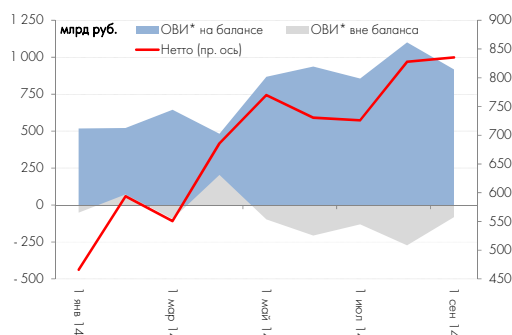


Пульс рынка

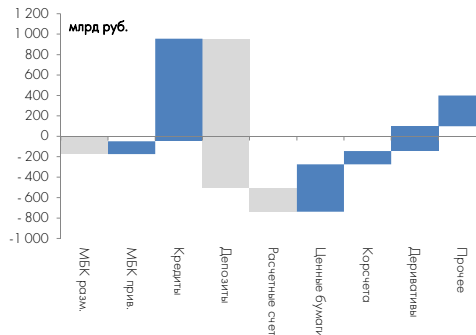
- ОФЗ не устояли перед стабильным ослаблением рубля.** Длинные выпуски подешевели на 1 п.п., а доходности вплотную приблизились к отметке YTM 10%, которая будет преодолена, по нашему мнению, уже в ближайшее время, учитывая ослабление рубля и снижение цен на нефть. Вчера фьючерс на Brent упал до 85 долл./барр. после выхода отчета IEA, в котором сокращен прогноз по мировому спросу в 2014 г. на 0,2 млн барр./сутки до 92,4 млн барр./сутки). Еще значительнее снижены ожидания по росту спроса в 2015 г. (на 300 тыс. барр./сутки до +1,1 млн барр./сутки). По мнению IEA, ОПЕК не будет сокращать квоты на встрече 27 ноября. Неудивительно, что на таком фоне Минфин отменил сегодняшний аукцион (профицит бюджета в этом году из-за слабого рубля позволяет ведомству не занимать).
- Несмотря на дефицит валютного фондирования, банки не сокращают "лонг" в валюте.** В опубликованной вчера ЦБ полной версии обзора банковской системы за август основной интерес представляет оценка чистой открытой валютной позиции. Несмотря на значительный дефицит валютной ликвидности (усилившийся в т.ч. и из-за продолжившегося оттока валюты со счетов клиентов (3,3 млрд долл.) и сокращения валютных МБК в пассивах (5 млрд долл.), вероятно, из-за санкций), банки даже нарастили чистую ОВП в рублевом эквиваленте на 7,5 млрд руб. до 835 млрд руб. (20,9 млрд долл.), главным образом, за счет закрытия валютных свопов на 190 млрд руб. Это (закрытие свопов, отток клиентских средств и МБК в пассивах) привело к довольно заметному изъятию депозитов в банках-нерезидентах (10,2 млрд долл.). С начала года рост чистой ОВП составил 370 млрд руб. в основном за счет покупки евробондов (прирост на 9,4 млрд долл.). Столь высокая чистая ОВП (~11,2% совокупного капитала) свидетельствует об избытке валюты в активах (на балансе), который банки не спешат сокращать в ожидании ослабления рубля, несмотря на дефицит валютных пассивов. Не исключено, что это является одной из причин, почему ЦБ не торопится с введением валютного РЕПО. Но для стабилизации рубля (нивелирования спекулятивных настроений) обойтись без вмешательства государства не удастся. Весьма кстати сегодняшнее объявление Минфина о запуске в течение месяца валютных депозитных аукционов (за счет средств Резервного фонда и ФНБ).

Банки держат большой "лонг" в валюте



*ОВИ - превышение требований над обязательствами в иностранной валюте
 Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Факторы изменения ОВП с начала года



- Мечел (Moody's: Caa3): EBITDA не хватает даже на проценты.** Результаты за 1П 2014 г. по US GAAP не свидетельствуют о каких-либо улучшениях в финансовом состоянии компании: EBITDA (250 млн долл.) не хватило для выплаты процентов (377 млн долл.). Ее снижение (на 21% п./п.) стало следствием падения продаж (остановка добычи на предприятиях Bluestone в США) и негативной динамики цен. Только благодаря высвобождению средств из оборотного капитала (+670 млн долл., в т.ч. из-за сокращения запасов сбытовой сети Мечел Сервис Глобал в Европе на >30%) операционный поток вырос до 475 млн долл. (232 млн долл. во 2П 2013 г.). Его вместе с денежными средствами на балансе (~206 млн долл.) хватило для капвложений (276 млн долл., большая часть - развитие Эльги) и погашения долга (300 млн долл.). Чистый долг снизился лишь на 86 млн долл. до 8,65 млрд долл. (15,2x LTM EBITDA, ограничение по кредитным ковенантам - 10x). У компании почти не осталось внутренних источников (кроме продажи активов, которая, скорее всего, не принесет существенных поступлений) для снижения долга: денежные средства составляют 69 млн долл., торговый оборотный капитал - 40 млн долл. Мечел находится в стадии реструктуризации долга, пока достичь компромисса с банками не удастся (некоторые уже подали судебные иски). Наиболее вероятным является сценарий достижения более приемлемых для кредиторов условий реструктуризации, в которой придется принять участие и держателям облигаций (котировки находятся на уровне 45% от номинала).

