

Монитор первичных размещений от 21 марта 2011 г.



Завершенные и текущие первичные сделки на рублевом
долговом рынке

Выпуск	Объем, млрд руб. @ срок, лет	Доходность ² @ срок ¹ , лет
Банк Национальный стандарт 01	1,5	10,2% @ 1
Транскапиталбанк 02	1,8	8,3% @ 1,5
Полипласт 02	0,8	12,6% @ 1,5
АФК Система 04 ³	19,5	7,8% @ 2,4
Куйбышевгазот 03	3,0 @ 3	Перенесено
Группа ЛСР БО-03	1,5 @ 3	22 мар (ЗК)
МДМ-Банк БО-02	5,0 @ 3	23 мар (ЗК)
Почта России 01	7,0 @ 3	25 мар (ЗК)
ОТП Банк 02	2,5 @ 3	25 мар (ЗК)
Банк БНП Париба 01	2,0 @ 3	25 мар (ЗК)
ВЭБ 09	15,0 @ 5	28 мар (ЗК)

¹ до погашения или ближайшей оферты
на день размещения

² указан индикативный уровень доходности; в силу амортизационной
структуры выпуска используется дюрация

(А) – аукцион по определению ставки купона

(ЗК) – закрытие книги

Размещение относительно первоначального диапазона доходности:

ниже середины/выше середины/посередине

Завершенные и текущие первичные сделки
на еврооблигационном рынке

Выпуск	Объем, млн долл.	Купон
VTB 2018	750	6,32%
Russia 2018	1 407 ¹	7,85%
HCFB 2014	500	7,00%
RSHB 2016	703 ¹	8,70%
RuRail 2031	568 ¹	7,49%

¹ эквивалент 40,0 млрд руб. для Russia 2018 и 20,0 млрд руб. для
RSHB 2016, 350 млн фунтов для RuRail 2031

Размещение относительно первоначального диапазона доходности:

ниже середины/выше середины/посередине

В ВЫПУСКЕ

- ▶ ОТП Банк – приятное знакомство
- ▶ Группа ЛСР – проблемы позади?
- ▶ Почта России – что кроме господдержки?

ОТП Банк 02 – инвестиционный вывод

В общем и целом кредитный профиль ОТП Банка выглядит для нас исключительно крепким в силу как поддержки сильного акционера, так и хороших самостоятельных показателей деятельности. В то же время при позиционировании облигаций серии 02 стоит учесть риск нового первичного предложения со стороны ОТП Банка.

Мы видим высокую вероятность закрытия книги по облигациям ОТП Банка ниже изначального диапазона доходности УТМ 8,7–9,2% – в районе УТМ 8,3–8,5%.

Группа ЛСР БО-03 – инвестиционный вывод

В текущих рыночных условиях предложенный организаторами ориентир доходности в целом предполагает премию к экстраполированной кривой доходности обращающихся выпусков ЛСР как по верхней, так и по нижней границе диапазона (9,88–10,14%). Мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на более короткий выпуск медной компании РМК-Финанс, который при сопоставимом уровне риска предлагает доходность в районе 10%. При таком сопоставлении новый выпуск ЛСР может быть интересен с доходностью ближе к верхней границе ориентира.

Почта России 01 – инвестиционный вывод

Мы полагаем, что облигации Почты России – выбор для инвесторов, делающих ставку исключительно на высокую вероятность государственной поддержки в случае возникновения каких-либо финансовых сложностей у компании.

На первый взгляд, предложенный диапазон доходности предполагает заметную премию к кривой другой естественной монополии с сильным уровнем господдержки – РЖД (порядка 180 – 230 б. п., по состоянию на 18 марта 2011 г.). В то же время, лишь верхняя граница диапазона может компенсировать заметно более высокие риски, связанные с существующей неопределенностью относительно будущей стратегии развития (риски отчуждения бизнеса по оказанию финансовых услуг), слабыми показателями рентабельности и низкой финансовой прозрачностью.

КОММЕНТАРИЙ К РАЗМЕЩЕНИЮ

ОТП Банк 02Эмитент **ОАО «ОТП Банк»**Рейтинги,
S&P/Moody's/Fitch **-/Ba1/BB**Объем, млрд руб. **2,5**Оферта **—**Срок обращения **3 года**Ориентир купона **8,50–9,00%**Ориентир доходности **8,68–9,20%**Закрытие книги **25 марта, 15:00 мск****ОТП Банк – приятное знакомство**

В настоящее время ОТП Банк проводит маркетинг дебютного выпуска рублевых облигаций серии 02. Бумаги объемом 2,5 млрд руб. предлагаются со сроком обращения в 3 года, при этом организаторы в настоящее время ориентируют инвесторов на ставку купонов в диапазоне 8,50–9,00% (транслируется в УТМ 8,68–9,20%).

Вкратце о банке: ОТП Банк – российское подразделение международной ОТП Group, объединяющей финансовые активы в 9 странах Центральной и Восточной Европы (Венгрия, Словакия, Румыния, Хорватия, Сербия, Черногория, Болгария, Украина и Россия). Совокупные активы банка на конец 2010 года составили 108,4 млрд руб. по РСБУ, что, по нашим оценкам, соответствует 39-му месту среди отечественных кредитных организаций.

ОТП Банк позиционирует себя как универсального игрока, уделяющего основное внимание кредитованию физических лиц: на 01.01.2011 г. (также по данным РСБУ) его розничный кредитный

портфель составил 59,7 млрд руб. – 17-е место среди всех российских банков и 11-е среди частных организаций. По оценкам консалтинговых компаний, в настоящее время ОТП Банк является 2-м по величине игроком отечественного рынка POS-кредитования с долей рынка в 17,8% (больше только у ЖФ Банка, 27,3%), а также 4-м игроком рынка кредитных карт (доля в 5,6%). Добавим, что деятельность ОТП Банка характеризуется федеральным охватом – организация представлена в 70 регионах страны, а число точек продаж превышает 17,5 тыс.

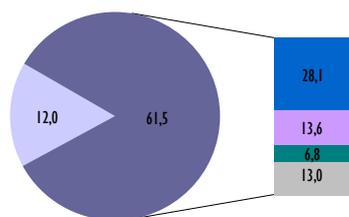
Поддержка сильного акционера... Контролирующим акционером ОТП Банка является ОТП Bank Plc. (BB+/Baа3/–), эффективно владеющий 95,9% акций российской дочки. Консолидированные активы Группы ОТП по МСФО на конец 2010 года составили 9,8 трлн венгерских форинтов (эквивалент 1,4 трлн руб.), скорректированная чистая прибыль – 161,9 млрд форинтов (23,7 млрд руб.).

