

Пульс рынка

- **ЕС не торопится вводить новые санкции.** На внеочередном саммите в субботу лидеры ЕС не смогли договориться о новых санкциях против РФ, хотя официальные лица подтвердили их необходимость. Для выработки конкретных предложений была взята недельная пауза (при этом, если за это время произойдет дэскалация конфликта на Украине, то санкции не последуют). По словам А. Меркель, предполагается расширение второго пакета санкций (дополнение списка компаний банковского, энергетического и оборонного секторов, финансирование которых (через бонды) резидентам ЕС запрещено). СМИ сообщают и об обсуждении более жестких вариантов (в частности, отключение банков РФ от системы SWIFT, что хотя и не парализует расчеты, но сильно снизит их скорость и повысит стоимость). Против жестких санкций выступают Чехия, Словакия, Венгрия и Кипр, обеспокоенные влиянием ответных мер на свои экономики. По-видимому, назревающий в вопросе санкций раскол является следствием ответного ограничения РФ импорта ряда продовольственных товаров. По нашему мнению, ЕС и так ввел максимально возможные санкции против РФ с минимальным риском для своей экономики. Ужесточение ограничений уже может негативно сказаться на ней, что вызывает недовольство, прежде всего, экономически слабой периферии, которая может сильно пострадать. Сегодня США закрыты по случаю празднования на День Труда, как следствие, активность на финансовых рынках будет низкой.
- **Ставки денежного рынка остаются относительно низкими.** Наши ожидания, что RUONIA к концу месяца не превысит 8,5%, реализовались. В налоговый период августа максимальный спред RUONIA к ключевой ставке ЦБ составлял 40 б.п., а в предыдущие месяцы на пике налоговых выплат он мог превышать 1 п.п. Во-первых, в первой половине месяца банки получили внушительный запас средств из бюджета (по нашим оценкам, 430 млрд руб.), что, впрочем, характерно для августа. Во-вторых, перед началом налогов за счет аукциона и фиксированных операций банки на 200 млрд руб. нарастили задолженность по кредитам под залог нерыночных активов, что создало дополнительный временный запас ликвидности. Кроме того, предложение Казначейства РФ на депозитных аукционах превышало объемы, необходимые для погашения старой задолженности, что позволило банкам привлечь дополнительные средства (+180 млрд руб. с 15 августа). Но основной причиной умеренного роста ставок МБК стал избыточный спрос на валютную ликвидность со стороны крупных банков. Как мы уже упоминали, резкое сокращение валютных обязательств в июле подстегнуло потребность компенсации разрыва за счет валютных свопов, что приводит к снижению рублевой ставки по свопам, и, как следствие, сдерживает рост рублевой ставки МБК. С точки зрения факторов ликвидности в первой половине сентября фон для ставок МБК должен оставаться в целом комфортным. Несмотря на то, что поступления из бюджета в начале сентября обычно достаточно скудны, а иногда и близки к нулю, благоприятно на ликвидности должен отразиться аукцион 312-П лимитом 700 млрд руб. (9 сентября), что существенно больше объема предстоящего погашения (<450 млрд руб., по нашим оценкам), а также достаточно сбалансированная политика Казначейства РФ по предоставлению средств. Таким образом, вполне вероятно, что в первой половине месяца спред коротких ставок денежного рынка к ставке РЕПО ЦБ может сократиться вплоть до нуля, если не ниже. При этом мы не исключаем роста ставок в абсолютном выражении, если ЦБ повысит ключевую ставку на заседании 12 сентября.
- **Совкомфлот (BB+/Ba2/BB-): штормовой квартал.** Во 2 кв. 2014 г., по данным Platou, спотовые ставки аренды танкеров и продуктовозов упали на 33-48% кв./кв. после сезонного роста в начале года. Стоимость аренды на 12М также сократилась на 3-5% кв./кв. На этом фоне выручка компании от перевозки нефти упала на 36% кв./кв. до 86 млн долл., доходы от перевозки нефтепродуктов – на 8% кв./кв. до 49 млн долл. Доходы от оффшорных проектов остаются самым прибыльным и нециклическим сегментом бизнеса, (выручка по нему не изменилась - 55 млн долл.). Рентабельность по EBITDA ожидаемо сократилась с 58% до 45% во 2 кв. из-за высокой доли фиксированных издержек. После рекордного роста капзатрат в 1 кв. (196 млн долл.) на фоне новых заказов, инвестиции уменьшились до 45 млн долл. Чистый долг не изменился (5,9x LTM EBITDA). Мы не видим потенциала для сужения спреда SCFRU 17 - CHMFRU 17, учитывая высокий уровень долга.

