вариантов развития событий (или странам вернуться к своим национальным валютам, или сформировать Соединенные Штаты Европы) глава ЕЦБ предлагает выбрать более тесную бюджетную интеграцию, позволив странам сохранить политический суверенитет. Возникает вполне естественное сомнение в реалистичности подобного варианта: политическая сила, лишенная контроля над финансами, рискует потерей власти.
- ▶ **Бежевая книга оставляет вопрос о QE3 открытым.** Реакция рынка на выход данных по ВВП США (его рост во 2 кв. составил 1,7% г./г.) в рамках консенсуса оказалась нейтральной. Лучше ожиданий стали данные об объемах незавершенных продаж жилья (+2,4% м./м. против консенсуса на уровне 1,0%), что вместе с последними данными по объему продаж на вторичном рынке указывает на появление позитивной тенденции на американском рынке недвижимости. Также неожиданностью не стали данные Бежевой книги (которые будут учитываться FOMC на предстоящем заседании 12-13 сентября), которые свидетельствуют о сохранении вялых темпов восстановления экономической активности. Таким образом, вопрос о QE3 остается открытым. Индексы акций завершили день умеренным снижением: среди участников преобладают негативные ожидания итогов завтрашнего симпозиума в Джексон Хоуле.
- ▶ **Ослабление напряженности на денежном рынке давит на рубль.** После завершения периода налоговых платежей вчера произошел некоторый спад напряженности на денежном рынке: ставки о/п междилерского РЕПО снизились на 20 б.п. до 5,7% годовых, задолженность по РЕПО с ЦБ сократилась на 100 млрд руб. до 1,5 трлн руб. На сегодняшнем аукционе ЦБ урезал лимит по о/п РЕПО до 30 млрд руб. В отсутствие продаж валюты экспортерами (для перечисления налогов в бюджет) рубль продолжил отыгрывать недавнее снижение котировок нефти: на открытии торгов сегодня корзина подорожала на 20 копеек до 36 руб. Разочарование инвесторов результатами встречи в Джексон Хоуле может привести к повышению корзины еще на 50 копеек.
- ▶ **Участники потеряли интерес к рынку ОФЗ,** о чем свидетельствует вчерашний аукцион, в ходе которого спрос на 5-летние ОФЗ 25080 составил лишь 26% предложения (внутри ориентировочного диапазона). Продолжающееся ослабление рубля не способствует росту интереса к ОФЗ со стороны иностранных инвесторов, в то время как узкий спред ОФЗ к о/п РЕПО (185 б.п. по 5-летним бумагам) ограничивает фундаментальную привлекательность рынка госбумаг для большинства локальных участников.
- ▶ **Предложение от НЛМК интересно по верхней границе.** НЛМК (BBB-/Ваа3/BBB-) начал маркетинг выпуска БО-4 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром YTP 8,47%-8,68% к 2-летней оферте, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 190-210 б.п. По нашим наблюдениям, 2-летние бумаги банков первого эшелона находят спрос на первичном рынке при спреде к кривой ОФЗ на уровне 260-270 б.п. Принимая во внимание заметно более низкую активность корпоративных эмитентов в сравнении с банками, мы оцениваем справедливый дисконт корпоративных бумаг к банковским в размере 50 б.п. Таким образом, предложение от НЛМК выглядит интересным по верхней границе озвученного ориентира. Отметим, что на вторичном рынке НЛМК БО-7 котируются с YTM 8,3% @ ноябрь 2014 г.

## Темы выпуска

---

- ▶ Сбербанк: сбалансированный рост при стабильной марже
  - ▶ Северсталь: самый устойчивый металлург
  - ▶ Транснефть: контроль над издержками сохраняет рентабельность
  - ▶ ЛСР: позитивные изменения продолжаются
-

## Сбербанк: сбалансированный рост при стабильной марже

**2 кв. оказался заметно лучше начала года**

Сбербанк (-/Ваа1/BBB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2012 г., которые произвели на нас позитивное впечатление. Совокупный кредитный портфель во 2 кв. увеличился на 6% кв./кв. до 9,4 трлн руб., что несколько отстает от среднего темпа роста по всей банковской системе (за 2 кв. 2012 г., по данным ЦБ, 7,5%). При этом в целом за 1П 2012 г. динамика кредитной деятельности Сбербанка заметно опережает рынок (+12% и 9%, соответственно). Таким образом, Сбербанк продолжает наращивать свою долю на рынке. Во 2 кв. 2012 г. притока средств клиентов, в отличие от 1 кв., оказалось достаточно для финансирования прироста кредитования. Показатель NPL 90+ заметно сократился: в абсолютном выражении с 431 млрд руб. до 322 млрд руб., в относительном - с 4,8% до 3,4%. Чистая процентная маржа стабилизировалась на уровне 6,0%.

### Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 мар. 2012	изм.
Активы, в т.ч.	12 434	11 642	+7%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	9 424	8 897	+6%
розничные	2 328	2 058	+13%
корпоративные	7 096	6 839	+4%
NPL 90+/Кредитный портфель	3,4%	4,8%	-1,4 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	484	373	+30%
Депозиты клиентов	6 274	5 837	+7%
Текущие счета клиентов	2 495	2 419	+3%
Собственный капитал	1 415	1 377	+3%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	14,5%	15,4%	-0,9 п.п.
ROE	23,8%	27,9%	-4,1 п.п.
ROA	2,8%	3,3%	-0,5 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	168	156	+8%
Чистый комиссионный доход	42	36	+17%
Операционные доходы	222	211	+5%
Чистая прибыль	83	92	-10%
Чистая процентная маржа	6,0%	6,0%	0 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Розница - основной фактор роста**

Опережающие темпы роста продолжает демонстрировать розничное кредитование (+13% кв./кв. до 2,3 трлн руб.), в частности потребительское кредитование (+17,5% кв./кв. до 1,3 трлн руб.), а также жилищное кредитование физлиц (+8% до 942 млрд руб.). Менеджмент банка не расценивает текущий повышенный спрос на потребительские кредиты как признак перегрева рынка, поскольку ежемесячные платежи по ним все еще ниже половины дохода заемщиков. По итогам года ожидается увеличение розничного портфеля на 35-40%. Сбербанк нарастил коммерческое кредитование юрлиц, на долю которого приходится 47% всего портфеля, только на 5% кв./кв. до 4,4 трлн руб. В целом доля кредитов юрлицам в портфеле продолжила снижаться (на 2 п.п.) до 75%.

**Снижение NPL 90+ произошло благодаря выбытию крупного кредита**

Резкое снижение NPL 90+ по корпоративным кредитам (с 5,5% до 3,7%) в условиях продолжающегося прироста портфеля обусловлено выбытием крупного неработающего кредита вследствие приобретения заемщика, являющегося владельцем единственного актива, финансируемого за счет этих средств. Это приобретение произошло в рамках работы по возврату проблемного кредита, в результате его существенная часть была списана за счет резервов, созданных в предыдущих периодах без эффекта на финансовый результат за 1П 2012 г.

NPL 90+ по розничным кредитам сократился с 2,8% до 2,6%. О хорошем качестве портфеля также свидетельствует низкий уровень просрочки: 5% по розничным и 4,9% по корпоративным кредитам. Норма резервирования по кредитному портфелю снизилась с 7,3% до 6,0% (из резервов было восстановлено 93 млрд руб., главным образом, за счет сегмента специальных кредитов юрлицам), при этом покрытие резервами показателя NPL 90+ возросло со 150% до 190%.

**Объем пересмотренных кредитов из "просрочки" сократился**

Объем кредитов, условия по которым были пересмотрены, сократился на 18% кв./кв. до 1 млрд руб., в основном, в сегменте коммерческого кредитования юрлиц. Потенциально в этот объем могут входить реструктурированные кредиты, по которым заемщики не могли своевременно исполнять свои обязательства. Просроченные кредиты, условия по которым были пересмотрены, составили 145 млрд руб. (-30% кв./кв.), или 1,5% от всего портфеля. В связи с этим снижение нормы резервирования выглядит естественным.

**Продолжилось увеличение задолженности по РЕПО**

За 2 кв. 2012 г. портфель ценных бумаг незначительно вырос (до 1,64 трлн руб.) за счет еврооблигаций РФ (+51 млрд руб. до 119 млрд руб.). Во 2 кв. 2012 г. продолжилось увеличение объема ценных бумаг, используемых Сбербанком в залоге по договорам РЕПО, на 35,6% кв./кв. до 564 млрд руб. (~34% всего портфеля), что, вероятно, стало следствием сохраняющегося дефицита ликвидности. В то же время стоит отметить, что во 2 кв. задолженность перед ЦБ РФ сократилась на 13% до 568 млрд руб. (не считая субординированный заем).