Отметим, что основные активы и доходы ОТП Group приходятся на долю ключевого венгерского сегмента, в материалах группы обозначаемого как ОТП Bank Hungarian Core Business, – 66,4% активов и 90,6% скорректированной чистой прибыли по итогам 2010 года. Вклад российского сегмента в консолидированные показатели достаточно ощутим, а его результаты на фоне других регионов выглядят сильно: в 2010 году российский ОТП стал 4-м сегментом группы по величине активов (с долей в 6,8% – после бизнеса в Венгрии, болгарской DSK Group и украинского ОТП Банка) и 2-м – по объему чистой прибыли (12,7%).

Поддержка, оказываемая российскому ОТП Банку со стороны группы, имеет различные формы. Во-первых, достаточность капитала российского банка сохраняется на высоком уровне – 17,1% для показателя Н1 на конец 2010 года – при этом до сих пор возврат инвестиций в форме дивидендных выплат не производился (разумеется, исключить риск их возникновения в будущем нельзя). Во-вторых, ОТП Банк получает существенное фондирование от структур группы – на конец 2009 года на их долю приходилось 34,4% обязательств банка по МСФО (по информации организаторов размещения, к концу 2010 года показатель снизился до уровня менее 20%). Наконец, ОТП Банку открыта межбанковская линия от ОТП Bank Plc. сроком на 1 месяц и объемом 200,0 млн дол., которая способна помочь организации в случае возникновения неожиданного разрыва ликвидности.

Отдельно заметим, что одновременно с этим на конец 2010 года существенная часть ликвидности российского ОТП Банка – 6,3 млрд руб., или 6,5% от валюты баланса по МСФО – была размещена на депозите в материнском ОТП Bank Plc.

... находит отражение в высоких кредитных рейтингах. Российский ОТП Банк имеет рейтинги «Ba1» от агентства Moody's и «BB» от агентства Fitch, прогноз по обоим рейтингам «негативный». При этом аналитики Moody's добавляют за фактор акционерной поддержки 3 ступени рейтинга (собственная кредитоспособность банка оценивается ими на уровне «B1»), а аналитики Fitch закладывают при оценке ОТП Банка рейтинг поддержки «2» («высокая вероятность внешней поддержки»).

Кредитный портфель на конец 2010 года, млрд руб.

■ Корпоративные займщики
■ Кредитные карты
■ Прочие кредиты физическим лицам
■ POS-кредиты
■ Кредиты наличными

Источник: данные организаторов размещения

Основа бизнеса – кредитование физических лиц. ОТП Банк специализируется на работе с частными заемщиками: на конец 2010 года на долю розничных клиентов приходилось 83,7% кредитного портфеля. При этом необходимо заметить, что основу розничного портфеля банка составляют высокомаржинальные необеспеченные продукты (POS-кредиты, кредитные карты, кредиты наличными). В корпоративном сегменте ОТП Банк позиционирует себя как нишевого игрока, предоставляющего кредитные ресурсы главным образом крупным торговым компаниям – партнерам по потребительскому кредитованию. По данным организаторов, на

конец 2010 года на долю 10 крупнейших заемщиков приходилось 65% корпоративного кредитного портфеля банка.

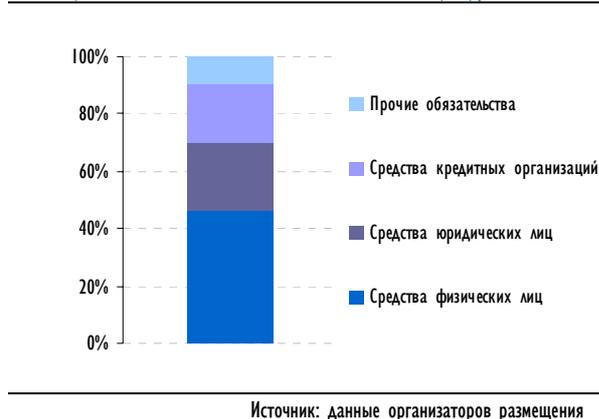
Управление кредитными рисками – неоднозначные результаты. Наиболее активная фаза экспансии ОТП Банка в сегмент розничного кредитования началась в 2006 году с переходом банка «под крыло» ОТП Group, и финансовый кризис стал хорошей проверкой системы риск-менеджмента банка в условиях стресс-сценария. Доля неработающих кредитов резко возросла – к середине 2010 года NPL с просрочкой более 90 дней достигли 16,7% портфеля (в том числе 19,0% в потребительском кредитовании, по информации организаторов).

Сегмент корпоративного кредитования банка, как уже отмечалось, отличается высокой концентрацией кредитных рисков: в частности, можно обратить внимание на тот факт, что, согласно МСФО-отчетности, на конец 2009 года объем кредитов банка 10 крупнейшим корпоративным заемщикам превышал величину его капитала 1-го уровня. Возникновение финансовых проблем и последующее банкротство сети Техносила, крупного клиента банка до кризиса, привело к резкому увеличению доли NPL в корпоративном портфеле банка – до 18,1% на конец 2010 года. Необходимо, однако, заметить, что кредиты, выданные Техносиле, на 100% покрываются уже сформированными резервами.

На конец 2010 года доля NPL в валовом кредитном портфеле банка составила 12,3% (резервы на аналогичную дату покрывали 10,8% портфеля). Данный показатель существенно выше аналога у некоторых конкурентов: к примеру, 6,9% у ХКФ Банка или 2,7% у Банка Русский Стандарт (на конец 9М10). В то же время мы обращаем внимание на использование ОТП Банком более консервативной политики в части списания проблемных кредитов с баланса – насколько мы понимаем, после двух лет просрочки (Русский Стандарт и ХКФ Банк списывают большую часть «плохих» долгов после 1 года просрочки). В 2011 году доля NPL в портфеле ОТП Банка должна снижаться как благодаря улучшающемуся качеству розничного портфеля банка, так и за счет постепенного списания кредитов, вышедших на просрочку в 2009 году.

Обязательства – ориентация на частных клиентов и связанные стороны. Основу фондирования ОТП Банка

Фондирование ОТП Банка на конец 2010 года, млрд руб.



Источник: данные организаторов размещения

составляют средства физических и юридических лиц, главным образом, сроком до 1 года (что достаточно закономерно, учитывая, что срочность большей части кредитов также не превышает 12 месяцев). Существенный объем фондирования предоставляют связанные с банком организации – 19% его обязательств на конец 2010 года. Долговые обязательства банка представлены небольшим объемом дисконтных и процентных векселей.

