

Кредитный комментарий

Российский рынок облигаций
25 сентября 2012 г.

ЛСР (B2/-/B) vs РСГ-Финанс (-/B-/-): что выбрать?

Параметры нового выпуска РСГ-Финанс

Серия	Объем, млн руб.	Оферта, лет	УТР, %
02	2 500	1,5	13,69- 14,22

Источник: данные организаторов

Параметры размещенного выпуска ЛСР

Серия	Объем, млн руб.	Оферта, лет	УТР, %
03	3 000	1,5	11,71

Александр Полютов
Polyutov_av@nomos.ru

Мы отдаем предпочтение ЛСР, чей кредитный риск ниже, а у бумаг сохраняется возможность апсайда до 25 б.п. на вторичном рынке. Выпуск РСГ-Финанс подойдет инвесторам, толерантным к уровню риска выше среднего и готовым к длительному вложению средств, за что они вполне могут требовать компенсацию в виде доходности от 14% годовых.

Ренова-СтройГруп (РСГ), вероятно, воодушевившись успешным размещением облигаций ЛСР, начала пре-маркетинг бондов РСГ-Финанс серии 02 объемом 2,5 млрд руб., предлагая инвесторам ставку 1 купона на уровне 13,25-13,75% годовых (УТР 13,69-14,22%/1,5 года). По выпуску предусмотрено поручительство головной RSG International Ltd. Размещение намечено на конец сентября - начало октября 2012 г.

В свою очередь, ЛСР удалось разместить облигации серии 03 с доходностью 11,83% к 1,5-летней оферте, что ниже обозначенного индикатива УТР 12,11-12,64% годовых. Причем, по данным организатора займа, спрос превысил предложение в 1,8 раза, составив 5,5 млрд руб.

Безусловно, высокие ставки привлекают внимание инвесторов, у которых, наверняка, возникает вопрос: что выбрать и стоит ли сейчас покупать бумаги эмитентов строительного сектора? Попробуем ответить на эти вопросы:

- **Кредитные рейтинги и инвестиционная открытость.** Отметим, что ЛСР с 2007 г. является публичной компанией, а также активным участником долгового рынка, поэтому ее прозрачность на довольно высоком уровне, кроме того, имеются кредитные рейтинги от двух агентств («B2»/Стабильный от Moody's; «B»/Стабильный от Fitch). В свою очередь, РСГ, разместив дебютные облигации летом прошлого года, заметно продвинулась на пути к прозрачности бизнеса. Так, группа раз в полгода начала раскрывать консолидированную отчетность по МСФО (аудитор Ernst&Young), проводить телеконференции для аналитиков, в апреле 2012 г. обзавелась кредитным рейтингом от S&P на уровне «B-»/Стабильный (на 1 ступень ниже рейтинга ЛСР), что дало возможность облигациям РСГ-Финанс серии 01 попасть в Ломбард ЦБ, хотя в списке прямого РЕПО бумаг компании нет. Вместе с тем, обращающиеся бонды ЛСР (за исключением нового) находятся и в Ломбарде, и в списке РЕПО (дисконт 25%).
- **Кредитное качество – в чем различия?** Кредитный профиль ЛСР в сравнении с РСГ, на наш взгляд, выглядит устойчивее. С одной стороны, это подтверждается большим масштабом бизнеса и его лучшей диверсификацией по видам деятельности (у ЛСР наряду со строительством и девелопментом более 30% выручки занимает производство стройматериалов). Выручка ЛСР в 2011 г. была 1,8 млрд долл. против 365 млн долл. у РСГ, а в рэнкинге газеты «Коммерсантъ» «Крупнейших застройщиков жилья в России 2011 г.» ЛСР занимала 4 место (653 тыс. кв.м.), в то время как

PCG – 9 позицию (197 тыс. кв.м.). Кроме того, ключевой для ЛСР рынок С.-Петербурга и Ленинградской области является более комфортным в части платежеспособного спроса, нежели рынок Екатеринбурга, где у PCG находится ключевой проект «Академический».