Темы выпуска

- Газпром: украинский долг подпортил результаты**

Газпром: украинский долг подпортил результаты

Резерв по долгам Украины достиг 178 млрд руб.

Вчера Газпром (BBB-/Baa1/BBB) опубликовал слабые финансовые результаты за 2 кв. 2014 г. по МСФО. Так, показатель EBITDA упал на 36% г./г., операционный денежный поток сократился на 32% г./г., а свободный денежный поток - на 47% г./г. (оставшись все же в положительной зоне (76 млрд руб.). Рентабельность по EBITDA (21,4%) резко снизилась из-за роста расходов и дополнительного резерва (126,3 млрд руб.) по долгу Украины. Несмотря на сокращение чистого долга на 8% за квартал, из-за падения EBITDA долговая нагрузка в отношениях Чистый Долг/LTM EBITDA осталась на прежнем уровне. В среднесрочной перспективе Газпрому придется увеличивать долговую нагрузку для финансирования проекта по поставкам газа в Китай. При этом в случае невозможности рефинансировать краткосрочную задолженность компания генерирует достаточный операционных поток для ее погашения.

Ключевые финансовые показатели Газпрома

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2014	2 кв. 2013	изм.	1П 2014	1П 2013	изм.
Выручка	1 315 195	1 106 681	+19%	2 873 932	2 568 122	+12%
EBITDA	280 896	437 958	-36%	868 434	1 063 812	-18%
Рентабельность по EBITDA	21,4%	39,6%	-18,2 п.п.	30,2%	41,4%	-11,2 п.п.
Чистая прибыль	233 562	205 253	+14%	465 226	593 405	-22%
Чистая рентабельность	17,8%	18,5%	-0,8 п.п.	16,2%	23,1%	-6,9 п.п.
Операционный поток	297 721	437 669	-32%	986 143	955 542	+3%
Капвложения	- 222 133	- 295 755	-25%	- 620 690	- 699 197	-11%
Свободный денежный поток	75 588	141 914	-47%	365 453	256 345	+43%
в млн руб., если не указано иное				30 июня 2014	31 марта 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				1 838 429	1 926 681	-5%
Краткосрочный долг				294 792	265 669	+11%
Долгосрочный долг				1 543 637	1 661 012	-7%
Чистый долг				894 547	969 943	-8%
Чистый долг/EBITDA LTM*				0,49x	0,49x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Украина увеличила отбор газа перед остановкой поставок

Во 2 кв. 2014 г. Газпром продал 94,6 млрд куб. м газа (+2,2% г./г.) благодаря увеличению поставок в СНГ до 14,4 млрд куб. м. (+57% г./г.). Продажи газа в Европу сократились на 2% г./г. до 40,1 млрд куб. м. Рост экспорта в СНГ связан в первую очередь с колебаниями в импорте газа Украиной: во 2 кв. 2013 г. страна резко сокращала закупки, а во 2 кв. 2014 г., наоборот, наращивала. Средняя цена реализации газа увеличилась на 3,4% г./г. до 247 долл./1 тыс. куб. м, в основном за счет роста объемов и цен для Украины, которая пока не оплатила эти поставки. Напомним, с 1 апреля 2014 г. Газпром повысил цены для Украины с 268,5 долл./1 тыс. куб. м (действовала в 1 кв. 2014 г.) до 485 долл./1 тыс. куб. м.

Экспорт газа в Европу может оказаться ниже ожиданий Газпрома...

В целом за 1П Газпром продал 242,1 млрд куб. м газа (-1,8% г./г.), включая 86 млрд куб. м в Европу (+0,6% г./г.). Напомним, что компания ожидает сокращения экспорта в Европу в 2014 г. до 158,4 млрд куб. м. (-2% г./г.). Бюджет Газпрома был рассчитан из средней цены газа для Европы 372 долл./1 тыс. куб. м. Исходя из текущих данных по экспорту газа, мы полагаем, что средняя цена реализации и объем поставок могут быть несколько ниже первоначальных ожиданий компании.

... как и поставки в СНГ

Стоит также ожидать, что объемы продаж в СНГ окажутся существенно ниже первоначальных прогнозов компании. Напомним, Газпром предполагал, что поставки газа в СНГ сократятся до 56,4 млрд куб. м (-5% г./г.). Но в результате неплатежей экспорт на Украину был остановлен в июне 2014 г. Общая сумма дебиторской задолженности составила 5,3 млрд долл.