В общем и целом, структура пассивов ОТП Банка является достаточно устойчивой, особенно принимая во внимание постепенное снижение зависимости от долларового фондирования со стороны материнского банка. Объем ликвидности, которым располагает организация, выглядит достаточным для покрытия краткосрочных обязательств – на 1 февраля 2011 года кумулятивный избыток ликвидности на горизонте до 1 года, по данным организаторов размещения, составлял порядка 400 млн долл.

Сильное генерирование доходов. Розничная ориентация бизнеса позволяет ОТП Банку генерировать высокую чистую процентную маржу – по нашим подсчетам, 16,3% по итогам 2010 г. согласно МСФО (в 2009 году – 13,6%). При этом на протяжении всего 2010 года показатель демонстрировал повышательную динамику – по данным ОТП Bank Plc., с 12,7% в 1К10 до 15,1% в 4К10 – насколько мы понимаем, прежде всего благодаря вложению в кредиты накопленной ликвидности. Учитывая то, что эффективная доходность выдаваемых банком розничных кредитов высока (для примера, по данным сайта ОТП Банка, номинальная доходность относительно менее маржинальных кредитов наличными доходит сейчас до 25,9% годовых), а стоимость его фондирования традиционно низка (не более 6%), способность банка генерировать доходы в основной деятельности оценивается нами как сильная.

Соотношение операционных расходов и доходов банка на протяжении последних лет находилось близко к отметке в 50%, что выше показателя основных конкурентов и объясняется прежде всего активной экспансией организации на кредитный рынок. С учетом относительно невысокой стоимости риска (на уровне 5,6%) в 2010 году ОТП Банку удалось заработать рекордные 3,0 млрд руб. чистой прибыли.

Позиционирование выпуска. В общем и целом кредитный профиль ОТП Банка выглядит для нас исключительно крепким в силу как поддержки сильного акционера, так и хороших самостоятельных показателей деятельности. В то же время при позиционировании облигаций серии 02 стоит учесть риск нового первичного предложения со стороны ОТП Банка – согласно заявлениям руководства на состоявшейся на прошлой неделе презентации выпуска, банк планирует «достаточно быстро быть снова на [долговом] рынке».

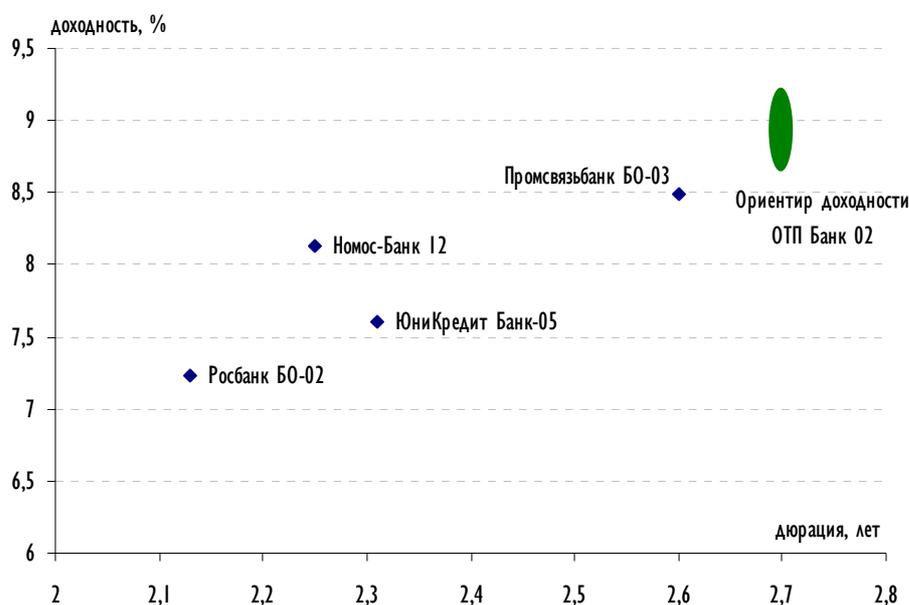
Из рублевых облигационных выпусков банков-дочек западных финансовых институтов с дюрацией более 2 лет относительно ликвидными являются разве что ЮниКредит Банк 05 (УТР 7,6% @ сентябрь 2013 г.) и Росбанк БО-02 (УТМ 7,2% @ июль 2013 г.). По сравнению с ними, ОТП Банк характеризуется куда меньшей

консервативностью бизнес-модели (которая, с другой стороны, позволяет организации добиваться более впечатляющих финансовых результатов) и существенно меньшими масштабами бизнеса. К тому же комбинация рейтингов ОТП Банка (-/Ba1/BB) ощутимо слабее, чем у Росбанка (BB+/Ваа3/BBB+) и ЮниКредит Банка (-/BBB-/BBB+). С учетом данных факторов, а также разницы в дюрации справедливую премию облигаций ОТП Банк 02 к бумагам Росбанк БО-02 и ЮниКредит Банк 05 мы оценили бы в 75–100 б. п., т. е. в диапазоне УТМ 8,2–8,4% @ март 2014 г.

Другой способ определить справедливую доходность бумаги – относительно недавно размещенного Промсвязьбанк БО-03 (УТМ 8,5% @ февраль 2014 г.). В данном сравнении ОТП Банк может похвастать более сильными финансовыми показателями, более устойчивым контролирующим акционером, а также лучшей комбинацией рейтингов. С другой стороны, инвесторы скорее всего захотят увидеть премию как за «розничный уклон» бизнес-модели ОТП Банка, так и за более четко выраженный риск дальнейшего первичного предложения. Как следствие, справедливый дисконт ОТП Банк 02 в данном сравнении выглядел бы для нас справедливым в диапазоне 0–25 б. п., что транслируется в доходность УТМ 8,3–8,5%.

В сухом остатке: высока вероятность закрытия книги по облигациям ОТП Банка ниже изначального диапазона доходности – в районе УТМ 8,3–8,5%.

Рублевые облигации банковских заемщиков, по мид-маркету на 21 марта 2011 г.



Источник: ММВБ, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Основные финансовые показатели ОТП Банка по МСФО, млн руб.

