

3 апреля 2012 г.

Пульс рынка

- **Повышенная деловая активность Китая удерживает рынки от снижения.** Макростатистика по США остается неоднозначной. Состояние обрабатывающего сектора США в марте продолжило улучшаться темпами, опережающими ожидания рынка: значение обрабатывающей компоненты индекса ISM составило 53,4, в то время как консенсус-прогноз был на уровне 53. Ситуация в секторе недвижимости по-прежнему остается напряженной: затраты на строительство в феврале снизились м./м. на 1,1%, тогда как ожидался их рост на 0,7%. Повышение аппетита к риску обусловили данные из Китая: вчера была опубликована информация по необрабатывающей компоненте индекса деловой активности PMI, которая, вкупе с позавчерашними данными по обрабатывающей отрасли, указывает на более позитивное состояние экономики, чем ожидалось рынком. Таким образом, пока еще удастся компенсировать сохраняющийся негатив из Европы. Индексы акций продемонстрировали боковой тренд: индикативный выпуск Russia 30 стабилизировался на отметке 119,7% от номинала.
- **Облигации, привязанные к инфляции, входят в моду.** Компания РОСНАНО (S&P: BB+/стабильный) начала премаркетинг двух 7-летних выпусков облигаций общим номиналом 20 млрд руб. (по нему предусмотрена госгарантия) со ставкой купона, равной годовому темпу роста индекса потребительских цен (ИПЦ) плюс некоторая премия (200-300 б.п., согласно ориентиру). Напомним, что в октябре прошлого года СЗКК разместила 20-летние облигации номиналом 10 млрд руб. (с госгарантией по номиналу) со ставкой купона, приравненной к темпу роста ИПЦ + 300 б.п. Основной спрос на бумаги, по-видимому, будет сформирован управляющими пенсионными средствами, для которых основным ориентиром в части доходности является реальный уровень процентных ставок. Учитывая наличие госгарантии по телу и кредитный риск по купонам на уровне BB+, мы оцениваем справедливую премию бумаг РОСНАНО к ИПЦ в размере < 100 б.п. Невысокая ликвидность бумаг на вторичном рынке и их специфика, скорее всего, потребуют дополнительную премию.
- **График аукционов ОФЗ на 2 кв. 2012 г. соответствует спросу на бумаги и потребностям бюджета.** Во 2 кв. 2012 г. Минфин планирует разместить 329,81 млрд руб., т.е. на 15,8% больше плана на 1 кв. (284,87 млрд руб.). Фактически в 1 кв. 2012 г. ведомству удалось разместить 62% заявленного объема, или 176,63 млрд руб., что соответствует привычной интенсивности размещения ОФЗ для этого времени года. Традиционно в 1 полугодии Минфин размещает львиную долю всего годового задания по размещению средств на внутреннем рынке. Напомним, что при цене на нефть в 114 долл./барр. мы прогнозировали чистую общую потребность Минфина в привлечении средств в 800 млрд руб. (без погашений). На внешнем рынке ведомство уже привлекло ~210 млрд руб. (размещение евробондов на 7 млрд долл.). По предварительным данным, общий план Минфина по размещению ОФЗ на 1П 2012 г. составляет 614,7 млрд руб., что, по нашим оценкам, соответствует ~60% годовой потребности ведомства в привлечении средств на внутреннем рынке для покрытия дефицита бюджета и запланированного пополнения Резервного фонда. Мы не исключаем, что фактический план размещений может несущественно варьироваться при изменениях рыночной конъюнктуры.
- **КБ ДельтаКредит на границе между первым и вторым эшелонами.** Ориентир по 3-летнему выпуску БО-5 номиналом 5 млрд руб. ДельтаКредит (Moody's: Baa2) был озвучен в диапазоне YTM 9,20-9,73%, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 215-265 б.п. и предполагает премию к бумагам банков первого эшелона на уровне 20-70 б.п. (например, 3-летние бумаги РСХБ-12,13,14 котируются около YTP 8,5-9,0%). По нашим оценкам, наличие премии в 20-50 б.п. оправдано с точки зрения автономного кредитного рейтинга банка, который на 3 ступени ниже его итогового рейтинга.

Темы выпуска

- **ЛСР: в кредитном профиле произошли некоторые улучшения**

ЛСР: в кредитном профиле произошли некоторые улучшения

Позитивные результаты за 2П 2011 г.