Темы выпуска

- ТКС Банк: ужесточение выдачи кредитов приносит плоды
- ХКФ Банк: еще один убыточный квартал
- РусГидро: в ожидании сделки с Роснефтегазом
- ГПБ: валюта уходит со счетов клиентов
- ЛУКОЙЛ: Ирак принес первый миллиард
- Транснефть: прочие расходы снизили рентабельность
- АЛРОСА: прекратила продажи из запасов

ТКС Банк: ужесточение выдачи кредитов приносит плоды

Лучший результат
среди розничных
банков

ТКС Банк (-/B2/B+) опубликовал отчетность по МСФО за 2 кв. 2014 г., которая свидетельствует об ухудшении качества кредитов кв./кв., но без признаков дальнейшего развития негативной динамики, что, скорее всего, является следствием ужесточения кредитной политики (одобрение заявок сейчас находится на уровне 15%). Стоимость риска снизилась с 20,5% в 1 кв. до 18,7%, при этом чистая процентная маржа, напротив, выросла на 1,8 п.п. до 34,6%. Операционные издержки сократились на 11,5% до 2,2 млрд руб. (главным образом, из-за меньших расходов на рекламу для привлечения новых клиентов). Показатель CIR, по нашим оценкам, составил всего 27%, один из самых низких среди банков РФ. В результате чистая прибыль выросла почти в 4 раза кв./кв. до 1,3 млрд руб., что соответствует возврату на капитал 24% (против 7% в 1 кв., но значительно меньше 41% в 4 кв.). Повышение прибыльности в условиях умеренного роста кредитов (+4% до 91,3 млрд руб., снижение RWA обусловлено выбытием кредитов с высокой процентной ставкой) привело к увеличению достаточности капитала (по показателю H1.0 - на 1,2 п.п. до 19,5%). Отметим, что на 1 августа H1.0 снизился до 17%, но все еще остается на высоком уровне.

Ключевые финансовые показатели ТКС Банка

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2014	31 марта 2014	изм.
Активы	94,9	101,2	-6%
Кредиты клиентам до вычета резервов	91,3	87,5	+4%
NPL/Кредитный портфель	12,4%	8,9%	+3,5 п.п.
Депозиты клиентов	33,1	34,9	-5%
Собственный капитал	22,2	20,9	+6%
Коэффициент общей достаточности капитала	26,5%	22,3%	+4%
ROE	24,1%	7,0%	+17,1 п.п.

В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2014	1 кв. 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	7,8	7,4	+5%
Чистая прибыль	1,3	0,4	+3,2x
Чистая процентная маржа	34,6%	32,8%	+1,8 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Смещение в сегмент
микрокредитования в
ответ на ухудшение
качества заемщиков

Некоторое замедление кредитования (+4% против +4,9% в 1 кв.) стало следствием ужесточения процедуры одобрения заявок в условиях ухудшения качества (о чем свидетельствует, в том числе, продолжившийся рост объема реструктурированных кредитов на 34% до 4,3 млрд руб.). Помимо снижения уровня одобрения заявок, банк сократил и лимиты по новым кредитным картам: весь рост числа кредитных карт произошел в сегменте лимитов до 10 тыс. руб. (на 122 тыс. карт до 606 тыс. карт).

Без признаков
дальнейшего
ухудшения качества

Как мы и ожидали, качество кредитов продолжило ухудшаться, но остается все еще на вполне комфортном уровне: показатель NPL 90+ (без учета кредитов, по которым ведутся судебные иски) во 2 кв. вырос на 54% до 8 млрд руб., что составляет 8,8% портфеля (против 5,9% в 1 кв.). Также заметный рост продемонстрировал и объем кредитам, по которым ведутся судебные иски, на 31% до 3,34%. Общий объем проблемных кредитов составил 11,3 млрд руб. или 12,4% всего портфеля. Отметим, что во 2 кв. списания/продажи кредитов не производились. Резервы формируются в размере 18,2%, покрывая на 147% показатель NPL 90+, что является консервативным уровнем. Судя по небольшому снижению NPL 1-90 дней на 5% до 8 млрд руб. (8,8% портфеля), в 3 кв. ухудшения кредитного качества не должно произойти.

Избыток ликвидности
исчез

Во 2 кв. наблюдался отток средств и счетов клиентов (1 млрд руб.), и по оптовым источникам фондирования (ценные бумаги в обращении сократились на 7 млрд руб. за счет погашения выпуска евробондов). Это привело к сокращению рублевых ликвидных активов (денежных средств и их эквивалентов) на 7,75 млрд руб. до 9,8 млрд руб., а также потребовало привлечение финансирования от ЦБ РФ (на 1 млрд руб. до 2,1 млрд руб.). Кстати говоря, снижение доли ликвидных активов на балансе и вызвало увеличение чистой процентной маржи.

Мы считаем бумаги АКВНС 18 (YTM 12,8%) интересными среди субординированных выпусков банков за пределами 1-го эшелона без условия loss-absorption.

ХКФ Банк: еще один убыточный квартал

Стоимость риска по-прежнему выше процентной маржи

ХКФ Банк (-/Ba3/BB) опубликовал финансовые результаты за 2 кв. 2014 г., которые произвели на нас умеренно негативное впечатление. Банку не удалось избежать убытка (он составил 747 млн руб., заметно сократившись в сравнении с 3,3 млрд руб. в 1 кв.). Снижение объема кредитования ускорилось кв./кв. с 3,7% до 5,7%, что отражает ужесточение процедуры одобрения заявок в ответ на ухудшение качества заемщиков. Сокращение отчислений в резервы (стоимость риска составила 20,4%, против 23,6% в 1 кв.) привело к снижению их покрытия показателя NPL 90+ со 119% до 107%. Резервы продолжают "съедать" всю чистую процентную прибыль (увеличение доли ликвидных активов на балансе, а также повышение ставок ЦБ РФ негативно сказались на чистой процентной марже, которая уменьшилась на 1,3 п.п. до 18,4%). Ухудшение качества потребительских кредитов продолжилось как в целом по системе, так и по портфелю банка: показатель NPL 90+ вырос на 2,3 п.п. до 16,1%.