	2007	2008	2009	2010
Чистые процентные доходы	6 274,1	10 026,1	10 811,8	14 850,6
Чистые комиссионные доходы	1 982,3	1 416,3	665,4	1 411,5
Операционный доход	8 386,4	11 865,8	12 163,0	14 725,5
Операционные расходы	(4 577,0)	(6 088,0)	(6 086,4)	(7 253,4)
Резервы под обесценение кредитов	(2 170,2)	(3 897,2)	(4 996,6)	(3 571,7)
Чистая прибыль	1 179,1	1 494,1	739,5	3 008,8
Денежные средства и эквиваленты	5 465,6	17 065,8	8 401,4	7 513,0
Средства в банках	2 083,1	412,6	15 204,0	9 190,0
Ценные бумаги	8 497,9	4 987,3	10 094,2	9 807,0
Чистый кредитный портфель	41 347,5	53 762,5	52 912,6	66 652,9
Средства ЦБ	0,0	9 180,0	0,0	0,0
Средства других банков	10 394,1	24 291,6	26 386,0	17 268,7
Средства клиентов	41 593,0	32 831,3	46 614,5	58 327,8
Долговые бумаги в обращении	1 214,6	1 308,9	2 573,3	3 353,7
Субординированный долг	1 837,9	2 112,8	2 166,5	2 266,9
Собственные средства	5 196,5	8 844,0	10 978,1	14 373,4
Итого активов	60 854,4	79 382,4	89 903,1	97 667,2
Ключевые коэффициенты				
Рентабельность капитала (ROAE)	26,3%	21,3%	7,5%	23,7%
Рентабельность активов (ROAA)	2,2%	2,1%	0,9%	3,2%
Чистая процентная маржа (NIM)	12,6%	15,3%	13,6%	16,3%
Чистый процентный спред (NIS)	12,4%	15,2%	13,1%	15,5%
Стоимость риска	5,6%	7,3%	8,3%	5,3%
Расходы/Доходы (C/I)	54,6%	51,3%	50,0%	49,3%
Кредиты с просрочкой более 90 дней	0,0%	8,4%	12,4%	12,3%
Резервы/Кредиты	11,5%	10,2%	13,0%	10,8%
10 крупнейших заемщиков, % от капитала I-го уровня	101,4%	95,1%	111,5%	-
Чистая ехposure на связанных сторон, % от капитала I-го уровня	0,8%	3,8%	205,4%	-
Чистые кредиты/Депозиты	99,4%	163,8%	113,5%	114,3%
Фондирование связанных сторон, % от обязательств	17,3%	36,2%	34,4%	-
Достаточность капитала I-го уровня (Базель)	9,4%	14,1%	13,8%	-
Совокупная достаточность капитала (Базель)	13,4%	17,3%	18,8%	-
Денежные средства и эквиваленты, % от активов	9,0%	21,5%	9,3%	7,7%

Источник: финансовая отчетность ОТП Банка, материалы OTR Bank Plc. и организаторов размещения, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

ОАО «Группа ЛСР»: проблемы позади?

Группа ЛСР БО-03

Эмитент	ОАО «Группа ЛСР»
Рейтинг, S&P/Moody's/Fitch	–/B2/B–
Объем, млрд руб.	2,0
Срок погашения	3 года
Ориентир купона	9,65–9,90%
Ориентир доходности	9,88–10,14%

Группа ЛСР – эмитент хорошо знакомый рынку, один из немногих среди строительных и девелоперских компаний, преодолевший кризис 2008–2009 гг. без значительных потерь, и также один из первых, кто привлек деньги в ходе SPO, а также смог вернуться на рынок облигаций, когда конкуренты еще не закончили урегулировать отношения с кредиторами. Восстановление рынков недвижимости и строительных материалов позволило компании улучшить свое финансовое положение.

Компания является активным участником консолидации рынка строительных материалов, что вместе с планами по выплате дивидендов в размере 1,5 млрд руб. будет оказывать давление на показатели долговой нагрузки.

В марте группа размещает выпуск объемом 2,0 млрд руб. с доходностью 9,80–10,14% на три года, что предполагает премию с существующей кривой доходности эмитента на уровне 20–54 б. п.

Вкратце о компании: Группа ЛСР – одна из ведущих российских компаний в сфере девелопмента, производства строительных материалов и строительства, от крупнопанельного жилья массовых серий до элитных домов. За последние годы компания трансформировалась из регионального игрока, ориентированного на Санкт-Петербург и Ленинградскую область, в девелопера общероссийского масштаба, действующего, в том числе, в Москве и Московской области и на Урале. Строительные мощности группы оцениваются в 1 млн кв м в год, включая 600 тыс. кв м в Санкт-Петербурге и по 200 тыс. кв м в Москве и Екатеринбурге. В планах группы увеличить мощности до 750 тыс. кв м в северной столице и до 400–450 тыс. кв м в Москве.

В 2007 г. компания провела IPO на LSE, весной 2010 г. – SPO, в ходе которого было привлечено порядка 385 млн долл. Группа объединяет порядка 100 компаний. Она контролируется структурами, близкими к члену Совета федерации от Ленинградской области Андрею Молчанову (62,22% на 30 июня 2010 г).

Ниже мы остановились на наиболее интересных факторах кредитоспособности эмитента (подробную информацию см. на сайте компании).

Сбалансированная ставка на развитие рынка недвижимости. В 1П10 63% выручки и 88% EBITDA группы обеспечил бизнес-дивизион «Девелопмент, строительство и коммерческая недвижимость», на подразделение «Общестроительные материалы, нерудные строительные материалы и строительные услуги» пришлось 37% выручки и 12% EBITDA. В этой связи денежные потоки ЛСР зависят как от спроса на строительные материалы в различных сегментах строительного рынка (инфраструктурное, промышленной, жилищное, и пр.), так и от спроса на жилую недвижимость со стороны населения.

Инфраструктурные проекты поддержат спрос на строительные материалы. В свете масштабных планов государства инвестировать и поддерживать инвестиции в инфраструктуру можно рассчитывать на стабильный рост спроса на строительные материалы в ближайшие несколько лет. Сильные позиции на рынке строительных материалов позволят группе активно участвовать в масштабных стройках, что должно благоприятно сказаться на денежных потоках. В частности, ЛСР участвует в широком спектре проектов по строительству и реконструкции: петербургского метро, скоростной дороги между Санкт-Петербургом и Москвой, КАД, ЗСД, портовой инфраструктуры (включая порт Усть-Луга), международного аэропорта, блоков для электростанций, футбольного стадиона, Мариининского театра, домов и аэродромов для Министерства обороны.

Операционные результаты деятельности группы в 2010 г. подтвердили рост спроса на строительные материалы: рост объемов продаж бетона в зависимости от типа составил от 8% (газобетон) до 36% (товарный бетон).

