



30 августа 2016 г.

Мировые рынки

Финансовые рынки не беспокоит умеренное повышение ключевой ставки

Несмотря на то, что выступление Дж. Йеллен на конференции в Джексон-Хоул повысило уверенность в скором повышении ключевой ставки, спрос на рискованные активы не снизился (американские и европейские индексы акций продолжают находиться вблизи максимумов). Инвесторы уверены в том, что ужесточение монетарной политики будет очень медленным, при котором доходности госбондов развитых стран будут оставаться на низких уровнях в течение длительного времени (это поддерживает интерес на акции, сырьевые товары и долги развивающихся стран).

Рынок корпоративных облигаций

АЛРОСА: неплохие результаты после рекордного 1 кв.

АЛРОСА (BB/Вa1/BB) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2016 г., которые мы оцениваем положительно. Выручка снизилась на 18% относительно рекордно-высокого 1 кв. из-за ожидаемого снижения объемов продаж алмазов ювелирного качества (-17% кв./кв. до 7,14 млн карат, что, тем не менее, значительно выше среднеквартального значения 2015 г. - 4,9 млн карат). При этом цена реализации выросла на 16% кв./кв. до 169 долл./карат, что, однако, из-за эффекта укрепления рубля не в полной мере отразилось в динамике выручки. Показатель EBITDA, соответственно, снижался более медленными темпами (-13% кв./кв.), чем выручка, рентабельность по EBITDA выросла до 61,4% с 58,2% в 1 кв. 2016 г. Операционный денежный поток упал на 61% кв./кв. (однако он выше на 40% среднего в 2015 г.), к тому же, во 2 кв. вырос оборотный капитал (в основном увеличение запасов), тогда как в 1 кв. он сокращался благодаря падению запасов. Во 2 кв. компания продолжила сокращать долг (на 16%) из накопленных денежных средств, соотношение Чистый долг/EBITDA осталось на прежнем уровне 1,0x. Кроме того, были размещены на депозиты 47,6 млрд руб. (компания не учитывает эти средства в расчете долговой нагрузки), которые в сумме с оставшимися наличными средствами (20,8 млрд руб.) покрывают долг к погашению в 2017 г. (370 млн долл., или 24 млрд руб.) и в 2018 г. (600 млн долл., или 39 млрд руб.). Бонды АЛРОСА выглядят дорого: спред ALRSRU 20 (YTM 4,03%) к GMKNRM 20 еще более сократился с 50 б.п. до 23 б.п. При этом лучшей альтернативой, на наш взгляд, является покупка VIP 20 (YTM 4,71%).

ХКФ Банк: удастся ли удержать достигнутую прибыльность?

ХКФ Банк (-/B2/B+) представил финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2016 г., в котором банк продемонстрировал чистую прибыль (1,9 млрд руб., 19,5% ROAE), которая выглядит высокой относительно предыдущих пяти кварталов, когда были или убыток или близкая к нулю прибыль (напомним, в 2015 г. убыток составил 8,8 млрд руб.). Улучшение результата произошло почти полностью благодаря сокращению отчислений в резервы под обесценение плохих кредитов с 4,9 в 1 кв. до 2,8 млрд руб. Удешевление фондирования (за счет общей тенденции снижения ставок по депозитам) было нивелировано уменьшением процентного дохода (из-за отрицательной динамики кредитования, -5,1% кв./кв.), при этом чистый процентный доход немного снизился (чистая процентная маржа в 1П 2016 г. составила 13,5%). Также негативным моментом является повышение административных издержек (на 8,4% кв./кв.): во 2 кв. расходы на персонал возросли на 12,5%. Полученная прибыль вместе со спадом кредитования привели лишь к небольшому увеличению достаточности капитала 1-го уровня (на 10 б.п. до 7,4% при мин. 4,5%), согласно методологии ЦБ РФ, соответствующей стандартам Базель 3. По нашим оценкам, этого запаса достаточно, чтобы абсорбировать единовременное (в течение квартала) появление новых проблемных кредитов в размере всего 7-8% портфеля. Заметное падение объема NPL 90+ (на 20%, или на 4,4 млрд руб.) стало следствием списаний, произведенных на сумму 8,1 млрд руб. (поэтому у нас нет уверенности в том, что стоимость риска останется на текущем относительно низком уровне). Мы сохраняем рекомендацию на покупку бумаг HCFBRU 21 с YTM 14,8%.