Газпром снижает требования к Украине для возобновления поставок	На текущий момент Газпром и Нафтогаз Украины намерены подписать временное соглашение (на 6 месяцев), которое должно позволить Украине приобрести дополнительно 4-5 млрд куб. м по цене 385 долл./1 тыс. куб. м (включая скидку 100 долл.). Но для этого Нафтогаз должен погасить долг за ноябрь-декабрь 2013 г. в размере 1,45 млрд долл. до конца октября. Ранее российская сторона настаивала, чтобы до конца года Украина перечислила 3,1 млрд долл. (включая 2 млрд долл. в октябре) в счет оплаты задолженности. Газпром также требовал предоплату за будущие поставки.
Низкая рентабельность из-за резервов по украинским долгам	Рентабельность по EBITDA упала с 39,6% до 21,4%, главным образом, из-за создания резерва по долгу Украины в размере 3,8 млрд долл. во 2 кв. (в 1 кв. - 1,5 млрд долл.). Дополнительное давление на рентабельность оказал рост расходов. Так, операционные расходы (до эффекта изменений в балансе готовой продукции, амортизации и резервов) выросли на 29% г./г. до 962 млрд руб. Существенный рост издержек произошел практически по всем статьям: затраты на покупку углеводородов прибавили 11% г./г., налоги - на 17,6% г./г., расходы на персонал - 13% г./г., материалы - на 31% г./г. и т.д. Стоит ожидать, что рентабельность Газпрома увеличится при частичном роспуске резервов по сомнительным долгам, когда Украина согласится частично погасить задолженность.
Высокий свободный денежный поток в 75,6 млрд руб.	Несмотря на тяжелый квартал, Газпрому удалось сгенерировать значительный свободный денежный поток в размере 75,6 млрд руб. в основном за счет сокращения капитальных вложений на 25% г./г. до 222 млрд руб. Однако с активизацией строительства Силы Сибири стоит ожидать роста капитальных вложений и снижения свободного денежного потока.
Сила Сибири увеличит долговую нагрузку	21 октября руководство Газпрома обсудит увеличение газовой инвестпрограммы на 2014 г. с 806 млрд руб. до 1 027 млрд руб. Мы полагаем, что в 2014 г. суммарные капитальные вложения компании составят 1,3-1,4 трлн руб. (с учетом прочего бизнеса), что может быть профинансировано за счет собственного операционного потока. Однако в будущем возможно существенное увеличение капвложений из-за реализации проекта по поставкам газа в Китай. По разным оценкам, Сила Сибири оценивается в 55-70 млрд долл. Газпром рассчитывает получить около 25 млрд долл. от китайских партнеров в виде аванса для реализации проекта. В долгосрочной перспективе (2016-2018 гг.) увеличение инвестиций и рост дивидендных отчислений приведут к повышению долговой нагрузки.
Обесценение нефти не позволяет рассчитывать на ценовой рост бондов Газпрома	Бонды Газпрома котируются со спредом к суверенной кривой в размере 100 б.п., что адекватно текущим рыночным условиям. Несколько выбивается из кривой выпуск GAZPRU 19 (премия к кривой составляет 155 б.п.). Надбавку в доходности (в размере 50-100 б.п.) к кривой Газпрома за санкции продолжают нести выпуски Роснефти. Возможное снижение рейтинга РФ и негативная динамика цен на нефть (вслед за которыми произойдет и удешевление нефти) не позволяют рассчитывать на ценовой рост выпусков нефтегазовых эмитентов РФ.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Промышленное производство в августе на нуле

Данные по ВВП маскируют снижение экономической активности

МЭР обновляет прогнозы

Валютный рынок

Рубль учится "плавать"

Монетарная политика ЦБ

Новые оттенки денежно-кредитной политики ЦБ РФ

ЦБ сделал паузу

Долговая политика

Минфин не теряет оптимизма в отношении рынка ОФЗ

Рынок облигаций

Сценарий введения запрета на покупку западными инвесторами госбумаг РФ

Без пенсионных накоплений: нейтрально для ОФЗ, негативно для остальных

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

Платежный баланс

Импорт падает не только из-за ответных санкций РФ

Инфляция

Запрет на импорт: роста цен не избежать

Инфляция еще не сильно почувствовала запрет на продовольственный импорт

Ликвидность

Рост RUONIA сдерживается повышенным спросом на валютную ликвидность

Новые причуды денежного рынка

Бюджет

Бюджет 2014: трудности впереди

Банковский сектор

Отток валютной ликвидности снизил рублевые ставки

Запас капитала банков РФ позволяет абсорбировать возможный убыток по украинским активам

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк

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
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
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

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 Шапедько		(+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.