Рынок недвижимости – рост за счет снижения цены? В 2010 г. компания смогла увеличить продажи квартир на рынке (подписание договоров) на 62,9% к уровню 2009 г. до 182 тыс. кв м. Напомним, что в 2009 г. Группа ЛСР продала по государственным контрактам порядка 147 тыс. кв м недвижимости, в то время как в 2010 г. таких контрактов не было заключено. Стоимость подписанных контрактов в 2010 г. выросла на 49,4% г/г до 14,9 млрд руб. При этом отметим, что средняя цена продажи квадратного метра снизилась на 12% (без Москвы, на долю которой приходится менее 3,7% от всей стоимости подписанных контрактов), что в целом укладывается в общерыночную тенденцию: рост объемов продаж на фоне стагнирующих цен, за исключением цен рынка Москвы, где цены несколько выросли (около 10%). В 2011 г. рост цен ожидается на уровне инфляции, негативное давление на динамику будет оказывать дальнейшее усиление конкуренции среди девелоперов.

Оживлению рынков недвижимости в России в немалой степени способствовало снижение средних ставок по ипотечным кредитам. По данным ЦБ РФ, средние рублевые ставки по ипотеке в 2010 г. снизились на 1,5 п. п. (с 14,5% в декабре 2009 г. до 13,0% в декабре 2010 г.), первые два месяца 2011 г. указали на отсутствие четкой динамики в условиях ожидания общего роста процентных ставок. Примерно на такую же величину упали ставки по валютным кредитам. Доступность ипотечных кредитов и отложенный спрос стали драйверами роста спроса, прежде всего, на жилье эконом-класса. Рост ипотеки был простимулирован государством через государственные финансовые учреждения, включая АИЖК, ВЭБ, Сбербанк и ВТБ 24; частные банки пока отстают (низкие ставки для них неподъемны).

Чего ждать от рынка дальше? Отчасти понимание о настроениях потребителей могут дать материалы официальных статистических служб (http://www.gks.ru/bgd/free/B04_03/IssWWW.exe/Stg/d01/1.htm). В частности, «Индекс благоприятности условий для крупных покупок» находится на неизменном уровне со 2-го квартала и далек от докризисного уровня, при том что число ожидающих ухудшения в материальном состоянии в течение года в 4К10. выросло до 23% против 18% кварталом ранее. В таких условиях строителям помочь может только сохранение доступности ипотеки (низкие процентные ставки, минимальный взнос и пр.) и основным драйвером роста продаж компании должно стать увеличение объемов вводимого жилья.

Благоприятное влияние на финансовые показатели АСР может оказать ввод в эксплуатацию цементного завода производственной мощностью 1,86 млн т в год., который должен был начать производство уже весной 2011 г.

Финансовые результаты: худшее позади? Консолидированная отчетность Группы АСР по МСФО за 2010 г. должна быть опубликована 1 апреля 2011 г. В настоящее время из последних данных кредиторам доступны данные о величине и структуре кредитного портфеля на 31 декабря 2010 г. и операционные показатели деятельности в 2010 г.

На 31 декабря 2010 г. величина долга составила 31,8 млрд руб. (без учета финансового лизинга, объем которого на 30 июня 2010 г. составил 818 млн руб.), что ниже значений на середину 2010 года (36,2 млрд руб.) и конец 2009 г. (40,1 млрд руб.). В структуре преобладал долг, номинированный в рублях (81%). Основными кредиторами компании были квазисуверенные банки, на которые пришлось более 75% всей задолженности по кредитам и займам (без учета лизинга) и облигационные выпуски (20%). Значительная часть банковского долга является обеспеченной (82% всего долга обеспечено активами группы), т. е. держатели облигаций находятся в более уязвимом положении по сравнению с банками.

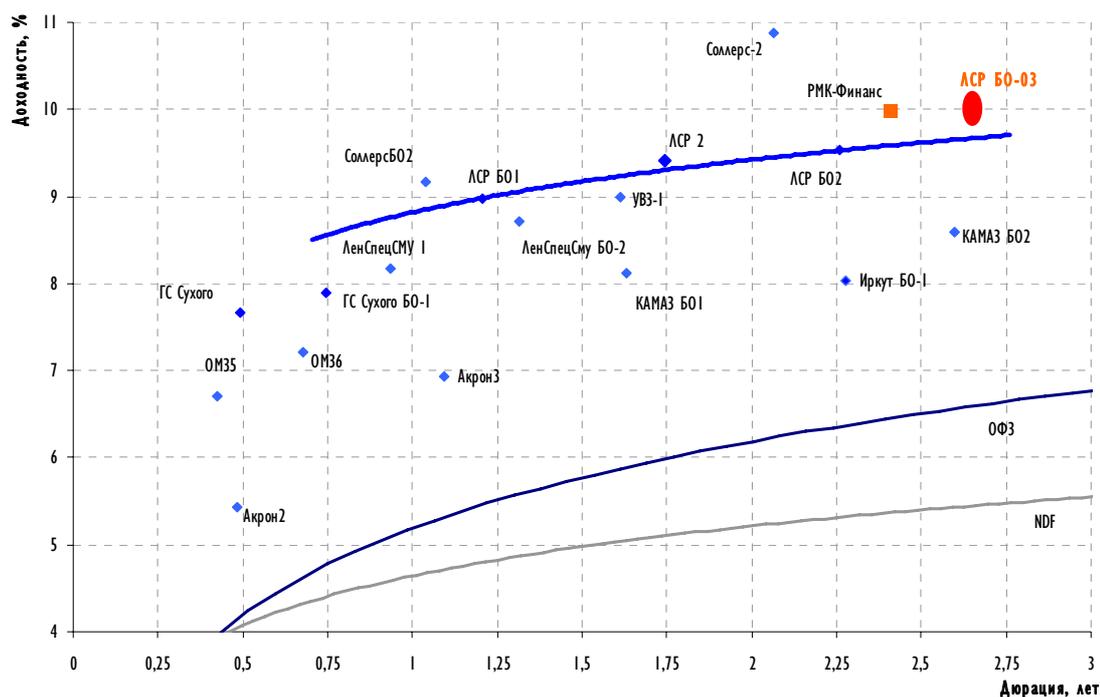
В середине 2010 г. рейтинговые агентства пристально отслеживали изменение ликвидной позиции компании, которую можно было охарактеризовать как уязвимую. В течение года необходимо было рефинансировать порядка 10,8 млрд руб. (около 30% всего долга), в первой половине 2010 года компания сгенерировала отрицательный операционный денежный поток и соотношение EBITDA/проценты находилось в районе 1,3х, что указывало на явные проблемы компании с ликвидностью. Кроме того, компании пришлось вести переговоры с кредиторами по изменению (ослаблению) ковенант.

