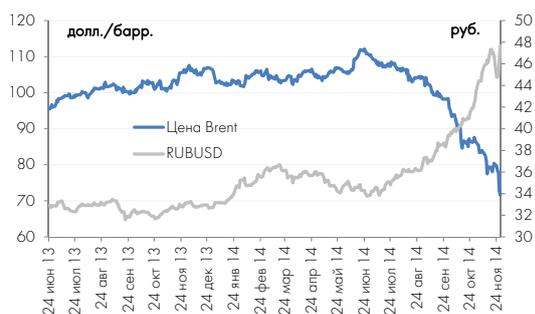


Пульс рынка

▶ **Рубль вместе с ценой на нефть обновляют минимумы**, формируя новую реальность. Как мы и ожидали, вчера ОПЕК решила не сокращать квоту на добычу нефти, оставив ее на прежнем уровне в 30 млн барр. в сутки. Следующая встреча ОПЕК запланирована на 5 июня 2015 г. По оценкам министра нефти Венесуэлы, на рынке избыток предложения составляет ~2 млн барр., и для восстановления цен нужно аналогичное сокращение добычи. Президент Роснефти И. Сечин заявил, что возможно падение цены на нефть до 60 долл./барр. в течение 1П 2015 г. В результате российские и зарубежные компании могут отложить дорогостоящие проекты, к которым, в первую очередь, относятся сланцевые, шельфовые и СПГ проекты. Мы полагаем, что российские нефтяные компании пойдут на сокращение своих инвестиционных программ. По-видимому, многие участники товарного рынка все же ожидали более благоприятного исхода заседания (учитывая, вероятно, что бюджеты многих стран ОПЕК требуют нефть дороже 80 долл./барр.): сегодня цена на нефть марки Brent опустилась уже ниже уровня 72 долл./барр. Рубль обесценился вместе с нефтью (сегодня доллар достигал отметки 50 руб.), но рублевая цена нефти (3533 руб./барр.) все еще ниже средней, заложенной в федеральный бюджет РФ на 2015 г. (3700 руб.). По нашим грубым оценкам, справедливый средний курс рубля (без спекулятивной составляющей) составляет 55 руб./долл. для среднегодовой цены на нефть 70 долл./барр., 60 руб./долл. - при 65 долл./барр., что указывает на наличие потенциала для дальнейшего ослабления рубля. Мы по-прежнему рекомендуем сохранять короткие позиции в длинных ОФЗ (с начала этой недели они обесценились на 2,5-3 п.п.).

Курс рубля и нефть к доллару



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Рублевая цена на нефть еще не дотягивает до бюджетного плана



▶ **Банк Санкт-Петербург (-/ВаЗ/ВВ-): пролонгация "суборда" от ВЭБа добавит запас прочности.** Результаты по МСФО за 3 кв. 2014 г. мы оцениваем нейтрально. Отчисления в резервы не изменились кв./кв. (1,6 млрд руб.), чистая процентная маржа осталась на уровне 4,4%, несмотря на повышение ставок ЦБ (смещение фондирования в более короткую срочность позволило частично компенсировать рост ставок). Некоторое повышение совокупного дохода с 1 млрд руб. до 1,2 млрд руб. стало следствием прибыли от переоценки иностранной валюты (1,8 млрд руб. против убытка 1 млрд руб. во 2 кв.). Кредитный портфель вырос на 5,8% кв./кв. (до 302,7 млрд руб.), главным образом, за счет валютной переоценки, в то время как прирост рублевых кредитов составил 3,9% (до 217,3 млрд руб.). Основное увеличение (+10,3% кв./кв.) произошло в ипотеке. Качество портфеля не ухудшилось: NPL 90+ в сумме со списанными/проданными кредитами (в 3 кв. они были незначительными) составил 13,25 млрд руб. или 4,3% портфеля. Признаков существенного ухудшения качества кредитов также не наблюдается: показатель NPL 1-90 дней - всего 1,3 млрд руб. Достаточность капитала (в т.ч. по РСБУ) остается на относительно высоком уровне (Н1.0 - 13,3%). Менеджмент банка ожидает пролонгацию на 5 лет субординированного депозита от ВЭБа в объеме 1,4 млрд руб., который в настоящий момент практически полностью амортизирован (не учитывается в капитале), что должно привести к росту достаточности капитала на 0,5 п.п. (с 1 января 2015 г.). Банк имеет большой разрыв ликвидной позиции (75 млрд руб.) на горизонте 12М (фондирование становится более краткосрочным), но объем долговых ценных бумаг к погашению незначителен (10,4 млрд руб.). Рублевые облигации эмитента неликвидны и выглядят дорого. Для инвесторов, склонных к риску, среди евробондов российских банков интересным выглядит АКВНС 18 (YTM 17%).

Темы выпуска

▶ **ЛУКОЙЛ: Ирак обеспечил высокую рентабельность**

ЛУКОЙЛ: Ирак обеспечил высокую рентабельность

ЛУКОЙЛ увеличил EBITDA на фоне снижения цен на нефть

Вчера ЛУКОЙЛ (BBV-/Ваа2/BBV) опубликовал относительно сильные финансовые результаты за 3 кв. 2014 г. Несмотря на снижение цен на нефть (-6% кв./кв.), выручка выросла на 2%, а показатель EBITDA - на 6% кв./кв. Рентабельность по этому показателю увеличилась с 14,1% до 14,7%. Рост связан, в первую очередь, с дополнительными доходами от реализации компенсационной нефти с проекта Западная Курна - 2. Долговая нагрузка в терминах Чистый Долг/EBITDA незначительно увеличилась с 0,48х до 0,51х. Менеджмент компании рассчитывает, что свободный денежный поток будет увеличиваться в будущие года за счет контроля над операционными расходами, доходов от продажи компенсационной нефти и сокращения инвестиций. При этом дивидендные выплаты будут незначительно увеличиваться в долларовом выражении. Если цена на нефть упадет ниже 70 долл./барр. в 2015 г., то дивидендные выплаты могут достичь 50% от чистой прибыли компании. При этом мы считаем, что ЛУКОЙЛ имеет существенный запас прочности из-за невысокой долговой нагрузки.

Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2014	2 кв. 2014	изм.	9М 2014	9М 2013	изм.
Выручка	39 021	38 205	+2%	112 907	105 560	+7%
EBITDA	5 735	5 393	+6%	15 710	14 282	+10%
Рентабельность по EBITDA	14,7%	14,1%	+0,6 п.п.	13,9%	13,5%	+0,4 п.п.
Чистая прибыль	1 620	2 389	-32%	5 742	7 790	-26%
Чистая рентабельность	4,2%	6,3%	-2,1 п.п.	5,1%	7,4%	-2,3 п.п.
Операционный поток	4 636	4 270	+9%	12 198	12 918	-6%
Капитальные вложения	-3 911	-4 102	-5%	-11 126	-11 271	-1%
Свободный денежный поток	725	168	+4,3х	1 072	1 647	-35%
в млн долл., если не указано иное				30 сент. 2014	30 июня 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				13 076	11 645	+12%
Краткосрочный долг				3 017	2 774	+9%
Долгосрочный долг				10 059	8 871	+13%
Чистый долг				10 033	9 094	+10%
Чистый долг/EBITDA LTM*				0,51х	0,48х	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Добыча продолжает расти за счет новых проектов

В 3 кв. суточная консолидированная добыча нефти выросла на 1,5% кв./кв. до 1,98 млн барр./сутки в основном за счет увеличения компенсационных объемов нефти с проекта Западная Курна-2 в Ираке. Добыча нефти в России увеличилась на 0,7% кв./кв. до 1,77 млн барр./сутки. При этом объем переработки нефти вырос на 7% кв./кв. до 1,44 млн барр./сутки. В результате производство нефтепродуктов повысилось на 6% кв./кв. до 17,2 млн тонн. Мы полагаем, что менеджмент принял решение перенаправить потоки нефти в сегмент нефтепродуктов из-за резкого падения рентабельности экспорта нефти в 3 кв. 2014 г. Так, цены на нефть упали на 6% кв./кв. при стабильно высоких экспортных пошлинах.

Доходы от проекта в Ираке увеличили выручку и рентабельность

Основным фактором роста выручки и EBITDA стали доходы от продажи компенсационных объемов нефти с проекта в Ираке. Так, ЛУКОЙЛ получил дополнительно 1,45 млрд долл. выручки за счет этих объемов. В результате выручка от продажи нефти выросла на 22% кв./кв. до 10,5 млрд долл. Доходы от реализации нефтепродуктов остались на уровне 26,5 млрд долл. На уровне EBITDA от иракского проекта ЛУКОЙЛ получили 1,25 млрд долл., или 22% от EBITDA, сам показатель вырос на 6,4% кв./кв. до 5,4 млрд долл. Менеджмент полагает, что затраты на разработку проекта Западная Курна-2 (около 5 млрд долл.) будут полностью компенсированы уже в 2015 г.

ЛУКОЙЛ сокращает инвестиции

Капитальные вложения (с учетом затрат на приобретение лицензий) сократились на 5% кв./кв. до 3,9 млрд долл. в основном из-за снижения в долларовом выражении капитальных затрат в разведку и добычу. В результате свободный денежный поток увеличился в несколько раз до 725 млн долл. На телеконференции менеджмент подтвердил, что планирует сократить инвестиции в 2015 г. на 2 млрд долл. до 14 млрд долл. В 2016 г. прогнозируется их дополнительное снижение.

В условиях обесценения нефти мы рекомендуем покупать короткие валютные еврообонды надежных эмитентов. К таким мы относим выпуск LUKOIL 15, который котируется с YTM 5-5,5%.

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

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика сентября: тень роста

Производство: начало импортозамещения или статистический выброс?

Валютный рынок

Готов ли рубль к свободному плаванию?

Валютное РЕПО: ЦБ РФ выстроил мощную линию обороны вдали от фронта

ЦБ решился на предоставление валюты через свопы

Долговая политика

Амбициозный план по размещению ОФЗ не означает агрессивного предложения

Рынок облигаций

Спред к ОФЗ > 200 б.п.: новая реальность или временная диспропорция?

Без пенсионных накоплений: нейтрально для ОФЗ, негативно для остальных

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

Инфляция

Инфляция в 8,1% не предел?

Запрет на импорт: роста цен не избежать

Ликвидность

ЦБ готов поддержать рынок длинной ликвидностью

ЦБ упрощает процедуру получения рефинансирования

Монетарная политика ЦБ

Новые оттенки денежно-кредитной политики ЦБ РФ

Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

Банковский сектор

Банки РФ продолжают наращивать рублевое кредитование и выводить средства со счетов нерезидентов

Компании аккумулируют средства для выплаты внешнего долга в 4 кв.

Интервенции ЦБ временно покрыли дефицит валюты

Несмотря на дефицит валютного фондирования, банки не сокращают «лонг» в валюте

Для погашения 100 млрд долл. в 2015 г. потребуется вмешательство ЦБ

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
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
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](#).