Группа ЛСР (-/B2/B) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2011 г., влияние которых на ее кредитное качество мы оцениваем позитивно. Выручка компании во 2П 2011 г. выросла на 26% по сравнению с 1П 2011 г. до 29 млрд руб., при этом рентабельность по EBITDA заметно увеличилась - с 16,7% до 21,8%. Благодаря повышению EBITDA ЛСР удалось немного снизить долговую нагрузку (с 3,6х до 3,3х в терминах отношения Чистый долг/EBITDA). По причине низкого покрытия процентных платежей EBITDA (2,8х) мы сохраняем консервативную оценку кредитного качества компании.

Ключевые финансовые показатели ЛСР

в млн руб., если не указано иное	2П 2011	1П 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	28 946	22 964	+26%	51 910	49 950	+4%
Валовая прибыль	8 871	5 791	+53%	14 662	13 074	+12%
Валовая рентабельность	30,6%	25,2%	+5,4 п.п.	28,2%	26,2%	+2 п.п.
EBITDA	6 301	3 834	+64%	10 135	8 687	+17%
Рентабельность по EBITDA	21,8%	16,7%	+5,1 п.п.	19,5%	17,4%	+2,1 п.п.
Чистая прибыль	1 764	668	+2,6х	2 432	1 742	+40%
Валовый операционный поток	6 141	3 328	+84%	9 469	9 035	+5%
Чистый операционный поток	7 848	-110	-	7 738	-2 375	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-5 509	-2 308	+2,4х	-7 817	-4 505	+73%
Капитальные затраты	-3 364	-1 543	+2,2х	-4 907	-4 915	0%
Финансовый поток	1 413	2 558	-45%	3 971	5 491	-28%
в млн руб., если не указано иное				31 дек. 2011	30 июня 2011	изм.
Краткосрочный долг				2 788	3 329	-16%
Долгосрочный долг				36 134	32 548	+11%
Совокупный долг				38 922	35 877	+8%
Чистый долг				33 728	34 346	-2%
Чистый долг/LTM EBITDA *				3,3х	3,6х	

*EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев
Источник: отчетность ЛСР по МСФО, оценки Райффайзенбанка

Продолжился рост продаж новых контрактов...

Операционные результаты компании отражают сохранение позитивных тенденций на строительном рынке. Во 2П 2011 г. были заключены новые контракты на продажу 222 тыс. кв. м недвижимости, что на 88% больше, чем в 1П 2011 г. По итогам года объем новых контрактов вырос на 106% г./г., составив 340 тыс. кв. м. Доминирующую долю (55%) в сегменте девелопмента по-прежнему занимают продажи жилья эконом- и бизнес-класса в Санкт-Петербурге. При этом наиболее сильный рост произошел в Москве (с 4 до 32 тыс. кв. м за год), а доля столичного региона в общих продажах выросла до 9,4%.

... немного повысился рентабельность

Доля девелопмента в общей выручке составила 43%. Скорректированная выручка компании в сегменте девелопмента, с учетом предоплаты за квартиры в еще строящихся домах, по нашим оценкам, составила 25,2 млрд руб., что на 16,7% выше, чем в 2010 г. Более низкие темпы роста этого показателя в сравнении с динамикой новых контрактов могут свидетельствовать о том, что часть продаж осуществляется на ранней стадии строительства, при этом удорожание самой недвижимости на рынке происходит темпами на уровне потребительской инфляции.

Рентабельность по EBITDA в 2011 г. в сегменте девелопмента немного увеличилась г./г. на 2 п.п. до 19,5%. В 2012 г. планируется начать строительство 509 тыс. кв. м, при этом, несмотря на экспансию на московский рынок, рост рентабельности не ожидается.

Активная экспансия в московский регион

В настоящий момент группа является 4-м по величине застройщиком в московском регионе с долей рынка 12,7%. Среднесрочные планы ЛСР предусматривают активизацию деятельности в столице. В частности, в 2011 г. были подписаны контракты с государством по строительству жилья для военнослужащих в Мытищах, Солнечногорске и Балашихе общим объемом 276 тыс. кв. м (за 40 тыс. руб. кв. м).

Спрос на материалы со стороны инфраструктурных проектов

В 2011 г. группа увеличила свой портфель недвижимости на 8% г./г. до 8,4 млн кв. м, его рыночная оценка выросла на 20% до 124 млрд руб.