Судя по величине долга, опубликованной на конец декабря 2010 г., компании удалось справиться с этой задачей: в 1-м полугодии 2011 г. осталось погасить порядка 3,2 млрд руб. (включая оферту по облигационному выпуску) и еще около 0,8 млрд руб. во 2-м полугодии. В конце 2010 г. Группа АСР получила кредитную линию объемом в 5 млрд руб. на семь лет в банке ВТБ Северо-Запад на рефинансирование 113,9 млн евро кредита, предоставленного RBS и HSBC на приобретение технологического оборудования для цементного завода.

Судя по последним решениям, группе удалось заметно улучшить ситуацию с ликвидностью – она возобновила покупки строительных активов, а также намерена выплатить дивиденды за 2010 г. в размере 15 руб. на акцию, или 1,5 млрд руб.

Основываясь на консенсус-прогнозе Bloomberg по показателю EBITDA группы соотношение «Долг/EBITDA» мы оцениваем в 2,7х, что примерно соответствует уровню 2009 г. и середины 2010 г. Напомним, что в начале лета 2010 г. агентство Fitch насторожено относилось к способности компании сдержать рост долговой нагрузки и прогнозировало рост показателя долговой нагрузки по итогам 2010 года до 3,1–3,3х. Однако, похоже, что улучшение конъюнктуры на рынке недвижимости позволило компании заметно выправить ситуацию и продолжить развитие. Возможно, после публикации сильных финансовых показателей за 2010 г. рейтинговые агентства предпримут положительные действия в отношении компании.

Позиционирование. В текущих рыночных условиях предложенный организаторами ориентир доходности в целом предполагает премию к экстраполированной кривой доходности обращающихся выпусков АСР как по верхней, так и по нижней границе диапазона (9,88–10,14%). Мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на более короткий выпуск медной компании РМК-Финанс, который при сопоставимом уровне риска предлагает доходность в районе 10%. При таком сопоставлении новый выпуск АСР может быть интересен с доходностью ближе к верхней границе ориентира.

Рублевые выпуски российских промышленных компаний, со состоянием на 18 марта 2011 г.


Источник: Bloomberg, ММВБ

ОАО «Группа АСР»: основные финансовые показатели по МСФО, млн руб.

	2007	2008	2009	1П2010	1П2009	г/г
Выручка	35 838	49 813	51 024	17 717	20 585	-13,9%
ЕВITDA	7 903	12 396	15 261	2 923	5 876	-50,2%
ЕВITDA рентабельность, %	22%	25%	30%	17%	29%	-12п.п.
Операционный денежный поток	(8 491)	4 373	3 470	(2 286)	92	-2590,3%
Капитальные вложения	4 925	9 346	7 543	1 990	3 624	-45,1%
Свободный денежный поток	(10 528)	7 526	8 115	(101)	2 113	-104,8%
Всего активов	94 877	113 899	110 314	116 796		
Собственный капитал	42 977	34 973	39 621	50 799		
Совокупный долг, в том числе	24 859	37 769	40 108	36 203		
доля краткосрочного долга, %	46,3%	50,1%	39,1%	29,9%		
Денежные средства и эквиваленты	8 654	3 246	2 896	3 658		
Ключевые коэффициенты						
Долг/Собственный капитал, х	0,58	1,08	1,01	0,71		
ЕВITDA/Процентные расходы, х	3,88	3,93	3,29	1,34		
Чистый долг/ЕВITDA, х	2,05	2,78	2,44	2,64		

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Алексей Демкин, CFA
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 495 980 43 10

Почта России: что кроме господдержки?

Почта России	
Эмитент	ФГУП «Почта России»
Рейтинг, S&P/Moody's/Fitch	—/—/—
Объем, млрд руб.	7,0
Срок до оферты	3 года
Срок погашения	5 лет
Ориентир купона	8,75–9,25%
Ориентир доходности к оферте	8,94–9,46%

25 Марта ФГУП Почта России закрывает книгу по размещению дебютного выпуска рублевых облигаций объемом 7 млрд руб. Диапазон доходности к трехлетней оферте, на который ориентирует компания, составляет 8,94% – 9,46% годовых.

Вкратце о компании. Почта России – государственное унитарное предприятие, находящееся в подчинении федерального агентства связи РФ. Компания является монополистом в сегменте доставки письменной корреспонденции и доставки посылок на российском рынке, занимает 69% в сегменте подписки/доставки периодической печати и 20% рынка экспресс-доставки (по данным инвестиционного меморандума). Кроме того, через Почту России проходят 46% всех денежных переводов в стране и 23% всех коммунальных платежей, а также 54% всех выплачиваемых пенсий. Почта России имеет самую широкую в стране филиальную сеть – более 42 тысяч отделений.

Структура доходов: не только почта. На долю непосредственно услуг почтовой связи приходится лишь около 45% общей выручки Почты России, в 2010 году составившей 105,4 млрд руб. (по данным материалов к размещению). Еще 37% доходов компания получает от различных финансовых услуг, включая комиссию за выплату пенсий и пособий (22% выручки), осуществление денежных переводов (8%), коммунальные/муниципальные платежи (5%). Кроме того, порядка 13% выручки почты России в 2010 году приходилось на продажу различных потребительских товаров, печатных изданий, и т.д. – вплоть до мобильных телефонов.

Чуть менее половины продаж компании обеспечивается услугами, тарифы на которые регулируются государством: 25% – пересылка письменной корреспонденции и бандеролей, 22% – комиссия, получаемая за выплату пенсий от пенсионного фонда РФ. Регулируемые почтовые тарифы последние несколько лет повышались – средний темп роста тарифа на пересылку простого письма в 2009–2011 гг. составил порядка 17%. В то же время динамика размера комиссии за доставку пенсий в 2009 и 2010 гг. была отрицательной (1,5% в 2008 г., 1,35% в 2009 г. и 0,97% в 2010 г.). Гендиректор Почты России Александр Киселев оценил убытки компании от услуги по выплате пенсий в 2010 году как минимум в 12 млрд руб. (интервью РБК daily от 1 марта 2010 г). Стоит отметить, что частично эти потери возмещаются соответствующей государственной субсидией на компенсацию потерь по данной услуге – в бюджете на 2010 год на эти цели заложено 6 млрд руб. Как указано в меморандуме к размещению, данная сумма должна найти отражение в отчетности компании в текущем году. В 2011 году Пенсионный фонд увеличил размер комиссии до 1,15%, что, по идее, должно позитивно сказаться на результатах от этого вида деятельности.