**Сбалансированный рост кредитования**

Притока средств клиентов (физлиц и юрлиц), составившего за квартал 513 млрд руб. (+58% кв./кв.), в отличие от 1 кв., оказалось достаточно для финансирования прироста кредитования (+528 млрд руб. кв./кв.). Сбалансированная кредитная активность вкупе с размещением ценных бумаг (их объем увеличился на 111 млрд руб. до 483,7 млрд руб., в основном за счет размещения евробондов) являются позитивными моментами представленной отчетности, к которым мы также относим и снижение доли средств ЦБ РФ в обязательствах (с 9% до 8%).

Во 2 кв. сохранилась тенденция к удорожанию фондирования (средняя стоимость заемных средств выросла на 0,2 п.п. до 5,1%), при этом банку удалось удержать чистую процентную маржу на уровне 6,0% за счет повышения ставок по корпоративным кредитам (на 0,4 п.п. до 9,5%). Во 2П 2012 г. менеджмент планирует небольшое улучшение чистой процентной маржи, несмотря на ожидание удорожания рублевой ликвидности, прогноз показателя по итогам года находится в пределах 6,2-6,4%.

**Быстрый рост операционных расходов**

Чистый комиссионный доход, являющийся вторым после процентных доходов по вкладу в операционный доход, увеличился на 17% кв./кв. до 42,5 млрд руб. (за счет операций с пластиковыми картами и расчетно-кассового обслуживания физлиц). Негативное влияние на чистую прибыль (которая сократилась на 9,9% кв./кв. до 83 млрд руб.) оказал рост операционных расходов (+13,6%, в том числе по причине увеличения затрат на ИТ и развитие филиальной сети), а также убыток от операций с ценными бумагами и отчисления в резервы.

**Рост работающих активов г./г. опережает ROE, что создает давление на капитал**

Активы, взвешенные по риску, росли быстрее кредитования (+8,5% против +5,9%). Рентабельность капитала сократилась с 27,9% до 23,8%. Этот уровень по-прежнему меньше темпов роста активов (+47,5% в годовом выражении). В результате тенденция к снижению общей достаточности капитала сохранилась (за исключением 1 кв., когда имел место разовый эффект): коэффициент общей достаточности капитала и показатель Н1 снизились на 0,9 п.п. и 1 п.п. до 14,5% и 13,7%, соответственно (на 1 августа Н1 опустился до 12,98%). Консолидация Denizbank, ожидаемая в 3-4 кв. 2012 г., может оказать давление на уровень достаточности капитала, по нашим оценкам, в пределах 1-1,5 п.п. (исходя из озвученных в СМИ параметров сделки), что не является критичным. Поддержку капиталу в условиях столь быстрого роста активов оказало бы проведение SPO.

**Высокая потребность в длинных источниках ликвидности**

Ликвидная позиция не претерпела существенных изменений: дефицит на горизонте 12 месяцев увеличился с 238 млрд руб. до 381 млрд руб. С другой стороны, значительный объем денежных средств на балансе (933 млрд руб.) позволяет рефинансировать обращающиеся выпуски долговых ценных бумаг (в течение 12 месяцев после отчетной даты предстоит погасить 195 млрд руб.) даже в случае полного закрытия рынков капитала. Тем не менее, в случае сохранения относительно благоприятной рыночной конъюнктуры Сбербанк, скорее всего,

продолжит выходить на первичный рынок. Так, в июле-августе были размещены бумаги в объеме ~1 млрд долл.

**Диспропорции в ценообразовании обусловлены активностью на "первичке"**

В результате повышенной активности банка на первичном рынке произошло расширение спреда Сбербанка к ВЭБу (теперь бонды ВЭБа находятся на 10-20 б.п. ниже кривой Сбербанка, тогда как ранее они котировались почти на одном уровне). Кроме того, РСХБ теперь котируется с меньшей премией к бондам Сбербанка: спред RSHB17 (@6,3%) - SBER17 (@5,4%) составляет всего 15 б.п. (еще в начале лета - 30 б.п.). Устранение этих диспропорций может произойти лишь после снижения активности Сбербанка на "первичке", на что пока рассчитывать не приходится (см. наш комментарий от 24 июля 2012 г.).