ПСБ: стоимость риска создает дефицит капитала. См. стр. 2

Норильский Никель: ценовое "дно" пройдено? См. стр. 3

ЛУКОЙЛ: продолжает сокращать капвложения и долговую нагрузку. См. стр. 5

РусГидро: сильные результаты, допэмиссия - до конца года. См. стр. 6

Газпром: теряет в рентабельности из-за роста расходов и падения цен. См. стр. 7

Транснефть: свободный денежный поток пострадал из-за роста оборотного капитала. См. стр. 8

ПСБ: стоимость риска создает дефицит капитала

Поддержка акционера на уровне P&L...

Промсвязьбанк (ВВ-/Ваз/-) опубликовал отчетность по МСФО за 2 кв. 2016 г., которую мы оцениваем негативно: если бы не вливания в капитал со стороны акционера (переход права собственности на 117 земельных участков в МО, которые были заложены банку по кредиту, выданному акционеру), вместо чистой прибыли 1,3 млрд руб. был бы зафиксирован убыток в размере 7 млрд руб. (напомним, что в 2015 г. убыток составил 8,7 млрд руб.). Основной причиной такого результата является реализация кредитного риска: 1) отчисления в резервы увеличились на 4,7 млрд руб. кв./кв. до 11,2 млрд руб.; 2) непополненные процентные доходы по плохим кредитам (которые находятся в стадии реструктуризации) обусловили сужение чистой процентной маржи (на 30 б.п. до 2,1%), при этом чистый процентный доход составил всего 5,7 млрд руб. (это в два раза ниже отчислений в резервы).

.. и на уровне капитала

Помимо вливания в капитал на уровне P&L (через земельные участки) акционер в денежной форме предоставил 3,7 млрд руб. посредством покупки привилегированных акций. Эти меры позволили смягчить негативное влияние плохих кредитов на капитал: норматив достаточности базового капитала 1-го уровня по Базель III на основе МСФО опустился на 25 б.п. до 6,75% при мин. 4,5% (произошел рост RWA на 5,2%). При этом по РСБУ показатель Н1.1 (базовый капитал) составил 5,28% на 1 июля и 5,48% на 1 августа при мин. 5%. Менеджмент объясняет это особенностью учета, согласно которой прибыль текущего года отражается в капитале 2-го уровня до аудиторского подтверждения (это транслируется в 2 п.п.). У банка небольшой запас капитала для абсорбирования кредитного риска.

Ключевые финансовые показатели Промсвязьбанка

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2016	31 марта 2016	изм.
Активы, в т.ч.	1 184,9	1 221,2	-3%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	872,6	839,6	+4%
розничные	74,4	70,9	+1%
корпоративные	753,1	721,5	+4%
МСБ	45,1	47,2	-4%
NPL/Кредитный портфель	7,5%	5,3%	+2,2 п.п.
Собственный капитал	91,2	83,7	+9%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,8%	14,4%	-0,6 п.п.
ROE	3,9%	1,3%	+2,6 п.п.
Депозиты и счета клиентов	857,0	809,7	+6%
В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2016	1 кв. 2016	изм.
Чистый процентный доход до резервов	5,7	6,8	-16%
Чистый комиссионный доход	3,9	3,8	+3%
Операционные доходы	17,8	11,3	+57%
Чистая прибыль	1,3	0,3	+4,3x
Чистая процентная маржа	2,1%	2,4%	-0,3 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Кредитный портфель вырос на 3,8% кв./кв. до 873 млрд руб. за счет сегмента корпоративных клиентов, не вовлеченных в международный бизнес (рублевые кредиты +12,6%), при этом портфель валютных кредитов почти не изменился, составив 3,6 млрд долл. В остальных сегментах (МСБ и потребительское кредитование, ипотека) наблюдался спад. По нашим оценкам, в 1П 2016 г. банк выдал новые и/или пролонгировал старые кредиты на сумму 280 млрд руб., что отражает высокую кредитную активность, а также может свидетельствовать о неспособности некоторых заемщиков своевременно исполнять свои кредитные обязательства.