«Слабое звено» – устаревшая инфраструктура и высокие расходы на персонал. В материалах к размещению компания не раскрывает рентабельность по отдельным сегментам бизнеса. В то же время общий результат на уровне прибыли от продаж за последние 3 года не впечатляет: в 2008–2009 гг. Почта России работала с операционной рентабельностью около 1%, а в 2010 г. показатель ушел в отрицательную зону. Ключевая статья затрат компании – расходы на персонал, доля которых в выручке в прошлом году выросла с 60% до 66% на фоне 17%-ного роста средней заработной платы, «перекрывшего» 4,4%-ное снижение штата. Кроме того, давление на общий результат оказал рост расходов на ремонт помещений (с 4% до 7% выручки).

С одной стороны, внушительный штат связан с масштабной филиальной сетью и «социальной» функцией Почты России. С другой – это «наследие» устаревшей инфраструктуры, заметно отстающей от мировых стандартов. Первый современный автоматизированный сортировочный центр в Москве был введен только в 2009 году – до этого момента 100% почтовой корреспонденции в России сортировалось вручную (после выхода из строя оборудования, введенного еще в СССР). На долю Московского АСЦ сейчас приходится 25% оборота. В ноябре 2010 г. был введен в эксплуатацию второй сортировочный центр в Санкт-Петербурге, и в перспективе предполагается запустить аналогичные центры в других регионах России: в ближайшие 4 года компания планирует потратить на эти цели около 15 млрд руб. (при общем объеме инвестиционных расходов в 2011–2014 гг., по данным меморандума, на уровне 61 млрд руб.).

В целом автоматизация ключевых бизнес-процессов, модернизация оборудования и инфраструктуры в перспективе должны позитивно сказаться на финансовом результате за счет сокращения ключевых статей расходов.

Долгосрочный риск – сокращение спроса на традиционные услуги почтовой пересылки. Последние несколько лет в глобальной отрасли почтовой связи наблюдается снижение спроса на традиционные услуги (пересылка письменной корреспонденции) на фоне активного развития электронных коммуникаций. По оценкам отраслевых экспертов, электронные носители могут полностью вытеснить бумажные письма через 10 лет. Как следствие, почтовые операторы стремятся диверсифицировать бизнес за счет роста присутствия в смежных сегментах, демонстрирующих растущую динамику – в частности, экспресс-доставка, сопровождение грузов, финансовые услуги. Например, в структуре выручки Deutsche Post DHL на долю почтовых услуг приходится 27% (в 2010 году), на долю экспресс-доставки и услуг по сопровождению грузов – 22% и 28%, при этом органический рост в сегментах экспресс-доставки и сопровождения в прошлом году составил 21% и 10%, тогда как доходы от почтовых услуг снизились на 1%.

Доходы Почты России от пересылки писем в 2009–2010 гг. росли за счет повышения тарифов. При этом объемы пересылки в 2009 году заметно снизились (-10%), в 2010 году они сократились еще на 1% (письменная корреспонденция). Возможный эффект от дальнейшего снижения спроса на пересылку писем для компании сглаживается большой долей прочих видов услуг в выручке – главным образом, финансовых услуг. Кроме того, судя по комментариям менеджмента в СМИ, Почта России видит рынок экспресс-доставки в качестве одного из важнейших направлений развития – хотя для этого, вероятно, потребуется существенная модернизация логистической инфраструктуры (сейчас доходы от экспресс-доставки составляют лишь чуть более 2% от общей выручки).

Среднесрочные перспективы: в ожидании более четкой позиции государства. Среднесрочные перспективы Почты России во многом будут определяться тем, какой в итоге путь развития для этого бизнеса выберет государство. На настоящий момент утвержденной стратегии развития, как мы понимаем, не существует. Действующий менеджмент ранее озвучивал предложенную программу развития, согласно которой общий объем финансирования составлял 100 млрд руб. на 5 лет (в основном инвестиции в развитие инфраструктуры), при этом 50% предполагалось получить из федерального бюджета. В то же время пока что государственные вливания ограничиваются компенсациями потерь от некоторых убыточных видов деятельности (5,4 млрд руб. в 2010 г., без учета компенсации на возмещение потерь от доставки пенсий).

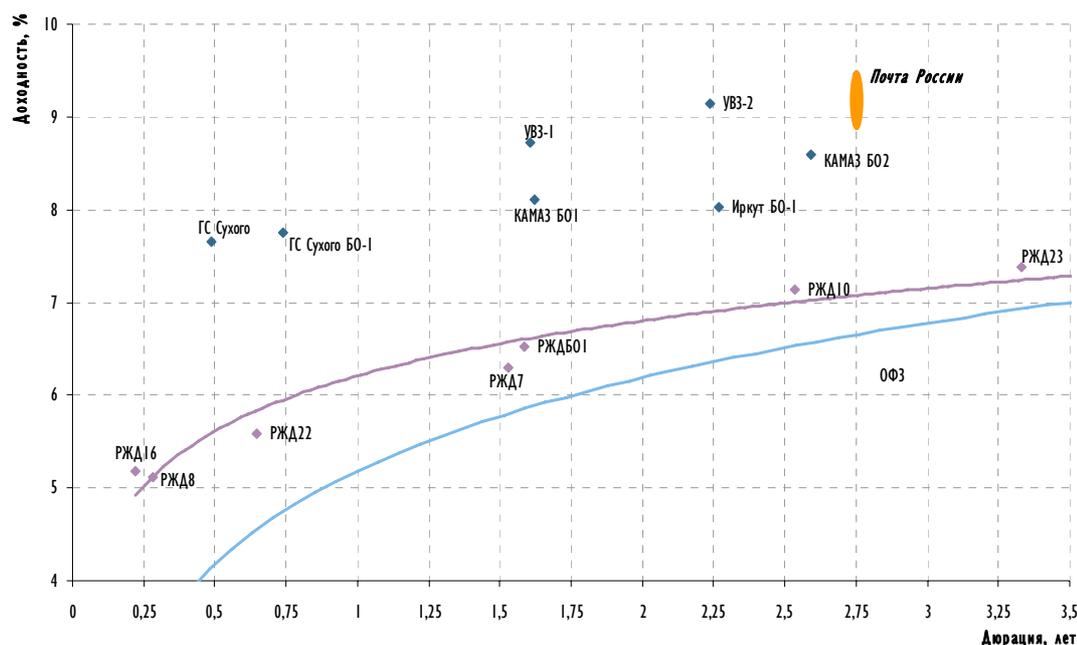
Среди обсуждаемых идей развития Почты России – акционирование компании. Смена формы собственности должна обеспечить большую гибкость принятия решений: являясь ФГУПом, компания обязана согласовывать существенную часть сделок с Россвязью. Кроме того, вероятно, преобразование в ОАО может быть связано с реализацией еще одной идеи, обсуждаемой в правительстве последние несколько лет – созданием Почтового банка, который мог бы оказывать финансовые услуги широким слоям населения, используя филиальную сеть Почты России.