## Северсталь: самый устойчивый металлург

**Результаты 2 кв. оцениваем позитивно**

Северсталь (BB+/Ba1/BB), одна из ведущих мировых металлургических и горнодобывающих компаний, опубликовала результаты за 2 кв. 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем позитивно. Поддержку выручке (+1% кв./кв.) оказало снижение межсегментных продаж, EBITDA выросла на 18% кв./кв. за счет сталеплавильного сегмента при снижении этого показателя в сырьевом дивизионе. Рентабельность достигла 17,9% во 2 кв. против 15,3% кварталом ранее.

Отношение Чистый долг/EBITDA повысилось за 2 кв. с 1,13x до 1,25x (целевой уровень компании - 1,5x), однако по-прежнему это минимальное значение среди российских металлургических компаний.

### Ключевые финансовые показатели Северстали

В млн долл., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	1П 2012	1П 2011*	изм.
Выручка	3 718	3 679	+1%	7 397	7 566	-2%
EBITDA	664	562	+18%	1 226	1 799	-32%
Рентабельность по EBITDA	17,9%	15,3%	+2,6 п.п.	16,6%	23,8%	-7,2 п.п.
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	167	462	-2,8x	629	1 223	-49%
Операционный поток	467	354	+32%	821	721	+14%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-373	73	-	-300	-737	-2,5x
Капвложения	-346	-258	+34%	-604	-690	-12%
Финансовый поток	-291	-149	+1,9x	-440	-367	+20%
в млн долл., если не указано иное		30 июня 2012		31 мар. 2012		изм.
Совокупный долг, в т.ч.			5 692	6 043		-6%
Краткосрочный долг			1 576	1 773		-11%
Долгосрочный долг			4 116	4 271		-4%
Чистый долг			3 749	3 799		-1%
Чистый долг/EBITDA LTM**			1,25x	1,13x		-

\* с учетом деконсолидации золотодобывающего сегмента Nordgold в 4 кв. 2011 г.

\*\* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Сокращение межсегментных продаж привело к повышению выручки**

Во всех сегментах выручка во 2 кв. продемонстрировала слабо-негативную динамику:

- 1) в российском стальном сегменте: -0,8% кв./кв. до 2,2 млрд долл., главным образом, из-за меньших объемов продаж (при некотором повышении цен реализации в рублях, однако негативный эффект оказало ослабление российской валюты);
- 2) в международном стальном сегменте: -2,9% кв./кв. до 1,1 млрд долл. по причине снижения цен реализации (непосредственное влияние слабой мировой конъюнктуры) и объемов продаж стали;
- 3) в сырьевом дивизионе: -3,1% кв./кв. до 786 млн долл. в связи с падением цен реализации ЖРС и коксующегося угля.

В результате сокращения межсегментных продаж на 25% совокупная выручка увеличилась на 1,1% кв./кв. до 3,7 млрд долл.

**Повышение рентабельности в стальном дивизионе за счет снижения цен на сырье и наращивания НВА-продукции...**

При этом EBITDA выросла на 18% кв./кв. до 664 млн долл. благодаря стальному дивизиону:

- в российском сегменте снижение цен на сырье (ЖРС, коксующийся уголь) и в большей степени - роспуск резервов по запасам, которые были созданы в 1 кв. в объеме 56,7 млн долл., обеспечил во 2 кв. рост EBITDA на 83 млн долл., или +45%, и рентабельности по этому показателю на 3,6 п.п. до 12,2%. Доля реализации продукции с высокой добавленной стоимостью выросла до 43% (с 40% в 1 кв.). Доля физических объемов продаж на внутреннем рынке увеличилась с 53% до 58% ввиду сезонно высокого спроса строительного сектора.
- Рост EBITDA международного сегмента (с 6% в 1 кв. до 7,2% во 2 кв. 2012 г.) произошел благодаря контролю над затратами и улучшению структуры продаж (запуск линий по производству оцинкованной стали на американских заводах).