Запас капитала находится на высоком уровне

Благодаря относительно быстрому снижению кредитного портфеля достаточность капитала 1-го уровня восстановилась до 16,1% (+100 б.п.) Банк имеет высокий запас капитала: на основе РСБУ показатель достаточности основного капитала составил 9,39% на 1 августа 2014 г. при минимально допустимых 5,5%. По нашим оценкам, этого запаса достаточно, чтобы абсорбировать появление новых проблемных кредитов в размере 30% портфеля.

Ключевые финансовые показатели ХКФ Банка

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2014	31 марта 2014	изм.
Активы, в т.ч.	332 500	341 972	-3%
Кредиты клиентам до резервов	301 444	319 583	-6%
NPL 90+/Кредитный портфель	16,1%	13,8%	+2,3 п.п.
Выпущенные долговые бумаги*	39 397	49 695	-21%
Депозиты клиентов	196 491	184 621	+6%
Собственный капитал	49 396	51 737	-5%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	23,7%	22,1%	+1,6 п.п.
ROAA	-2,3%	-3,7%	+1,4 п.п.
В млн руб., если не указано иное	2 кв. 2014	1 кв. 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	12 525	14 590	-14%
Чистый комиссионный доход	4 644	4 349	+7%
Операционные доходы	17 431	19 055	-9%
Расходы/доходы	38,1%	35,4%	+2,7 п.п.
Чистый убыток	-747	-3 271	-77%
Чистая процентная маржа	18,4%*	19,7%	-1,3 п.п.

* включая субординированные бонды

* за 1П 2014 г.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Кредитный портфель сокращается...

В структуре портфеля спад кредитования произошел как в сегменте кредитов наличными, так и в POS-кредитовании - на 12,7 млрд руб. и 8,5 млрд руб. до 191,3 млрд руб. и 58,5 млрд руб., соответственно. В кредитных картах и ипотеке наблюдалась стагнация. Замедление является следствием как ужесточения процедуры выдачи кредитов в ответ на ухудшение их качества, так и невысоким спросом на новые кредиты.

...улучшения качества пока не наблюдается

Показатель NPL 90+ в абсолютном выражении в 2 кв. 2014 г. увеличился на 4,4 млрд руб. до 48,5 млрд руб, объем списанных кредитов составил 12,4 млрд руб. (на 22% выше, чем в 1 кв.), из них большая часть пришлась на кредиты наличными. Банк продолжил повышать норму резервирования - на 0,9 п.п. до 17,3%, однако, покрытие резервами NPL 90+ снизилось. Во 2 кв. банк продал связанной стороне работающие кредиты в размере 7,5 млрд руб. с небольшой прибылью. По РСБУ в июле просроченная задолженность продолжила рост, что не позволяет рассчитывать на заметное восстановление качества кредитов в 3 кв.

Ухудшение качества потребкредитов является общей тенденцией для банков РФ, что обусловлено насыщением рынка на фоне вялого экономического роста. При этом, динамика показателя по кредитам, выданным в 2013 г., заметно лучше, чем по кредитам, которые были выданы в 2011-2012 гг. В целом с резким ухудшением качества кредитов банк уже сталкивался в 2009 г., собственный капитал и поддержка со стороны акционеров вместе позволили покрыть проблемные кредиты, достигшие 30% портфеля, однако, тогда ситуация была несколько проще из-за более мягкого регулирования со стороны ЦБ РФ (сейчас коэффициенты риска увеличиваются вместе с процентной ставкой по кредитам).

Избыток ликвидности на балансе

В отличие от предыдущего квартала на счета клиентов (большая часть - депозиты физлиц) наблюдался приток средств (+12 млрд руб.), который позволил компенсировать погашение рублевых облигаций на сумму 8 млрд руб., а также частично задолженность по МБК (-7,7 млрд руб.). В целом высвобождение средств из кредитного портфеля (17,8 млрд руб.) привело к увеличению денежных средств и их эквивалентов (+7,7 млрд руб.). Риски рефинансирования незначительны: 67% всего кредитного портфеля имеет срок до погашения 12 месяцев (~22 млрд руб. в месяц), что на 96% покрывает все клиентские средства. Менеджмента банка не планирует до конца года размещать долговые ценные бумаги.

Торговых идей в облигациях эмитента нет

На рынке рублевых облигаций выпуски эмитента имеют низкую торговую ликвидность, их котировки не отражают новую реальность (так, годовой выпуск ХКФ Банк-7 котируется с YTM 10,2%, то есть почти без премии к выпускам 1-го эшелона). Среди бондов розничных банков мы отдаем предпочтение выпускам ТКС (АКВНС 15, 18), которые предлагают относительно высокую доходность в сравнении с умеренными кредитными рисками. Бонд HCFB 21 выглядит дорого, предлагая премию всего 50 б.п. к более короткому "суборду" HCFB 20 старого образца.