Финансовые показатели Ренова-СтройГруп и ЛСР (МСФО)

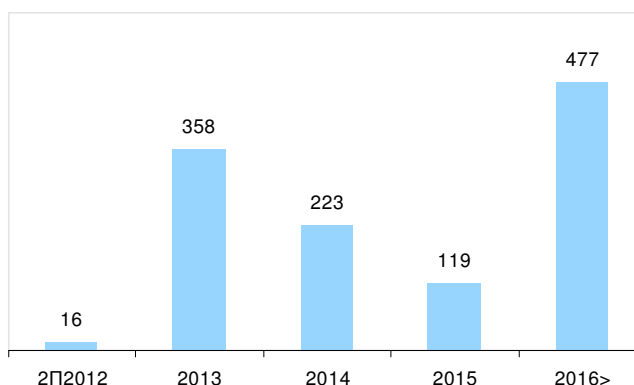
млн долл.	Ренова-СтройГруп			ЛСР		
	2011	2010	2011/ 2010, %	2011	2010	2011/ 2010, %
Выручка	365	460	-20,8	1 766	1 644	7,4
Операционный денежный поток	33	-216	-	263	-78	-
ЕБИТДА	96	137	-30,0	345	286	20,6
<i>ЕБИТДА margin</i>	26,4%	29,9%	-3,5 п.п.	19,5%	17,4%	2,1 п.п.
Чистая прибыль	52	87	-40,0	83	57	44,3
<i>margin</i>	14,2%	18,8%	-4,6 п.п.	4,7%	3,5%	1,2 п.п.
Активы	1 257	1 256	0,1	3 940	3 485	13,1
Собственный капитал	603	331	82,1	1 676	1 744	-3,9
Денежные средства и их эквиваленты	42	36	14,8	161	43	270,6
Долг	351	683	-48,6	1 209	1 040	16,2
краткосрочный	96	508	-81,1	87	131	-33,8
долгосрочный	255	175	45,8	1 122	909	23,4
Чистый долг	309	647	-52,2	1048	997	5,1
Долг/ЕБИТДА	3,7	5,0		3,5	3,6	
Чистый долг/ЕБИТДА	3,2	4,7		3,0	3,5	
ЕБИТДА/% расходы	3,6	5,6		2,7	2,2	

Источник: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

С другой стороны, уровень долговой нагрузки у ЛСР ниже, нежели у PCG, хотя в целом по рассматриваемым компаниям он был довольно высоким, что в условиях замедления мировой экономики не добавляет комфорта. Так, кредитная метрика Долг/ЕБИТДА у ЛСР была 3,5х в 2011 г. против 3,7х у PCG (отметим, что PCG еще не представила отчетность по МСФО за 1 пол. 2012 г.). В то же время на ЕБИТДА PCG большое влияние оказывает доход от переоценки инвестиционной собственности, на которую в 2011 г. пришлось 47,5% рассчитываемого показателя или 45,7 млн долл. Без учета переоценок термин Долг/ЕБИТДА у PCG был заметно выше – на уровне 6,9х. Тем не менее, за прошлый год компании удалось заметно улучшить ситуацию с долгом за счет конвертации в капитал займов акционеров (ГК Ренова) на сумму 290 млн долл. В результате, кредитный портфель по итогам 2011 г. составил 351 млн долл. («-48,6%» к 2010 г.), из которых 27,4% с погашением до 1 года, или 96 млн долл. (согласно МСФО), но не включая оферту по облигациям PCG-Финанс серии 01 объемом 3 млрд руб. (около 96 млн долл.) в декабре 2012 г. Для исполнения обязательств по долгу PCG, на наш взгляд, потребуется привлечь заемные средства (при благоприятном исходе это будет новый бонд серии 02), возможна и поддержка акционеров, как это было в прошлом году (напомним, короткий долг со связанными сторонами на конец 2011 г. составлял 27 млн долл. или 8% долга). Вместе с тем, по данным PCG, строительство жилья и инфраструктуры осуществляется за счет проектного финансирования (53,2% долга), где основным партнером выступает Сбербанк.

