

## Пульс рынка

---

- Появления негативных новостей долго ждать не пришлось. Макростатистика по новым заказам на товары длительного пользования оказалась хуже ожиданий. В своем выступлении Б.Бернанке вновь повторил, что высокий уровень безработицы (выше 9%) является национальной проблемой, однако никаких конкретных мер по тому, как преодолеть этот кризис, озвучено не было. По данным опроса, проведенного Bloomberg, ~75% всех опрошенных инвесторов ожидают наступление рецессии в еврозоне, что, по мнению 53% опрошенных, приведет к ухудшению состояния банковской системы союза, которая нагружена долгами проблемных стран. В неизбежность дефолта Греции верят 93% проголосовавших инвесторов. Естественной реакцией финансового рынка на негативный новостной фон стало снижение индексов акций, которое, впрочем, было незначительным - в пределах 1%. Сегодня динамика рынков рискованных активов, скорее всего, также будет умеренно негативной.
- Вчерашняя уплата налога на прибыль (по нашим оценкам 190 млрд руб.) завершила период налоговых платежей в этом месяце, который, как мы и ожидали, привел к росту задолженности банков по РЕПО с ЦБ, вчера ее величина составила 232 млрд руб., включая недельное РЕПО (рекордный уровень за последние два года). Учитывая относительно длинный срок депозитов Минфина (68 дней, минимальная ставка - 5,25% годовых), в ходе сегодняшнего аукциона мы ожидаем высокий спрос, при этом средневзвешенная ставка может сложиться на уровне 6,5% годовых (судя по текущим уровням валютных свопов и MosPrime).
- На фоне волнений относительно проблем в США и еврозоне, завершения налогового периода и возможного снижения интервенций ЦБ, сегодня велика вероятность ослабления рубля в пределах 37,1-37,2 руб. (вчера корзина закрылась на уровне 36,9 руб.). Кроме того, не в пользу рубля играет нефть Brent, котировки которой вновь снизились до 103 долл./барр. Сегодня с утра корзина торгуется на уровне 37,1 руб.
- На рынке ОФЗ сохранилась позитивная ценовая динамика, в результате которой длинные бумаги подорожали на 1 п.п., среднесрочные и короткие - на 50 б.п. Так, доходность ОФЗ 26204 снизилась до YTM8,54%, что на 50 б.п. ниже локального максимума. При текущем уровне средних ставок о/п РЕПО (5,0-5,5% годовых) мы считаем диапазон YTM8,5 - 9,0% справедливым уровнем для длинных ОФЗ. Катализатором для дальнейшего роста доходностей (к уровню YTM9,0% и выше) может стать очередная волна ослабления рубля и рост ставок по валютным свопам. Кстати говоря, короткий сегмент ОФЗ торгуется с дисконтом к уровню валютных свопов (в частности, спред ОФЗ 25072 - 1y NDF находится вблизи нуля), что предполагает потенциал для ценового снижения в случае появления нового негатива.

## Темы выпуска

---

- ЛенСпецСМУ - неплохой выбор среди строителей
-

## ЛенСпецСМУ - неплохой выбор среди строителей

ЛенСпецСМУ (S&P: B), крупная строительная компания на рынках жилой недвижимости Санкт-Петербурга, Москвы и Московской области, опубликовала результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые мы оцениваем умеренно негативно. Тем не менее, кредитный профиль эмитента остается достаточно устойчивым. Выручка компании сократилась на 17,3% до 7 млрд руб., при этом показатель EBITDA снизился на 34% до 2,4 млрд руб. Долг практически не изменился в абсолютном выражении, однако в отношении к EBITDA увеличился с 1,6x в 2010 г. до 2,1x. За отчетный период компания ввела в эксплуатацию 127 тыс кв.м, что соответствует 59% от всей площади, сданной в 2010 г.

### Ключевые финансовые показатели Группы ЛенСпецСМУ

в млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	7 081	8 556	-17%
Валовая прибыль	3 091	3 983	-22%
Валовая рентабельность	43,6%	46,5%	-2,9 п.п.
EBITDA	2 429	3 667	-34%
Рентабельность по EBITDA	34,3%	42,9%	-8,6 п.п.
Чистая прибыль	1 921	2 539	-24%
Чистый операционный поток	-807	146	н/а
Чистый инвестиционный поток	-53	187	н/а
Чистый финансовый поток	-100	-999	н/а

  

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	1 653	1 401	+18%
Долгосрочный долг	7 591	7 762	-2%
Совокупный долг	9 244	9 164	-
Чистый долг	6 281	6 413	-2%
Чистый долг/EBITDA*	1,4x	1,1x	н/а
Совокупный долг/Капитал	0,70x	0,81x	н/а

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Негативная динамика выручки все еще отражает последствия кризиса 2008-2009 г.**

Из-за особенностей бухгалтерского учета продаж квартир негативная динамика выручки в основном отражает сокращение ввода в эксплуатацию объектов во 2П 2010 г. (152 тыс. кв. м.) в сравнении со 2П 2009 г. (235,8 тыс. кв. м.), что обусловлено, главным образом, последствиями кризиса 2П 2008-2009 г. Поскольку поступление денежных средств от продажи квартир учитывается в выручке компании только после того, как подписано разрешение на ввод в эксплуатацию (что является типичным для девелопмента), мы сделали соответствующие поправки для устранения возникающего временного лага. По нашим оценкам, скорректированные поступления от продажи собственных квартир в 1П 2011 г. составили 4,8 млрд руб., что выглядит неплохо в сравнении со значением этого показателя в 2010 г. на уровне 8,2 млрд руб.