РусГидро: в ожидании сделки с Роснефтегазом

В пятницу РусГидро (BB+/Ba1/BB+) опубликовала результаты за 2 кв. 2014 г., оказавшиеся на уровне 2 кв. 2013 г. и несколько выше прогнозов аналитиков (выручка: +2,4% г./г., EBITDA: +1,3% г./г.). Чистый долг/EBITDA немного повысилась - до 1,5х.

Ключевые финансовые показатели РусГидро

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2014	2 кв. 2013	изм.
Выручка	76,2	74,4	+2%
Скоррект. EBITDA	15,9	15,7	+1%
Рентабельность EBITDA	20,9%	21,1%	-0,2 п.п.
Скоррект. Чистая прибыль	8,5	8,5	-
Чистая рентабельность	11,1%	11,4%	-0,3 п.п.
Операционный поток	8,6	13,7	-37%
Инвестиционный поток	-17,3	-11,1	+56%
Свободный денежный поток	-9,0	-1,3	-
в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2014	31 марта 2014	изм.
Совокупный долг*, в т.ч.	164,5	157,0	+5%
Краткосрочный долг	28,5	23,3	+23%
Долгосрочный долг	136,0	133,8	+2%
Чистый долг*	121,9	110,1	+11%
Чистый долг/EBITDA**	1,50х	1,43х	

*без учета гарантий БЭМО

**без учета целевых средств, предназначенных для реализации инвестпрограммы на Дальнем Востоке

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Высокие цены в Европейской части России (+17,2% г./г. во 2 кв. 2014), а также частичная либерализация цен на мощность ГЭС в Сибири и увеличение получаемой арендной платы за плотины Иркутскэнерго позволили компенсировать слабые операционные результаты (выработка ГЭС в Европейской части России и Сибири снизилась на 15,7% г./г. во 2 кв. 2014 г.), вызванные низким уровнем водности. Отметим, что низкая водность и, как следствие, низкая выработка электроэнергии на ГЭС, как правило, вызывает рост цен на оптовом рынке, так как необходимо загружать существенно более дорогие тепловые электростанции. По итогам 2014 г. компания ожидает снижения выработки на 8-10%, что может привести к сохранению показателя EBITDA на уровне предыдущего года или чуть ниже.

Мы по-прежнему полагаем, что инвестиционная программа РусГидро является наиболее чувствительным фактором для ее кредитного профиля. Так, компания снизила плановый объем капложений на 2014 г на 10% до 81,9 млрд руб. без НДС (все еще выше наших ожиданий в 72 млрд. руб.) и пока находится в процессе согласования долгосрочной инвестпрограммы в Правительстве. За 1П 2014 г. капитальные вложения составили 28,1 млрд руб. (+19% г./г.). Планировавшееся ранее на сентябрь размещение доэмиссии и продажа казначейского пакета акций компании Роснефтегазу были отложены (на октябрь-ноябрь 2014 г.) из-за изменения параметров сделки. Напомним, РусГидро осуществила обмен блокпакета акций Красноярской ГЭС Евросибэнерго на свои акции, что должно привести к росту доли казначейских бумаг, продаваемых Роснефтегазу, и, соответственно, снижению доли новых акций в сделке.

Рублевый евробонд HYDRRM 15 котируется с YTM 10,5% (=ОФЗ + 100 б.п.), что выглядит дорогим и не соответствует даже бумагам 1-го эшелона.

ГПБ: валюта уходит со счетов клиентов

Меньшие отчисления в резервы, а также переоценка ценных бумаг позволили выйти в плюс

Газпромбанк (BBB-/Baa3/BBB-), третий крупнейший российский банк, представил нейтральные финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2014 г. Несмотря на снижение кв./кв. чистого процентного дохода до резервов, уменьшение отчислений в резервы (с 11,7 до 9,8 млрд руб.), а также прибыль в 2,7 млрд руб. (против убытка в 5 млрд руб. в 1 кв.) по торговому портфелю и двукратный рост прибыли по небанковскому бизнесу (2,4 млрд руб.) при сокращении непроцентных расходов (на 2,6 млрд руб., или 16,7% кв./кв., в основном из-за снижения резервов) позволили банку компенсировать убыток 1 кв. Чистая прибыль за 2 кв. 2014 г. составила 6,3 млрд руб. (против убытка 3,7 млрд руб.), что соответствует ROAE на уровне 6,3% (замечено ниже, чем у Сбербанка - 20%). Из-за снижения кредитного портфеля, достаточность капитала 1-го уровня по Базель 2 подросла с 8,9% до 9%. Снижение субординированной задолженности в составе капитала 2-го уровня (на 6,2 млрд руб.) оказало давление на общую достаточность капитала (-0,1 п.п. до 12,5%). Показатель Н1.0 не изменился кв./кв. (11,5%), а на 1 августа немного снизился до 11,4%. Усилить капитал (по нашим оценкам, около 0,6 п.п.) может обсуждаемая в настоящий момент конвертация субординированного долга (39,9 млрд руб.), предоставленного в 2009 г. ВЭБом, в капитал 1-го уровня, по аналогии с уже одобренной схемой докапитализации ВТБ и РСХБ.