Что касается ЛСР, то в 2013 г. группе предстоит пик погашения долга (на 30.06.2012 г. более 358 млн долл., в том числе около 259 млн долл. – это погашения облигаций), который компании пройти самостоятельно (без отвлечения денежных ресурсов из оборота), на наш взгляд, будет проблематично. То есть у ЛСР имеется потребность во внешнем рефинансировании.

График погашения долга ЛСР (на 30.06.2012 г.), млн долл.



Источник: данные ЛСР

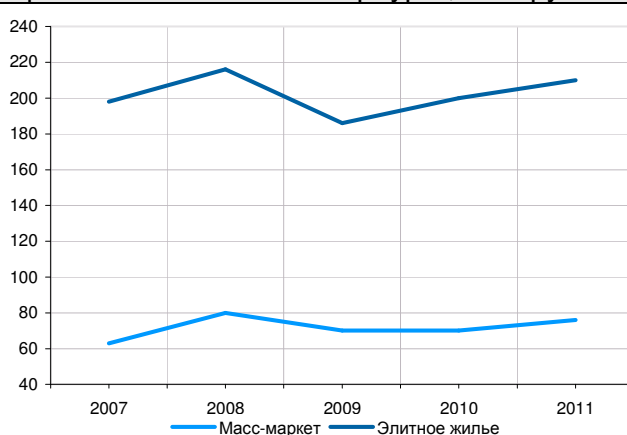
- Ситуация на рынке жилья.** В 1 пол. 2012 г. на рынке жилья наблюдалась высокая покупательская активность, что позволило ЛСР и РСГ увеличить продажи квартир во всех регионах своего присутствия. В свою очередь, динамика продаж поддерживалась доступностью ипотечного кредитования, доля которого, по оценкам строительных компаний, достигла трети реализованного жилья (в сегменте масс-маркет). Так, темп прироста ипотечного портфеля банков превысил 30%, что, на наш взгляд, указывает на перегрев этого рынка. Отметим, что цены на рынке жилья уже вплотную приблизились к докризисному уровню, но вряд ли в ближайшей перспективе смогут продолжить повышательную динамику, учитывая замедление мировой экономики, а также ужесточение денежно-кредитной политики со стороны ЦБ РФ (повышены базовые ставки), что должно «остудить» рынок ипотечного кредитования. Скорее всего, цены на жилую недвижимость в обозримой перспективе будут удерживаться на сложившихся уровнях, показывая непродолжительную смену трендов, если не произойдет ничего катастрофического в макроэкономической ситуации. В случае развития полноценной второй волны кризиса цены на жилье, скорее всего, снизятся, в том числе и из-за сворачивания банками программ ипотечного кредитования, но глубина падения цен на недвижимость вряд ли побьет рекорд 2008-2009 гг.