Всплеск NPL 90+

Качество кредитного портфеля не улучшилось: показатель NPL 90+ увеличился на 45% до 65 млрд руб. (7,5% портфеля), при этом списано было 11 млрд руб. Резервы (75 млрд руб.)

с запасом покрывают NPL 90+ (1,15x), однако такой уровень резервирования не выглядит избыточным. Позитивным моментом является снижение обесцененных, но непросроченных кредитов на 40% до 70 млрд руб. (8% портфеля).

Приток рублей на счета клиентов

В обязательствах наблюдался высокий приток на счета клиентов рублевых средств (85 млрд руб.), который позволил погасить дорогую задолженность перед ЦБ. В то же время до 1 года разрыв ликвидности составляет 234 млрд руб., который покрывается невостребованными кредитными линиями (104 млрд руб. от ЦБ и 105 млрд руб. от корпоративных клиентов).

Бонды ПСБ выглядят дорого

Наша рекомендация от 6 июня 2016 г. покупать PROMBK 19 реализовалась: выпуск подорожал на 5 п.п. Его доходность YTM 6,8% уже не выглядит интересной, лучшей альтернативой является старый суборд NMOSRU 19 (@10%) с YTM 7,5%. Невысокий запас капитала и нулевая прибыльность делают рисковыми инвестиции в суборды PROMBK 21 (с loss absorption), которые котируются с низкой доходностью (YTM 9%).

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Норильский Никель: ценовое "дно" пройдено?

Нейтральные результаты

Норильский Никель (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал в целом нейтральные финансовые результаты за 1П 2016 г. Относительно предыдущего слабого 2П 2015 г. компания продемонстрировала рост ключевых показателей (выручка +6% п./п., EBITDA +13% п./п., рентабельность по EBITDA +3 п.п. до 46,7%), несмотря на продолжившееся снижение цен на сырьевых рынках (от -2% до -14%), преимущественно благодаря наращиванию объемов продаж (+10-38%) и ослаблению рубля (на 9%).

Долговая нагрузка 1,4x

Долговая нагрузка повысилась до 1,4x с 1,0x Чистый долг/EBITDA в результате существенного сокращения EBITDA г./г. (-34%) из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры. Риски рефинансирования по-прежнему на низком уровне: накопленных денежных средств (3,4 млрд долл.) более чем достаточно для погашения краткосрочного долга (664 млн долл.), причем этих средств хватит на покрытие долга до конца 2018 г. Кроме того, компании доступны невыбранные кредитные линии на 2,3 млрд долл.

Ключевые финансовые показатели НорНикеля

В млн долл., если не указано иное	1П 2016	2П 2015	изм.	1П 2016	1П 2015	изм.
Выручка	3 843	3 635	+6%	3 843	4 907	-22%
EBITDA	1 795	1 588	+13%	1 795	2 708	-34%
Рентабельность по EBITDA	46,7%	43,7%	+3,0 п.п.	46,7%	55,2%	-8,5 п.п.
Чистая прибыль	1 304	223	+5,8x	1 304	1 493	-13%
Операционный поток	1 524	1 145	+33%	1 524	2 560	-40%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-905	-919	-1%	-905	-381	+2,4x
Капвложения	-693	-1 063	-35%	-693	-563	+23%
Финансовый поток	-1 237	1 236	-	-1 237	-2 234	-45%
В млн долл., если не указано иное	30 июня 2016			31 дек. 2015		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	8 137			8 266		-2%
Краткосрочный долг	664			1 124		-41%
Долгосрочный долг	7 473			7 142		+5%
Чистый долг	4 723			4 212		+12%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,4x			1,0x		-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки за счет объемов реализации