**...при небольшом снижении в сырьевом сегменте, привело к росту маржи EBITDA на 2,6 п.п.**

В то же время EBITDA высокомаржинального сырьевого сегмента снизилась на 9% до 293 млн долл. в основном из-за падения цен реализации коксующегося угля при небольшом повышении производственных затрат. Рентабельность, хоть и снизилась на 2,4 п.п. кв./кв., остается на высоком уровне - 37,3%. В итоге рентабельность по EBITDA в целом по компании повысилась на 2,6 п.п. кв./кв. до 17,9%, что является одним из самых высоких показателей в секторе.

Во 2 кв. компания получила чистую прибыль в размере 167 млн долл., что оказалось почти втрое ниже, чем в предыдущем квартале преимущественно из-за ослабления рубля: убытки по курсовым разницам составили 143 млн долл. против прибыли в 122 млн долл. в 1 кв.

**Компания прогнозирует результаты 2П на уровне 1П 2012 г.**

Компания прогнозирует, что финансовые показатели во 2П 2012 г. будут в целом на уровне 1П 2012 г. Цены на стальную продукцию, по оценкам менеджмента, достигли в июле-августе дна и в сентябре-октябре могут немного скорректироваться вверх в связи с сезонным спросом, а к концу года - опять несколько снизиться.

**CAPEX был профинансирован из операционного потока**

Превышение чистого операционного денежного потока в 1П 2012 г. на 14% показателя более благоприятного 1П 2011 г. объясняется существенными инвестициями в оборотный капитал в прошлом году (-714 млн долл. против -94 млн долл.), в частности, в результате наращивания запасов сырья. По итогам 1П 2012 г. операционный денежный поток (821 млн долл.) полностью покрыл капзатраты в размере 604 млн долл., около половины из которых было направлено на развитие российского стального сегмента. Кроме того, компания погасила долг в объеме 246 млн долл. и выплатила дивиденды за 2011 г. в размере 108 млн долл., что частично было профинансировано из средств, полученных от выбытия финансовых активов (+342 млн долл.).

**Большая часть капзатрат придется на 2П 2012 г.**

Капвложения на 2012 г. были подтверждены менеджментом на уровне 1,7 млрд долл., что в целом сопоставимо с инвестициями 2011 г. Ключевыми проектами на этот год остаются строительство сталеплавильной мощности в Балаково, полная реконструкция коксовой батареи №7, ввод в эксплуатацию электростанции на шахтном метане в Воркуте. Большая часть (64%) капзатрат придется на вторую половину года.

**Краткосрочный долг полностью покрывается имеющейся ликвидностью**

Общий долг по итогам квартала снизился на 6% до 5,7 млрд долл., в т.ч. краткосрочный - 1,6 млрд долл. при сопоставимом запасе денежных средств (1,9 млрд долл.). Также Северсталь имеет невыбранные кредитные линии на общую сумму 838 млн долл. На ближайший год для финансирования программы капзатрат и погашения краткосрочной задолженности, по нашим оценкам, компании не понадобятся дополнительные заемные средства. В дальнейшем менеджмент Северстали не исключает привлечения средств на рынках публичного долга: зарегистрирована программа рублевых облигаций общим номиналом 30 млрд руб., также не использована часть евробондовой программы.

**Лучшей альтернативой являются бонды Вымпелкома**

На наш взгляд, рублевые выпуски Северстали, с учетом их короткой дюрации, стоят дорого. Мы обращаем внимание на спред VIP 18 - SeverStal 17 (87 б.п.), который выглядит широким, учитывая различие рейтингов по шкале S&P всего на одну ступень и Moody's - на две ступени. Мы считаем, бумаги Вымпелкома более интересной альтернативой Северстали.

## Транснефть: контроль над издержками сохраняет рентабельность

**Рентабельность по EBITDA возросла до 61%**

Вчера Транснефть (BBB/Ваа1/-) опубликовала финансовые результаты за 2 кв. 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. По нашим оценкам, рентабельность по EBITDA (без учета операций по реализации нефти в Китай) незначительно возросла до 61,1%. Свободный денежный поток ожидаемо вернулся в отрицательную зону, что связано как с ростом капитальных вложений, так и увеличением инвестиций в оборотный капитал. Мы отмечаем, что по итогам 1П 2012 г. величина отрицательного свободного денежного потока намного ниже, чем в 1П 2011 г. Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) увеличилась с 1,36х в 1 кв. 2012 до 1,57х из-за роста чистого долга на 15% кв./кв. При этом общий долг практически не изменился, а доля краткосрочной задолженности даже сократилась до 2%.