Ключевые финансовые показатели ГПБ

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2014	31 марта 2014	изм.
Активы	3 811,3	3 915,6	-3%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	2 515,3	2 553,9	-1%
розничные	305,3	294,8	+4%
корпоративные	2 210,0	2 259,1	-2%
NPL (90+)/Кредитный портфель	1,2%	1,1%	+0,1 п.п.
Депозиты и текущие счета клиентов	2 290,3	2 308,8	-1%
Собственный капитал	398,9	400,7	-0%
Коэффициент достаточности капитала (ЦБ, Н1.0)	11,5%	11,5%	-
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель 2)	12,5%	12,6%	-0,1 п.п.

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2014	1 кв. 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	22,2	25,1	-12%
Чистый комиссионный доход	2,7	2,4	+12%
Чистая прибыль	6,3	-3,7	n/a
Чистая процентная маржа	3,2%*	3,4%	-0,2 п.п.

*за 1П 2014 г.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Корпоративное кредитование перестало расти

Во 2 кв. 2014 г. общий кредитный портфель банка сократился на 1,5% вследствие негативной динамики корпоративных кредитов (-2%, при росте сегмента в целом по банковской системе на 2%), а именно специализированного финансирования (проектное финансирование, финансирование приобретений и пр.). Розничный бизнес банка продемонстрировал среднерыночную динамику (+4%). Доля валютных кредитов в общем портфеле немного снизилась (с более 38% до 36,5%). Из кредитов, заложенных для получения рефинансирования у ЦБ, было высвобождено 15 млрд руб. до 337 млрд руб.

NPL 90+ сократился из-за списаний

Как мы и ожидали, качество кредитного портфеля немного ухудшилось (в отчетности 1 кв. вырос размер ранней просрочки - от 1 до 90 дней): NPL 90+ увеличился на 0,1 п.п. до 1,2%, что, тем не менее, является очень низким уровнем. Ухудшение произошло в корпоративном сегменте (NPL 90+ вырос с 0,7% до 0,9%) при улучшении в рознице (NPL 90+ сократился 2,2% до 1,9%). Однако мы обращаем внимание на значительный объем списаний во 2 кв. (7,5 млрд руб. против 0,7 млрд руб.). Учитывая дальнейшее увеличение объема кредитов без просрочки, но с признаками обесценения (+84% до 238 млрд руб.), скорее всего, ухудшение качества кредитного портфеля продолжится и в 3 кв. Объем кредитов, выданных юрлицам, ведущим бизнес на Украине, составляет 150 млрд руб. (86 млрд руб., по данным менеджмента, структурировано как кредитный риск на Газпром). Мы по-прежнему полагаем, что более чем трехкратное покрытие NPL 90+ резервами не выглядит избыточным. В связи с меньшим темпом резервирования во 2 кв. 2014 г. стоимость риска снизилась с 1,6% до 1,5%.

Признаков улучшения качества кредитов не наблюдается

Торговый портфель ценных бумаг немного уменьшился (на 6 млрд руб. до 215 млрд руб.), при этом из-под залога было высвобождено порядка 42 млрд руб. Также было полностью снято обременение залогом с инвестиционного портфеля (123 млрд руб.).

Приток рублевых средств и отток валютных

Высвобождение активов из-под залога стало возможным благодаря значительному притоку рублевых средств на счета клиентов (+180 млрд руб.) и снижению кредитного портфеля, что также позволило сократить задолженность перед ЦБ РФ (на 72 млрд руб. до 247 млрд руб.). Тем не менее, основной приток клиентских средств был обеспечен размещением депозитов Минфина/Казначейства (с 400 млн руб. до 49,5 млрд руб.). В целом за квартал по причине снижения остатков на валютных счетах общий отток средств клиентов составил 18 млрд руб. Задолженность Группы Газпром сократилась на 36 млрд руб., ее доля в клиентских средствах уменьшилась с 22% до 20%.

Отток средств в валюте опередил снижение валютных активов (в основном сократились остатки денежных средств и средства в банках). В результате у банка на балансе возникла значительная длинная позиция по долларам (в рублевом эквиваленте 85 млрд руб.), что даст прибыль в 3 кв. (учитывая ослабление рубля).

В настоящий момент мы считаем более привлекательным старый "суборд" ALFARU 19, который предлагает премию 100 б.п. к GPBRU 19 (@7,25%).

ЛУКОЙЛ: Ирак принес первый миллиард

ЛУКОЙЛ получил 1,18 млрд долл. с проекта в Ираке

В пятницу ЛУКОЙЛ (BBB-/Baa2/BBB) опубликовал сильные финансовые результаты за 2 кв. 2014 г. в основном за счет дополнительных доходов в размере 1,18 млрд долл. от реализации компенсационной нефти с проекта Западная Курна - 2. Показатель EBITDA вырос на 18% кв./кв. до 5,4 млрд долл, что позволило существенно сократить долговую нагрузку в отношениях Чистый Долг/EBITDA с 0,54х до 0,48х. При этом общий долг сократился лишь на 4% кв./кв. до 11,65 млрд долл. Мы ожидаем падение свободного денежного потока и увеличения долговой нагрузки компании, так как ЛУКОЙЛ находится на пике инвестиционного цикла и одновременно продолжает увеличивать дивидендные выплаты.

Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2014	1 кв. 2014	изм.	1П 2014	1П 2013	изм.
Выручка	38 205	35 681	+7%	73 886	68 823	+7%
EBITDA	5 393	4 582	+18%	9 975	9 037	+10%
Рентабельность по EBITDA	14,1%	12,8%	+1,3 п.п.	13,5%	13,1%	+0,4 п.п.
Чистая прибыль	2 389	1 733	+38%	4 122	4 685	-12%
Чистая рентабельность	6,3%	4,9%	+1,4 п.п.	5,6%	6,8%	-1,2 п.п.
Операционный поток	4 270	3 292	+30%	7 562	7 678	-2%
Капитальные вложения	-4 102	-3 113	+32%	-7 215	-7 609	-5%
Свободный денежный поток	168	179	-6%	347	69	+403%

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2014	31 марта 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	11 645	12 178	-4%
Краткосрочный долг	2 774	1 321	+110%
Долгосрочный долг	8 871	10 857	-18%
Чистый долг	9 094	9 625	-6%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,48х	0,54х	

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Добыча выросла на 7,4% за счет проекта в Ираке

За 2 кв. 2014 г. ЛУКОЙЛу удалось увеличить консолидированную добычу нефти на 7,4% кв./кв. до 1,91 млн барр./сутки в основном благодаря компенсационной нефти с проекта Западная Курна-2 в Ираке (по контракту инвестиционные расходы ЛУКОЙЛа компенсируются за счет нефти, добываемой на проекте). При этом добыча нефти в России сократилась на 0,5% кв./кв. до 1,71 млн барр./сутки, что связано со снижением показателей на зрелых месторождениях в Западной Сибири, где добыча упала на 0,9% кв./кв. до 0,94 млн барр./сутки. В условиях благоприятной рыночной конъюнктуры ЛУКОЙЛ увеличил производство нефтепродуктов на 3,9% кв./кв. до 16,17 млн тонн, а объем их реализации вырос на 3,1% кв./кв. до 29 млн тонн.

Доход с проекта в Ираке составил почти 1,2 млрд долл.

Сильные операционные результаты и рост цен на продукцию позволили компании нарастить выручку на 7% кв./кв. до 38,2 млрд долл. Доходы от реализации продукции переработки выросли на 6% кв./кв. до 26,5 млрд долл., от продажи сырой нефти (без учета проекта в Ираке) - на 2% кв./кв. до 8,64 млрд долл. При этом выручка от реализации компенсационной нефти по проекту Западная Курна-2 составила почти 1,18 млрд долл.

Ирак увеличил рентабельность

Во 2 кв. рентабельность ЛУКОЙЛа значительно увеличилась с 12,8% в 1 кв. до 14,1% в основном из-за дополнительных доходов от продажи нефти с проекта в Ираке. Но стоит отметить, что во 2 кв. увеличилась и рентабельность экспорта сырой нефти из России. Так, цена на нефть марки Urals выросла на 0,5% кв./кв., а экспортная пошлина сократилась на 2% кв./кв. Таким образом, чистая экспортная цена сырой нефти выросла на 3 кв./кв. до 55 долл./барр. Мы полагаем, что во 2П 2014 г. рентабельность компании будет также поддержана доходами с проекта в Ираке. Менеджмент полагает, что затраты на разработку первого этапа проекта Западная Курна-2 (около 4 млрд долл.) будут уже полностью компенсированы в 2015 г., а в 2014 г. денежный поток с проекта может превысить 2 млрд долл.

ЛУКОЙЛу может потребоваться финансирование инвестиционной программы

Капитальные вложения (с учетом затрат на приобретение лицензий) выросли на 30% кв./кв. почти до 4,3 млрд долл., что связано в основном с увеличением расходов на разработку месторождений как в России (+25% до 2,47 млрд долл.), так и за рубежом (+30% кв./кв. до 978 млн долл.). Инвестиции в проект Западная Курна-2 составили 425 млн долл. во 2 кв. и 801 млн долл. в 1П 2014 г. Напомним, менеджмент прогнозировал объем инвестиции в проект в 2014 г. на уровне прошлого года - около 2 млрд долл. Мы полагаем, что стоит ожидать опережающего роста капвложений в последующие кварталы. Несмотря на существенный рост инвестиций ЛУКОЙЛу удалось сгенерировать положительный денежный поток в размере 168 млн долл. (-6% кв./кв.). Напомним, ранее менеджмент оценивал, что пик инвестиций придется на 2014 г. (20 млрд долл., но возможно их снижение до 18 млрд долл.) с последующим их сокращением в 2015-2016 гг. Мы полагаем, что ЛУКОЙЛ не сможет покрыть обширную инвестиционную программу 2014 г. только за счет собственных средств.

Длинные еврооблигации ЛУКОЙЛа выглядят дороговато относительно бумаг Роснефти. Мы рекомендуем покупать среднесрочные TMENRU 17 (YTM 5,3%), которые несут премию 135 б.п. к LUKOIL 17.

Транснефть: прочие расходы снизили рентабельность

Свободный денежный поток упал в отрицательную зону

В пятницу Транснефть (BBB-/Baa1/-) опубликовала финансовые результаты по МСФО по итогам 2 кв. 2014 г., которые мы оцениваем нейтрально. EBITDA сократилась на 6% кв./кв. до 86,2 млрд руб. из-за роста прочих расходов. Долговая нагрузка в терминах Чистый Долг/EBITDA увеличилась с 1,26х до 1,36х, т.к. компании не удалось сгенерировать положительный свободный денежный поток. Тем не менее, мы по-прежнему считаем, что компания не нуждается в дополнительном финансировании и не планирует привлекать новый долг до 2017 г. Однако к 2020 г., по прогнозам менеджмента, общий долг вырастет на 9% до 600 млрд руб.