Цены на жилье в Москве, тыс. руб./м2



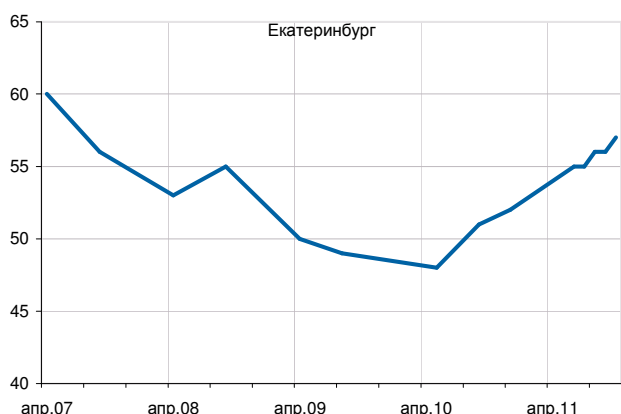
Источник: IRN

Цены на жилье в С.-Петербурге, тыс. руб./м2



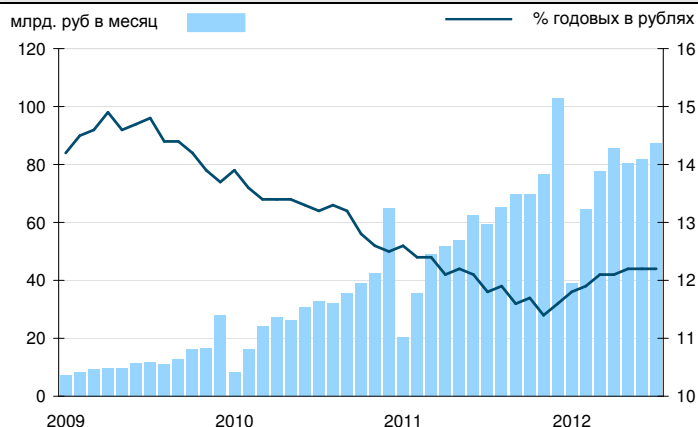
Источник: SPBRealty

Цены на жилье в Екатеринбурге, тыс. руб./м2



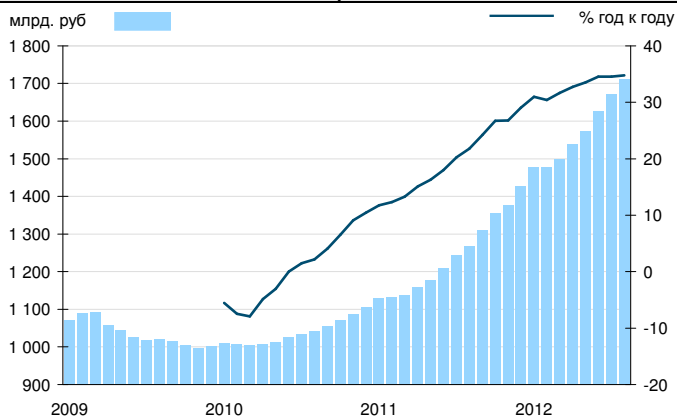
Источник: данные ЛСР

Динамика выдачи ипотечных кредитов и изменение % ставок



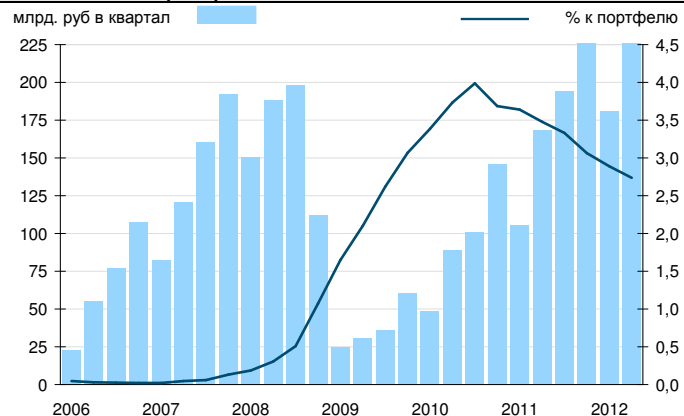
Источник: ЦБ РФ

Динамика ипотечного портфеля банков и темпы его роста



Источник: ЦБ РФ

Динамика выдачи ипотечных кредитов и уровень просроченной задолженности

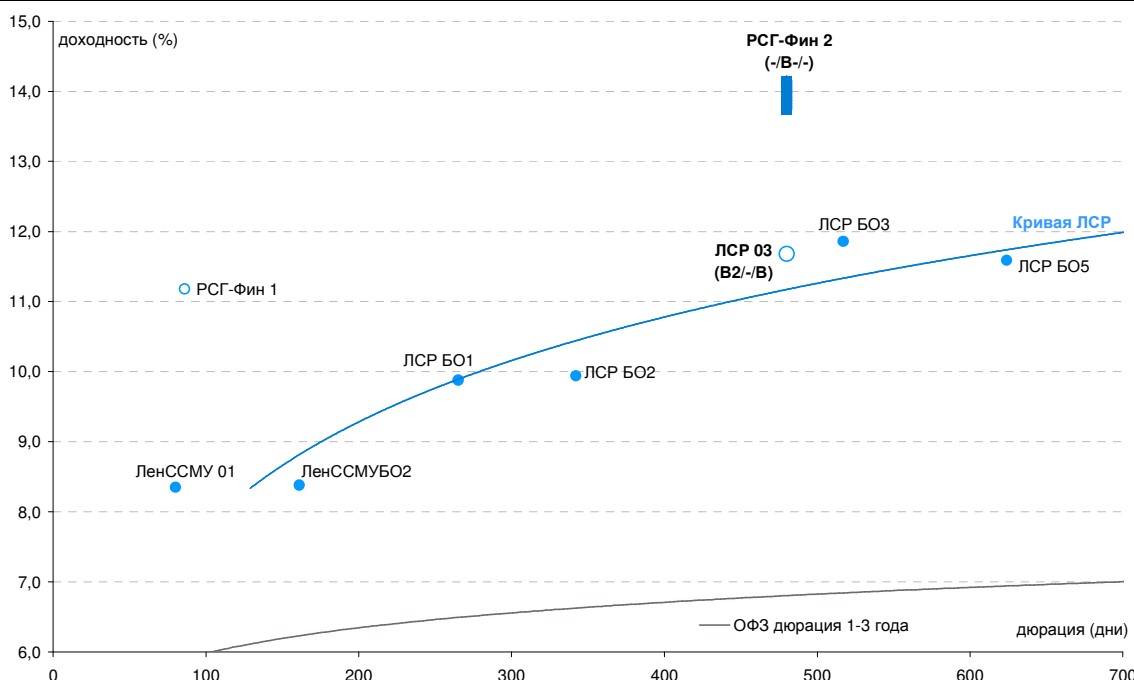


Источник: ЦБ РФ

• **Цена инвестиционной привлекательности бумаг?** В условиях неопределенности в мировой экономике инвестиции в циклические отрасли, как строительный сектор, связаны с рисками уровня выше среднего. Поэтому потенциальные покупатели облигаций должны быть готовы к ним, рассчитывая взамен на достойную компенсацию в виде премии к доходности.

Если выбирать из рассматриваемых эмитентов, мы, безусловно, предпочтение отдали бы бумагам ЛСР, чей кредитный риск ниже (при большем масштабе и лучшей диверсификации бизнеса уровень долговой нагрузки был ниже, что подтверждено более высокими рейтинговыми оценками). В то же время после довольно успешного размещения