### Ключевые финансовые показатели Транснефти

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	1П 2012	1П 2011	изм.
Выручка	179 943	181 350	-1%	361 293	325 894	+11%
Операционная прибыль	66 717	63 755	+6%	130 472	106 286	+23%
Операционная рентабельность	37,1%	35,2%	+1,9 п.п.	36,1%	32,6%	+3,5 п.п.
EBITDA	86 815	84 366	+3%	171 181	145 370	+18%
Рентабельность по EBITDA	48,2%	46,5%	+1,7 п.п.	47,4%	44,6%	+2,8 п.п.
Рентабельность по EBITDA*	61,1%	60,6%	+0,5 п.п.	60,9%	56,7%	+4,1 п.п.
Чистая прибыль	34 532	58 712	-41%	93 244	129 936	-28%
Чистая рентабельность	19,2%	32,4%	-13,2 п.п.	25,8%	39,9%	-14,1 п.п.
Операционный поток	23 567	58 032	-59%	81 599	68 828	+19%
Капвложения	51 521	33 772	+53%	85 293	117 068	-27%
Свободный денежный поток	-27 954	24 260		-3 694	-48 240	-92%

  

в млн руб., если не указано иное	30 июн. 2012	31 мар. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	570 603	567 151	+1%
Краткосрочный долг	10 624	52 351	-80%
Долгосрочный долг	559 979	514 800	+9%
Чистый долг	496 163	431 992	+15%
Чистый долг/EBITDA LTM**	1,57х	1,36х	-

\* без учета деятельности по реализации нефти в Китай

\*\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Доходы от транспортировки незначительно выросли**

Во 2 кв. 2012 г. выручка Транснефти снизилась (-1% кв./кв.) из-за сокращения доходов от реализации нефти в Китай, без учета этих операций рост выручки составил 1% кв./кв. Доходы от основной операционной деятельности компании, услуг по транспортировке, возросли на 2% кв./кв. до 123,5 млрд руб., что связано с ростом добычи в России и, как следствие, увеличением поставок сырой нефти через трубопроводную систему Транснефти. Тарифы же монополии последний раз пересматривались 1 ноября 2011 г. (+5,0%).

**Рентабельность возросла за счет сокращения расходов на персонал**

По нашим оценкам, рентабельность по EBITDA незначительно увеличилась (с 60,6% в 1 кв. 2012 г. до 61,1%) за счет контроля над издержками. Во 2 кв. 2012 г. расходы на персонал сократились до 23,3 млрд руб. (-8,5% кв./кв.). Однако мы ожидаем, что во 2П 2012 г. данная статья затрат вырастет, что связано с реализацией бонусных программ и резервами по отпускам, которые формируются в конце года. В результате в годовом выражении расходы компании продолжают рост темпами не ниже инфляции.

**Транснефть намерена удерживать рост расходов в рамках инфляции**

Однако Транснефть проводит работу по сдерживанию роста удельных затрат, что позволит сократить темпы роста тарифов монополии до уровней, близких к инфляции. Так, по данным компании, по итогам 1П 2012 г. Транснефть сократила операционные расходы (без учета амортизации и себестоимости реализации нефти и нефтепродуктов) почти на 2% кв./кв., а рост удельных затрат по транспортировке нефти, скорректированных на инфляцию, составил 2,1% кв./кв.

**Чистая прибыль упала из-за неденежных убытков**

Во 2 кв. 2012 г. чистая прибыль Транснефти сократилась на 41% кв./кв. из-за убытка по курсовым разницам в размере 15,1 млрд руб. по сравнению с прибылью по данной статье в 1 кв. 2012 г.

**Свободный денежный поток вновь в отрицательной зоне**

Чистый операционный денежный поток сократился до 23,6 млрд руб. (-59% кв./кв.) по причине существенного роста рабочего капитала на фоне роста запасов, дебиторской задолженности и сокращения обязательств перед поставщиками. В результате операционный денежный поток не покрыл капитальные затраты, которые составили 51,5 млрд руб. (+53% кв./кв.). Отрицательный свободный денежный поток составил 27,9 млрд руб. Для финансирования программы капитальных вложений были использованы собственные денежные средства. Также частично они были направлены на погашение краткосрочного долга.