Физические объемы реализации в 1П 2016 г. росли по всем ключевым металлам: никель +32% п./п., медь +10% п./п., палладий +24% п./п., платина +38% п./п., в том числе, благодаря продаже из страховых резервов, сформированных в 4 кв. 2015 г., для

В июле-августе ценовая конъюнктура улучшилась

прохождения периода реконфигурации мощностей Заполярного филиала. При этом цены продолжили снижаться, достигнув локальных минимумов (-14% п./п. на никель, -8,5% п./п. на медь, -12% п./п. на палладий, -2% п./п. на платину), а после отчетной даты в июле-августе ценовая конъюнктура улучшилась - по нашим оценкам, +19% в среднем выросли рыночные цены на никель, +2% на медь, +23% на палладий, +16% на платину.

Компания осторожно позитивна по никелю, дала положительные прогнозы по палладию и платине

Наибольшее влияние на котировки никеля оказала ситуация на Филиппинах (являющихся основным поставщиком руды в Китай, где растет производство нержавеющей стали и снижаются запасы никеля): сначала экологический аудит добывающих компаний, затем приостановка работы ряда шахт и, наконец, сейчас рассматривается законопроект, предусматривающий запрет на вывоз руды, с целью переработки внутри страны. По предварительным оценкам НорНикеля, сокращение производства никеля (закрытие ряда шахт, исключая введение запрета на вывоз руды) может составить 140 тыс. т, или 8% мирового производства. Однако компания осторожна в прогнозах цен, так как отмечаются большие запасы и растущее производство в Индонезии. При этом компания дает позитивные прогнозы по рынкам палладия и платины (ралли во всех драгоценных металлах из-за мягкой монетарной политики мировых центробанков), оставляя нейтральный прогноз по меди.

Запланирован рост капвложений

Операционные денежные расходы в 1П 2016 г. сократились на 14% п./п. в целом благодаря ослаблению рубля, а также снижению расходов на приобретение металлов для перепродажи, сырья и прочих полуфабрикатов (-31% п./п.). В итоге, несмотря на снижение цен, рентабельность выросла на 3 п.п. до 46,7%. Компания ожидает, что рентабельность во 2П 2016 г. останется на этом же уровне (при этом ее должно поддержать обнуление с 1 сентября экспортных пошлин на продукты металлов платиновой группы).

По нашим оценкам, по итогам года долговая нагрузка может остаться на том же уровне

Операционный денежный поток в 1П 2016 г. частично восстановился (+33% п./п.) до 1,5 млрд долл., однако его снижение г./г. достигло 40%. Капвложения за 1П составили 693 млн долл., в целом за 2016 г. они запланированы на уровне 2 млрд долл. (+23% г./г.), из них 500 млн долл. будет направлено на Быстринский проект, который вошел в активную строительную фазу. Напомним, ранее в этом году компания продала 13,33% в этом проекте китайским инвесторам за 100 млн долл.

Свободный денежный поток по итогам 1П составил 619 млн долл. (+2,7 раза п./п.), при этом на выплату дивидендов акционерам было направлено 665 млн долл. Напомним, что новая дивидендная политика НорНикеля предусматривает выплату максимум 60% от своей EBITDA (если долговая нагрузка меньше 1,8x) и минимум 30% EBITDA (если долговая нагрузка выше 2,2x). В отношении дивидендов за 2016 г. еще действует правило, что общие дивиденды должны составить не менее 2 млрд долл. В 2017 г. минимальная сумма составит 1,3 млрд долл. (плюс возможные доходы от продажи активов). По нашим оценкам, по итогам года долговая нагрузка может остаться на том же уровне после выплаты дивидендов (могут составить до 2,3 млрд долл.) и инвестиций (2 млрд долл.) за счет некоторого восстановления цен на металлы, поддержки от продажи казначейских акций (158 млн долл.) и получения средств от продажи 13,3% в Быстринском проекте. Кроме того, среди планируемых к завершению сделок компанией указываются продажа 50% в южноафриканской Nkomati и Архангельского морского порта.