Ключевые финансовые показатели Транснефти

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2014	1 кв. 2014	изм.	1П 2014	1П 2013	изм.
Выручка	189 799	188 114	+1%	377 913	369 369	+2%
EBITDA	86 242	92 046	-6%	178 288	179 664	-1%
Рентабельность по EBITDA	45,4%	48,9%	-3,5 п.п.	47,2%	48,6%	-1,5 п.п.
Рентабельность по EBITDA*	57,8%	62,6%	-4,8 п.п.	60,2%	60,6%	-0,4 п.п.
Чистая прибыль	51 341	40 637	+26%	91 978	89 384	+3%
Чистая рентабельность	27,1%	21,6%	+5,4 п.п.	24,3%	24,2%	+0,1 п.п.
Операционный поток	21 678	100 325	-78%	122 003	176 209	-31%
Капвложения	67 436	60 153	+12%	127 589	87 600	+46%
Свободный денежный поток	-45 758	40 172		-5 586	88 609	

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2014	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	548 497	573 117	-4%
Краткосрочный долг	101 167	62 875	+61%
Долгосрочный долг	447 330	510 242	-12%
Чистый долг	478 524	439 587	+9%
Чистый долг/EBITDA LTM**	1,36х	1,26х	-

*без учета операций по реализации сырой нефти в Китай

**EBITDA за последние 12 месяцев по оценкам Райффайзенбанка

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Тарифы на прокачку нефтепродуктов увеличены с 1 сентября

Во 2 кв. тарифы Транснефти остались на прежнем уровне, последняя индексация была в ноябре 2012 г. (+5,5%). Ранее ожидалось, что они будут полностью заморожены в 2014 г. Но в августе компания объявила о повышении тарифов на транспортировку нефтепродуктов на ряде направлений с 1 сентября 2014 г. Рост связан с увеличением тарифов на аналогичные услуги РЖД. Во 2 кв. сдача продуктов грузополучателям возросла на 1% кв./кв. до 127,5 млн тонн. В результате выручка также увеличилась на 1 кв./кв. до 189,8 млрд руб. Мы полагаем, что в 2014 - 2017 гг. рост выручки будет несколько отставать от динамики тарифов монополии, так как наблюдается перераспределение потоков нефти в пользу внутреннего рынка (из-за программы модернизации НПЗ в РФ), где тарифы ниже экспортного направления. Из-за заморозки тарифов на прокачку нефти не стоит ждать существенного роста доходов Транснефти в 2014 г. В дальнейшем (до 2020 г.) тарифы на прокачку нефти будут увеличиваться темпами ниже инфляции (максимум 90% от уровня инфляции), поэтому рассчитывать на увеличение рентабельности вряд ли возможно, даже несмотря на программу оптимизации расходов.

Падение рентабельности на фоне роста прочих расходов

Рентабельность по EBITDA (без учета операций по реализации сырой нефти в Китай) сократилась с 62,6% до 57,8%. Причиной стал существенный рост прочих операционных расходов (+2,3х кв./кв.) и увеличение затрат (+78% кв./кв.) на услуги по ремонту и поддержанию надлежащего технического состояния трубопроводной сети. Вероятно, во 2П 2014 г. стоит ожидать сокращения прочих расходов, что должно поддержать рентабельность компании. Дополнительную небольшую поддержку должен оказать рост тарифов на транспортировку нефтепродуктов.

Отрицательный свободный денежный поток составил 45,8 млрд руб.

Во 2 кв. операционный денежный поток резко сократился (-78% кв./кв.) до 21,7 млрд руб., так как в 1 кв. Транснефть получила 40 млрд руб. по возврату НДС и прочих налогов. Операционный денежный поток до изменений в рабочем капитале снизился лишь на 6% кв./кв. до 85,8 млрд руб. Капитальные вложения возросли на 12% кв./кв. до 67,4 млрд руб. В результате свободный денежный поток стал отрицательным (-45,8 млрд руб.). Напомним, Транснефть приняла новую инвестиционную программу до 2020 г., которая включает ускоренное расширение ВСТО до 80 млн тонн в год. Компания планирует потратить в 2014-2020 гг. 633 млрд руб. на новые проекты, а на реконструкцию будет израсходовано 1 358 млрд руб. В 2014 г. компания намерена увеличить инвестиционную программу до 372,6 млрд руб. (+67% г./г.).

Лучшей альтернативой бондам TNEFT 18 (YTM 4,57%) является выпуск TMENRU 18 (5,86%), который несет завышенную премию, однако, она, скорее всего, не сократится, пока тема украинского конфликта не отойдет на второй план. Рублевые облигации Транснефти имеют низкую торговую ликвидность.