**Торговых идей в бумагах эмитента нет**

На текущих ценовых уровнях мы нейтрально смотрим на бонды Транснефти, которые можно рассматривать как защитные инструменты, учитывая отсутствие потребности в новом долге в отличие от других квазисуверенных эмитентов. Рублевые облигации Транснефти имеют низкую торговую ликвидность.

## ЛСР: позитивные изменения продолжаются

**В целом позитивные результаты за 1П 2012 г.**

Группа ЛСР (-/В2/В) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1П 2012 г., которые мы оцениваем в целом позитивно. Выручка компании незначительно сократилась г./г. при улучшении рентабельности по EBITDA. Ухудшение показателей по сравнению со 2П 2011 г. менеджмент связывает с задержкой в графике строительства объектов в Санкт-Петербурге (максимум на 3 месяца), также мы не исключаем определенного негативного влияния фактора сезонности.

Мы отмечаем сохранение тенденции к снижению долговой нагрузки, а также невысокий риск рефинансирования до конца года, при этом в 2013 г. компания намерена сосредоточиться на дальнейшем сокращении задолженности: основные инвестиционные проекты будут завершены до конца этого года, и свободный денежный поток будет направляться на погашение кредитов.

### Ключевые финансовые показатели ЛСР

в млн руб., если не указано иное	1П 2012	2П 2011	изм.	1П 2011	изм.
Выручка	22 681	28 946	-22%	22 964	-1%
Валовая прибыль	6 486	8 871	-27%	5 791	+12%
Валовая рентабельность	28,6%	30,6%	-2 п.п.	25,2%	+3,4 п.п.
ЕБИТДА	4 666	6 301	-26%	3 834	+22%
Рентабельность по EBITDA	20,6%	21,8%	-1,2 п.п.	16,7%	+3,9 п.п.
Чистая прибыль	260	1 764	-85%	668	-61%
Операционный поток до изм. в оборотном капитале	3 498	6 141	-43%	3 328	+5%
Чистый операционный поток	4 528	7 848	-42%	-110	н/а
Отток средств по инвестиционной деятельности, в т.ч.	-4 197	-5 509	-24%	-2 308	+82%
Капитальные затраты	-4 220	-3 364	+25%	-1 543	+2,7x
Финансовый поток	-1 942	1 413	н/а	2 558	н/а
в млн руб., если не указано иное		30 июня 2012		31 дек. 2011	изм.
Краткосрочный долг		7 835		2 788	+2,8x
Долгосрочный долг		31 384		36 134	-13%
Совокупный долг		39 219		38 922	+1%
Чистый долг*		34 563		32 746	+5%
Чистый долг/LTM EBITDA**		3,15x		3,24x	

\* с учетом денежных средств с ограниченным использованием

\*\* EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность ЛСР по МСФО, оценки Райффайзенбанка

**Продажи недвижимости растут г./г.**

Компания отмечает сохранение позитивных тенденций на строительном рынке в этом году, в т.ч. и после отчетной даты - в июле-августе. Цены на жилую недвижимость в ключевых регионах присутствия ЛСР продолжают расти: в частности, за 1П 2012 г. в Санкт-Петербурге в сегменте масс-маркет они увеличились почти на 7%, в сегменте элитной недвижимости - на 8%, в Москве - на 4% (индекс IRN).

**Есть отставание в строительстве, но менеджмент подтверждает план продаж на 2012 г.**

В 1П 2012 г. были заключены новые контракты на продажу 198 тыс. кв. м недвижимости (+68% г./г.). Доминирующую долю (63%) в сегменте девелопмента по-прежнему занимают продажи в Санкт-Петербурге. При этом наиболее сильный рост произошел в Москве (с 8 до 40 тыс. кв. м г./г.), доля столичного региона в общих продажах выросла с 7% до 20%.

ЛСР признает отставание от графика строительства объектов в Санкт-Петербурге, связывая это с более длительным, чем ожидалось, согласованием проектов с властями города. В результате по сравнению со 2П 2011 г. общие продажи сократились на 11%. Тем не менее, в ходе телеконференции менеджмент подтвердил ранее озвученные планы по новым контрактам на 2012 г. на уровне 500 тыс. кв. м.