Выпуски GMKNRM 20, 22 котируются со спредом 100-120 б.п. к кривой российских бондов РФ. По нашему мнению, справедливой оценкой для эмитента такого высокого кредитного качества является 70-100 б.п. Рекомендуем покупать GMKNRM 22.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru
+7 495 721 9900 (8674)

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

ЛУКОЙЛ: продолжает сокращать капвложения и долговую нагрузку

**Долговая нагрузка
сократилась до 0,58x
Чистый долг/EBITDA
LTM**

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 2 кв. 2016 г. по МСФО, которые мы оцениваем положительно с точки зрения кредитного профиля компании. Выручка компании увеличилась на 14%, EBITDA и чистая прибыль незначительно снизились, при этом свободный денежный поток увеличился на 57% кв./кв. до 57 млрд руб. В результате ЛУКОЙЛ сократил Чистый долг на 12%, а долговая нагрузка снизилась с 0,74x Чистый долг/EBITDA LTM до 0,58x. Мы считаем, что компания не нуждается в дополнительных заемных средствах, так как способна самостоятельно обеспечить капитальные вложения (около 600 млрд руб. в 2016 г.), дивидендные выплаты (150 млрд руб. в 2016 г.) и погашение краткосрочной задолженности (132 млрд руб.) за счет операционного денежного потока (700-800 млрд руб.) и накопленных средств (347 млрд руб.). Но вероятно компания будет использовать рынки капитала для рефинансирования части краткосрочной задолженности. Текущие накопленные средства также могут быть использованы для покупки госпакета Башнефти, который был оценен в 297 - 315 млрд руб., однако приватизация Башнефти была отложена на неопределенные срок.

Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2016	1 кв. 2016	изм.	1П 2016	1П 2015	изм.
Выручка	1 338 959	1 177 674	+14%	2 516 633	2 917 271	-14%
EBITDA	189 571	191 992	-1%	381 563	311 901	+22%
Рентабельность по EBITDA	14,2%	16,3%	-2,1 п.п.	15,2%	10,7%	+4,5 п.п.
Чистая прибыль	62 567	42 825	+46%	105 392	167 779	-37%
Чистая рентабельность	4,7%	3,6%	+1,0 п.п.	4,2%	5,8%	-1,6 п.п.
Операционный поток	180 082	164 396	+10%	344 478	383 103	-10%
Капитальные вложения	-123 091	-127 981	-4%	-251 072	-303 224	-17%
Свободный денежный поток	56 991	36 415	+57%	93 406	79 879	+17%
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2016			31 марта 2016		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	864 679			903 477		-4%
Краткосрочный долг	132 097			96 420		+37%
Долгосрочный долг	732 582			807 057		-9%
Чистый долг	517 976			588 983		-12%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,58x			0,74x		-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Падение добычи
продолжается**

Во 2 кв. 2016 г. суточная добыча углеводородов упала на 8% кв./кв. главным образом из-за снижения объемов компенсационной нефти с проекта Западная Курна-2 в Ираке, так как ЛУКОЙЛу уже практически полностью вернули его инвестиции в проект. Опасения вызывает продолжающееся падение добычи в России (на 1,4% кв./кв.), что, по нашему мнению, является основным риском для будущих показателей компании. ЛУКОЙЛ планирует компенсировать снижение на зрелых месторождениях за счет запуска месторождений им. Филановского и Пякхинского, а общий уровень добычи должен стабилизироваться уже в 2017 г.