Наибольший вклад в увеличение выручки внесли сегменты строительных материалов (+42% г./г. до 16,6 млрд руб.) и агрегатов (+35% г./г. до 5 млрд руб.), рост спроса на которые был связан с реализацией гражданских инфраструктурных проектов (в том числе Западный Скоростной Диаметр, ж/д, метро, порты и терминалы). Рентабельность по EBITDA сегмента строительных материалов увеличилась на 5 п.п. г./г. до 10%, а маржа наиболее прибыльного сегмента агрегатов выросла на 9 п.п. г./г. до 42%.

Свои производственные мощности в производстве материалов и сырья компания наращивает, главным образом, посредством приобретений. Так, в 2011 г. ЛСР купила цементный завод в Санкт-Петербурге, приобрела 93,44% акций кирпичного завода ОАО "Павловская керамика" и завод по производству гранитной крошки в Ленинградской области.

Улучшение продаж высвободило средства из оборотного капитала

Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале увеличился лишь на 5% г./г. до 9,5 млрд руб. Благодаря реализации квартир в строящихся домах темпами, опережающими инвестирование в строительство новых квартир, из оборотного капитала было высвобождено ~3,3 млрд руб. в 2011 г. (для сравнения в 2010 г. в оборотный капитал было проинвестировано 6,4 млрд руб.). В результате чистый операционный денежный поток (после уплаты налога на прибыль и процентных платежей) составил 7,7 млрд руб., чего оказалось достаточно для финансирования приобретений (оборудования, заводов, долей в компаниях).

Низкие риски краткосрочного рефинансирования

Объем финансовых обязательств к погашению в 2012 г. составляет 3,1 млрд руб., что полностью покрывается запасом денежных средств (5,2 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 10,7 млрд руб. Мы полагаем, что ЛСР может выйти на первичный рынок облигаций уже в этом году для рефинансирования долга с погашением в 2013 г. Рублевые облигации зарегистрированы на сумму 12,5 млрд руб.

Торговых идей в бумагах ЛСР нет

Обращающиеся бумаги эмитента БО-3, БО-5 котируются на уровне YTM11,0-12,15% к погашению через два года, что выглядит в целом адекватно, учитывая повышенную долговую нагрузку компании и среднесрочные риски рефинансирования. Краткосрочным выпускам ЛСР-2, БО-1,2 мы предпочитаем бумаги ЛенСпецСМУ БО-2, которые предлагают близкую доходность 9,5-9,6% @ май 2013 г. при лучшем, на наш взгляд, кредитном качестве. Однако торговая ликвидность в бумагах обоих эмитентов минимальна.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil
Башнефть
БКЕ
Газпром
Газпром нефть

Лукойл
Новатэк
Татнефть
Транснефть
ТНК-ВР

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
Кокс
Металлоинвест
ММК
Мечел
НЛМК
Норильский Никель

Распадская
РМК
Русал
Северсталь
СУЭК
ТМК
ЧТПЗ
Uranium One

Транспорт

Аэрофлот
НМТП
Совкомфлот

Трансаэро
Трансконтейнер
ЮТэйр

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом
МТС

Ростелеком
Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5
Магнит

Синергия
Черкизово

Химическая промышленность

Акрон
ЕвроХим

Нижнекамскнефтехим

Машиностроение

Гидромашсервис
КАМАЗ

Соллерс

Электроэнергетика

Ленэнерго
Мосэнерго

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ

ЛСР

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк
АИЖК
Альфа банк
Банк Москвы
Банк Русский
Стандарт

Банк Санкт-Петербург
ВТБ
ВЭБ
ЕАБР
КБ Восточный
Экспресс

ЛОКО-Банк
МКБ
НОМОС Банк
ОТП Банк
Промсвязьбанк

РСХБ
Сбербанк
ТКС Банк
ХКФ Банк

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика: оптимизм по инерции

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляция: исторические минимумы не отменяют рисков

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промышленная оттепель

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

LTRO в исполнении ЦБ РФ: сколько банки возьмут на год?

Интервенции ЦБ

Покупки валюты ЦБ выросли вслед за укреплением рубля, коридор остается на уровне 32,2-38,2 руб.

Бюджет

Бюджетный фальстарт

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	abaiкова@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

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
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

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.