**Скорректированная выручка от девелопмента выросла г./г. почти в 2 раза**

По данным отчетности, выручка в сегменте девелопмента снизилась г./г. на 23%, п./п. на 31%. Однако, принимая во внимание лаг отражения поступлений от продажи квартир в отчете о прибылях и убытках, мы отмечаем, что скорректированная выручка за 1П 2012 г. (с учетом предоплаты за квартиры в еще строящихся домах), по нашим оценкам, составила 15,8 млрд руб., увеличившись г./г. почти в 2 раза, а п./п. снизившись всего на 7%.

**Производство строительных материалов оказывает поддержку EBITDA**

При снижении внешней выручки от девелоперских проектов (-22%) и строительства г./г. (-7%) поддержку консолидированной выручке оказал сегмент производства строительных материалов (+35%). В результате его доля в консолидированной выручке выросла до 31% (с 22% в 1П 2011 г.). Также только благодаря этому сегменту общая рентабельность по EBITDA г./г. увеличилась на 3,9 п.п. до 20,6%. В девелопменте и строительстве рентабельность по EBITDA снизилась г./г. с 23% до 16% и с 12% до 10%, соответственно.

**ЛСР вводит новые мощности по производству стройматериалов**

Наращивание производства строительных материалов является приоритетом для компании. Основной объем осуществляемых инвестиций приходится именно на этот сегмент (65% инвестиций 1П 2012 г., которые составили 4,5 млрд руб.). В частности, во 2 кв. вышел на полную мощность новый цементный завод в г. Сланцы. В конце июня 2012 г. ЛСР запустила новый кирпичный завод в Павловском Посаде мощностью 70 млн шт. кирпича в год. Ввод этих мощностей внесет дополнительный вклад в результаты 2П 2012 г.

**В 2013 г. инвестиции должны сократиться**

По мере реализации этих проектов инвестиции ЛСР сокращаются: на 2П 2012 г. они, по оценкам менеджмента, не должны превысить 2 млрд руб. (в т.ч. 1,3 млрд руб. - строительство кирпичного завода в Ленинградской области). В 2013 г. объем капложений компании будет заметно ниже, что позволит направлять свободный денежный поток на погашение долга.

**Долг практически не растет**

Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале вырос лишь на 5% г./г. до 3,5 млрд руб. Однако благодаря увеличению предоплат за квартиры в строящихся домах темпами, опережающими инвестирование в строительство новых квартир, из оборотного капитала было высвобождено более 3 млрд руб. В результате чистый операционный денежный поток (после уплаты налога на прибыль и процентных платежей) составил 4,5 млрд руб., чего оказалось достаточно для финансирования инвестиций. Выплата дивидендов (2,1 млрд руб.) была профинансирована из накопленных денежных средств. Объем долга компании существенно не изменился с начала года (+300 млн руб.).

**Риски рефинансирования до конца года незначительны**

Объем финансовых обязательств к погашению в 2012 г. составляет всего 527 млн руб., что полностью покрывается запасом денежных средств (3,7 млрд руб.). В случае ухудшения ситуации на рынке недвижимости риск рефинансирования может возникнуть лишь в 2013 г., когда группе необходимо будет погасить долг на сумму 11,7 млрд руб., в т.ч. 3 выпуска рублевых облигаций общим номиналом 8,5 млрд руб. Мы полагаем, что ЛСР может выйти на первичный рынок облигаций для частичного рефинансирования этих бумаг. У эмитента зарегистрировано два выпуска классических облигаций на сумму 8 млрд руб. (проспект эмиссии истекает в начале ноября), а также 2 выпуска биржевых бумаг на сумму 4,5 млрд руб.

**Торговых идей в бумагах ЛСР нет**

Обращающиеся бумаги эмитента БО-3 @ март 2014 г., БО-5 @ июль 2014 г. котируются на уровне YTM 11,6-12%, что выглядит в целом адекватно. Краткосрочные выпуски БО-1 @ июнь 2013 г. и БО-2 @ сентябрь 2013 г. предлагают YTM 10,5%, что, на наш взгляд, не является привлекательным уровнем. Отметим, что торговая ликвидность в бумагах эмитента незначительна.

## 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

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
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	Uranium One
Никель	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

### 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 макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

### Платежный баланс

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

### Инфляция

Инфляцию по осени считают

### Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ключевые ставки неизменными

### 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: замедление импорта прекратилось

### Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

### Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

### 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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
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.