**Рентабельность
снизилась из-за
падения доходов из
Ирака**

Несмотря на рост цен на нефть на 22% кв./кв., EBITDA сократилась на 1%, а рентабельность по этому показателю снизилась с 16,3% до 14,2%. Это связано в первую очередь с падением денежных поступлений с проекта в Ираке. Без учета этого проекта EBITDA увеличилась на 6,8% кв./кв. Тем не менее, ЛУКОЙЛ продемонстрировал наиболее сильные результаты по показателю эффективности EBITDA/барр. консолидированной добычи. Так, компания смогла увеличить его уровень до 1000 руб./барр., что значительно превосходит результаты Башнефти (858 руб./барр.), Газпром нефти (806 руб./барр.), Роснефти (733 руб./барр.) и Татнефти (887 руб./барр.).

**Капвложения
продолжают
сокращаться**

Операционный денежный поток компании вырос на 10% кв./кв. до 180 млрд руб., при этом капвложения сократились на 4% кв./кв. до 124 млрд руб. В итоге это позволило существенно нарастить свободный денежный поток. Мы считаем, что стоит ожидать дальнейшего его роста на фоне восстановления цен на нефть и сокращения капвложений.

Бонды ЛУКОЙЛа котируются с самыми низкими доходностями среди негосударственных бумаг РФ, спред к суверенной кривой составляют всего 60-80 б.п. Лучшей им альтернативой являются бумаги НорНикеля с премией 100-120 б.п. к суверенной кривой. Также среди бумаг высококачественных эмитентов мы рекомендуем покупать суборд SBERRU 23 (YTM 5,4% = Russia 23 + 200 б.п.) и SIBNEF 23 (YTM 4,8% = Russia 23 + 140 б.п.).

Андрей Полищук
andrey.polischuk@raiffeisen.ru
+7 495 221 9849

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

РусГидро: сильные результаты, допэмиссия - до конца года**Сильные результаты,
издержки - под
контролем**

РусГидро (BB/Ba2/BB+) опубликовала сильные результаты за 2 кв. 2016 г. Существенный рост выработки ГЭС (+17,5% г./г. в Европе и Сибири) на фоне более высокой водности поддерживает прибыль основного бизнес-сегмента РусГидро. В то же время более высокая выработка ГЭС на Дальнем Востоке позволила снизить загрузку ТЭС и существенным образом улучшила экономику РАО ЭС Востока во 2 кв. 2016 г. Рост прибыли поддерживала также и программа сокращения издержек. Так, операционные издержки РусГидро (без учета списаний, разовых статей и резервов по сомнительной задолженности) выросли всего на 3% г./г. во 2 кв.

Ключевые финансовые показатели РусГидро

В млн руб., если не указано иное	2 кв. 2016	2 кв. 2015	изм.
Общая выручка (включая субсидии)	83 457	76 174	+10%
ЕБИТДА	20 808	14 555	+43%
Рентабельность по ЕБИТДА	25%	19%	+6 п.п.
Чистая прибыль	10 428	6 720	+55%
Операционный денежный поток	11 073	9 012	+23%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-14 042	-26 339	-47%
Капвложения	-14 493	-23 698	-39%
Финансовый денежный поток	7 580	12 362	-39%
В млн руб., если не указано иное	30 июня 2016	31 марта 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.*	234 897	223 554	+5%
Краткосрочный долг	47349	61534	-23%
Долгосрочный долг	187548	162020	+16%
Чистый долг	169044	162389	+4%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	1,9x	2,0x	-

* С учетом гарантий

**ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Инвестиции должны
снижаться**

Компания ожидает утверждения Минэнерго скорректированной инвестпрограммы на 2016-2021 гг. Объем инвестиций в техперевооружение и модернизацию не превышает 29 млрд руб., а общий объем инвестиций в 2016-2019 гг. снижен на ~60 млрд руб. Сокращение инвестиций в условиях стагнации потребления и цен на электроэнергию выглядит, на наш взгляд, вполне логичным и является позитивным фактором для кредитного профиля РусГидро.