АЛРОСА: прекратила продажи из запасов

**АЛРОСА
опубликовала
нейтральные
результаты за 2 кв.
2014 г.**

АЛРОСА (BB-/Ba3/BB) опубликовала нейтральные результаты за 2 кв. 2014 г. после сильного роста в 1 кв. 2014 г., обеспеченного реализацией запасов алмазов. АЛРОСА планирует продать 38 млн карат алмазов (исходя из продаж за 1П 2014 г. в размере 21,1 млн карат, примерно по 8,5 млн карат в 3 и 4 кварталах, что вполне реалистично, на наш взгляд, благодаря хорошей конъюнктуре на мировом рынке и умеренному росту цен).

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2014	1 кв. 2014	изм.
Общая выручка	47 939	56 291	-15%
EBITDA	21 267	26 022	-18%
Рентабельность по EBITDA	44,4%	46,2%	-1,8 п.п.
Чистая прибыль	17 134	5 983	+2,9х
Операционный поток	7 162	28 425	-75%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-4 406	-7 426	-41%
Капвложения	-6 689	-8 338	-20%
Финансовый поток	11 106	-13 912	-
в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2014	1 кв. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	144 082	136 931	+5%
Краткосрочный долг	28 489	49 079	-42%
Долгосрочный долг	115 593	87 852	+32%
Чистый долг	112 676	120 788	-7%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,4х	1,5х	-

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Прекращение
продажи запасов
привело к
сокращению выручки...**

Выручка АЛРОСА сократилась на 15% кв./кв. до 47,9 млрд руб. на фоне падения продаж алмазов на 16% кв./кв. до 43,0 млрд руб., в то время как прочая выручка выросла на 3% кв./кв. до 4,9 млрд руб. за счет увеличения доходов от транспортировки. Продажи алмазов снизились из-за прекращения отгрузок алмазов из запасов, как и обещала компания (против продажи почти 5 млн карат запасов в 1 кв. 2014 г.). В результате продажи упали на 34% кв./кв. до 8,4 млн карат, причем падение произошло как в сегменте алмазов ювелирного качества (-36% кв./кв. до 6,1 млн карат), так и в сегменте технических алмазов (-28% кв./кв. до 2,3 млн карат).

**... и росту средней
цены реализации за
счет роста каратности
проданных алмазов**

С другой стороны, напомним, что средняя цена реализации алмазов ювелирного качества в прошлом квартале сократилась на 19% кв./кв., несмотря на рост ценовых индикаторов из-за ухудшения среднего каратности проданных алмазов. Во 2 кв. ситуация изменилась, и средняя цена реализации алмазов ювелирного качества вернулась к "нормальному" уровню, увеличившись на 29% кв./кв. до 200 долл. за карат, что является максимальным уровнем с 3 кв. 2012 г.

**Маржа упала
незначительно**

EBITDA сократилась на 18% кв./кв. до 21,3 млрд руб. за счет роста общих и административных расходов на 49% кв./кв. до 3 млрд руб. и прочих затрат на 8% кв./кв. до 4,6 млрд руб., что было частично нивелировано падением себестоимости на 20% кв./кв. до 22,2 млрд руб. В результате рентабельность по EBITDA упала незначительно с 46,2% до 44,4%.

**Денежный поток
сезонно сократился**

Чистый операционный денежный поток упал на 75% кв./кв. до 7,2 млрд руб. за счет сокращения маржинальности и сезонного роста оборотного капитала. Однако его хватило для покрытия капзатрат, которые упали на 20% кв./кв. до 6,7 млрд руб. Долговая нагрузка изменилась незначительно и составила 1,4х в терминах "Чистый долг/LTM EBITDA".

Бонды ALROSA 20 (YTM 6,7%) выглядят дорого, котируясь с премией к выпуску PGILLN 20 с инвестиционным рейтингом всего 20-25 б.п.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика июня: у населения «пропал аппетит»

Промышленность в июне: «маски» сняты

Новый официальный макропрогноз: рост «вопреки»

Валютный рынок

ЦБ продолжает повышать гибкость курса

Монетарная политика ЦБ

Решение по ставкам ЦБ: эффект внезапности

Долговая политика

Минфин в два раза урезал план по заимствованиям на внутреннем рынке

Рынок облигаций

ОФЗ дороги даже при инфляции 6% за 2014 г.

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

Платежный баланс

Торговый баланс: импортная поддержка

Отток капитала — худшее позади

Инфляция

Снижение инфляции не оправдывает ожиданий

Инфляция «болеет» вместе со свиньями

Ликвидность

Годовой аукцион 312-П принесет в банковскую систему 200 млрд руб.; позитивно для ставок

ЦБ увеличивает потенциал кредитов по 312-П

ЦБ снижает дисконты по залогам

Новая схема фондирования от ЦБ РФ: адресное решение проблем с ликвидностью

Бюджет

Слабый рубль и высокая цена на нефть принесут бюджету незапланированные 760 млрд руб. в 2014 г.

Минфин ограничивает "аппетиты" МЭР

Банковский сектор

Валюта и рубли уходят со счетов корпоративных клиентов

Чистый спрос населения на валюту в мае вновь усилился

Запас капитала банков РФ позволяет абсорбировать возможный убыток по украинским активам

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
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шопедько		(+7 495) 221 9857
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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 Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться [здесь](#).

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
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Илья Жила		(+7 495) 221 9843
Карина Клебенкова		(+7 495) 721-9983

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шопедько		(+7 495) 221 9857
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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 Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться [здесь](#).