Согласно информации, представленной в СМИ, предполагается, что Почтовый банк может быть создан на основе Связь-банка (контролируется ВЭБом), который получит доступ в большинство почтовых отделений. При этом партнером ВЭБа станет частный банк с долей 25% – 49% (сейчас в качестве претендентов рассматриваются Номос Банк и Русский Стандарт). Роль в данном проекте непосредственно Почты России остается неопределенной, учитывая отсутствие окончательной оценки финансового бизнеса Почты, который, по логике, унаследует Почтовый банк. Отчуждение бизнеса, формирующего 37% выручки ФГУПа и получение взамен миноритарной доли в Почтовом банке (дивиденды от владения которой вряд ли «перекроют» потери в доходах), на наш взгляд, является одним из существенных рисков для владельцев облигаций.

Низкая финансовая прозрачность. Почта России не публикует финансовую отчетность на регулярной основе – для анализа доступна только информация, приведенная в проспекте эмиссии (отчетность по РСБУ за 2007–1П10) и информационном меморандуме (предварительные данные за 2010 год). Отсутствие более подробных данных несколько затрудняет анализ ликвидности компании. В частности, в составе денежных средств Почта России отражает суммы в рамках осуществляемых денежных переводов: общий объем на 31 декабря 2009 г. составлял 121 млрд руб. По данным меморандума, из этой суммы «собственные» средства компании составляли 13 млрд руб., на конец 2010 года собственные денежные средства – 10,4 млрд руб.

С одной стороны, объема собственных денежных средств было достаточно для того, чтобы обеспечить низкие показатели левеиджа: показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» (с учетом полученных субсидий) по итогам 2010 года составлял 0,2х (тогда как отношение общего долга и ЕБИТДА приближалось к 8х). С другой, запас ликвидности, вероятно, может сократиться по мере реализации инвестиционной программы – расходы на инвестиции в 2011 году запланированы на уровне 14 млрд руб. С позитивной точки зрения, мы отмечаем, что компания планирует осуществлять инвестиции преимущественно из собственных источников (81% в структуре финансирования инвестиционных расходов в 2011–2014 гг., по данным меморандума), что позволяет рассчитывать на то, что в абсолютном выражении рост долговой нагрузки не будет существенным. Средства от размещения облигаций Почта России планирует направить на рефинансирование существующего долга (9,4 млрд руб. по состоянию на 28 февраля 2011 г., в том числе 4,9 млрд руб. – кредиты Коммерцбанка, ING и Связь-Банка с погашением в 2012–2016 гг., 4,5 млрд руб. – векселя с погашением в июле 2012 г.).

Позиционирование. Мы полагаем, что облигации Почты России – выбор для инвесторов, делающих ставку исключительно на высокую вероятность государственной поддержки в случае возникновения каких-либо финансовых сложностей у компании. На первый взгляд, предложенный диапазон доходности предполагает заметную премию к кривой другой естественной монополии с сильным уровнем господдержки – РЖД (порядка 180 – 230 б.п., по состоянию на 18 марта 2011 г.). В то же время, на наш взгляд, лишь верхняя граница диапазона может компенсировать заметно более высокие риски, связанные с существующей неопределенностью относительно будущей стратегии развития (риски отчуждения бизнеса по оказанию финансовых услуг), слабыми показателями рентабельности и низкой финансовой прозрачностью.

Доходность некоторых выпусков облигаций компаний с государственным участием, на 18 марта 2011 г.


Источник: Bloomberg, ММВБ

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Основные финансовые показатели ФГУП «Почта России» за 2008–2010 гг. по РСБУ, млрд руб.

	2008	2009	2010*	Изменение, г/г
Выручка	86,5	96,3	105,4	10%
Прибыль от продаж	0,6	0,9	(7,4)	-897%
Компенсации потерь, выделяемые из бюджета**	3,9	5,5	5,5	-0,1%
ЕВИТДА***	2,3	3,8	1,3	-65%
<i>ЕВИТДА margin, %</i>	<i>3%</i>	<i>4%</i>	<i>1%</i>	<i>-3 п.п.</i>
Всего активов	110,3	153,4	187,4	22%
Собственный капитал	4,2	4,9	6,5	34%
Совокупный долг, в том числе	13,8	14,2	10,6	-25%
<i>доля краткосрочного долга, %</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	—
Денежные средства и эквиваленты	77,8	120,6	142,4	18%
В т.ч. собственные денежные средства (без учета сумм по услугам перевода)	9,5	13,0	10,4	-20%
Ключевые коэффициенты				
Долг / Капитал, х	3,3	2,9	1,6	—
ЕВИТДА / Чистые процентные расходы, х	3 077,2	24,2	8,0	—
Долг / ЕВИТДА, х	6,1	3,8	7,9	—
Чистый долг / ЕВИТДА, х	1,9	0,3	0,2	—

*предварительные данные

**в составе прочих доходов

***рассчитано как прибыль до налогообложения, до уплаты/получения процентов и до амортизации

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92

Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Нагатинская, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин
+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Банковский сектор

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Нефть и газ

Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов
+7 (495) 988 23 44
Анна Курбатова
+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA
начальник управления
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Кредитный анализ

Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Юрий Тулинов
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова
+7 (495) 988 24 03
Артем Спасский
+7 (495) 989 91 20
Светлана Голодинкина
+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Валерий Левит
директор
+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин
директор
+7 (495) 988 24 48

Алексей Семенов
директор
+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин
начальник управления
+7 (495) 983 18 59
+8 (800) 200 70 88
broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин
+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов
+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 55

Трейдинг

Денис Филиппов
+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев
+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев
+7 (495) 913 78 57

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков
начальник управления
+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов
начальник управления
+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов
+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 719 17 74

Вера Ярышкина
+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак
+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти
+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица
+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук
+7 (495) 428 49 80

Copyright © 2003 — 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.