**Строится больше, чем продается**

Стоит отметить, что за отчетный период произошло изменение в структуре запасов за счет увеличения объема незавершенного жилья на 2,7 млрд руб., и снижения собственных квартир на балансе на 1,7 млрд руб. На наш взгляд, в текущей волатильной рыночной среде более оптимальным, с точки зрения долговой нагрузки и ценовой конъюнктуры на рынке недвижимости, было бы строительство нового жилья в объемах, не превышающих продажу готового.

**Рентабельность хоть и снизилась, но осталась на высоком уровне**

Прибыльность компании остается на высоком уровне, в частности, рентабельность по EBITDA составила 34%. Заметное снижение рентабельности на 9 п.п. в сравнении с 1П 2010 г. в основном связано с более медленным сокращением себестоимости, а также из-за влияния движений по статьям доходов от выбытия дочерних компаний и расходов от реализации и выбытия материальных активов, носящих разовый характер. Кроме того, негативное давление на рентабельность оказывает повышение административных доходов (+27%) на фоне продолжающегося снижения выручки.

**Операционный доход почти весь тратится на рост оборотного капитала**

Чистый поток денежных средств от операционной деятельности оказался отрицательным (-807 млн руб.), что стало следствием большой уплаты налога на прибыль, которая оказалась в 2,3 раза выше, чем в 1П 2010 г., несмотря на снижение прибыли до налогообложения. До уплаты налогов операционный поток остался положительным (508 млн руб.), сократившись пропорционально снижению выручки. Инвестиции в оборотный капитал, которые вносят наибольший негативный вклад в операционный поток, обусловлены, скорее всего, более высокими темпами строительства в сравнении с продажами квартир. Стоит отметить, что потока от операционной деятельности до налогов едва хватает для выплаты чистых процентных платежей (465 млн руб.).

**Влияние рисков финансового кризиса может быть сглажено правильным управлением**

Мы не исключаем, что развитие финансового кризиса может негативно сказаться на операционных показателях в 4 кв. 2011 г., в частности, по причине увеличения среднего срока экспозиции продаваемых объектов недвижимости, особенно находящихся в стадии строительства. Как следствие, компании придется или направлять больше средств для финансирования роста оборотного капитала (за счет привлечения нового долга), или замедлить темпы строительства, ожидая реализацию объектов. Реализация второго сценария предпочтительнее, с точки зрения кредитного профиля компании.

**Высокий запас ликвидных активов**

За отчетный период денежные средства и эквиваленты сократились на 1 до 1,6 млрд руб., при этом краткосрочные финансовые вложения были увеличены на 1,5 млрд руб. в основном за счет размещения средств от продажи долгосрочных финвложений на депозиты. Таким образом, ликвидные активы компании мы оцениваем на уровне 3,1 млрд руб., что полностью покрывает краткосрочный долг (1,6 млрд руб.) и свидетельствует о низких рисках краткосрочного рефинансирования.

**В апреле 2011 г. материнская компания ЛенСпецСМУ провела IPO**

Мы отмечаем, что в апреле этого года материнская компания группы ЛенСпецСМУ Etalon Group Limited успешно провела IPO на LSE и привлекла порядка 575 млн долл. По нашим оценкам, действующие акционеры этой компании должны были получить около 75 млн долл., тогда как чистое привлечение средств в бизнес могло составить до 500 млн долл. Тем не менее, по состоянию на отчетную дату это не нашло отражение в консолидированной отчетности ЛенСпецСМУ. Отчетность Etalon Group пока недоступна. Напомним, что именно бизнес ЛенСпецСМУ является ключевым активом Etalon Group, сформировав, по нашим расчетам, более 85% ее выручки и более 80% EBITDA за 2010 г. Уже после отчетной даты, 6 июля на внеочередном собрании акционеров ЛенСпецСМУ должно было быть принято решение об увеличении уставного капитала компании на 2,1 млрд руб. за счет средств, полученных в ходе IPO, что очевидно, должно улучшить ее кредитный профиль.

**Основная часть долга представлена публичными инструментами**

Преобладающая часть долга компании представлена долговыми ценными бумагами - евробондом LenSpecSMU15 номиналом 150 млн долл. с погашением в ноябре 2015 г., а также двумя выпусками рублевых облигаций ЛенСпецСМУ-1 (YTM 11,9% @ декабрь 2012 г.) и ЛенСпецСМУ БО-2 (YTM 12% @ май 2013 г.). Мы не исключаем, что в случае улучшения рыночной конъюнктуры компания выйдет на первичный рынок для рефинансирования амортизации рублевых облигаций. На текущий момент зарегистрирован один выпуск БО-1 номиналом 3 млрд руб.

**ЛенСпецСМУ-1 интересен для стратегии carry-trade**

Поскольку короткие бумаги ЛенСпецСМУ-1 входят в список РЕПО ЦБ РФ (дисконт 25%), мы считаем, что эти облигации по доходности выше YTM 12,5% интересны для реализации стратегии carry-trade над ставками о/п РЕПО с ЦБ РФ (со спредом 720 б.п.).

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
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
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.