ЛСР выпуска серии 03, которое состоялось с доходностью 11,83% к оферте 1,5 года, что ниже индикатива УТР 12,11-12,64% годовых, возможность апсайда по ним на вторичном рынке заметно снизилась. Тем не менее, относительно кривой доходности ЛСР потенциал роста у этих бумаг все еще есть (до 20-25 б.п.), но на этом отрезке дюрации по доходности также интересно посмотреть другой выпуск биржевых облигаций ЛСР серии БО-03 (УТМ 11,42%/520 дн.), который уже включен в Ломбард ЦБ и список РЕПО (дисконт 25%). Покупка новых облигаций РСГ-Финанс серии 02, скорее всего, будет связана с длительным по времени горизонтом инвестирования, поскольку после выхода на вторичный рынок их ликвидность, скорее всего, будет невысокой, а воспользоваться бумагами в качестве обеспечения по сделкам РЕПО пока нет возможности (облигации серии 01 не включены в список прямого РЕПО с ЦБ). В то же время по выпуску предлагается соответствующая высокая доходность, которая призвана компенсировать все «неудобства». Таким образом, вопрос участия в размещении облигации РСГ-Финанс связан исключительно с толерантностью инвесторов к рискам – мы рекомендуем приобретать бумаги с доходностью от 14% годовых.

Доходности облигаций строительного сектора (средневзвеш.)



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.