Объем сделки по рефинансированию задолженности РАО ЭС Востока - 55 млрд руб., сделка будет по плану закрыта до конца года

Одним из наиболее значимых факторов для кредитного профиля РусГидро по-прежнему остается вопрос с рефинансированием задолженности РАО ЭС Востока через привлечение средств от допэмиссии РусГидро. В ходе телеконференции менеджмент отметил, что на текущий момент необходимый объем финансирования оценивается в 55 млрд руб., а средства могут быть привлечены как за счет выпуска новых акций, так и за счет продажи казначейских акций РусГидро. По нашим оценкам, с учетом текущей рыночной цены акций компании стоимость казначейского пакета может составлять ~14,5 млрд руб., то есть объем собственно допэмиссии может достигать ~40,5 млрд руб. По плану сделка должна быть закрыта до конца года.

Облигации РусГидро неликвидны и котируются со спредом 50-60 б.п. к кривой ОФЗ, что, по нашему мнению, является слишком низкой компенсацией за разницу в RW (учитывая, что рейтинг у эмитента на 1 ступень ниже суверенного). Лучшей альтернативой является покупка среднесрочных ОФЗ, которые еще сохраняют потенциал для ценового роста.

Федор Корначев

fedor.kornachev@raiffeisen.ru
+7 495 221 9851

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

Газпром: теряет в рентабельности из-за роста расходов и падения цен

Рентабельность по EBITDA упала до 19%

Вчера Газпром (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал результаты за 2 кв. 2016 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. Рентабельность по EBITDA существенно сократилась из-за падения цен на газ, роста налоговой нагрузки, увеличения расходов на закупку углеводородов и прочих расходов. В результате компании не удалось сгенерировать положительный свободный денежный поток и сократить долговую нагрузку - она увеличилась с 1,1x Чистый долг/EBITDA до 1,2x. В ближайшие годы мы ожидаем увеличения инвестиций и роста дивидендных отчислений, что в итоге приведет к повышению долговой нагрузки в 2016-2018 гг.

Ключевые финансовые показатели Газпрома

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2016	2 кв. 2015	изм.	1П 2016	1П 2015	изм.
Выручка	1 338 029	1 275 259	+5%	3 093 901	2 905 499	+6%
EBITDA	251 363	348 993	-28%	695 284	931 919	-25%
Рентабельность по EBITDA	18,8%	27,4%	-8,6 п.п.	22,5%	32,1%	-9,6 п.п.
Чистая прибыль	252 064	301 638	-16%	625 405	691 256	-10%
Чистая рентабельность	18,8%	23,7%	-4,8 п.п.	20,2%	23,8%	-3,6 п.п.
Операционный поток	257 265	289 041	-11%	931 592	985 237	-5%
Капитальные вложения	-286 586	-340 625	-16%	-723 518	-784 905	-8%
Свободный поток	-29 321	-51 584	-43%	208 074	200 332	+4%
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2016			31 марта 2016		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 084 759			3 347 583		-8%
Краткосрочный долг	564 050			659 721		-15%
Долгосрочный долг	2 520 709			2 687 862		-6%
Чистый долг	1 763 127			1 783 018		-1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,17x			1,11x		-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Экспорт в Европу продолжил рост

Во 2 кв. Газпром поставил потребителям 91 млрд куб. м газа, что на 2% выше уровня аналогичного периода 2015 г. Экспорт в Европу (включая Турцию) вырос на 24% г./г. до 51 млрд куб. м. Высокие результаты по экспорту достигнуты за счет эффекта низкой базы и увеличения продаж благодаря низким ценам. Так, средняя цена на газ для Европы упала на 31% г./г. до 176 долл./тыс. куб. м. Снизилась цена и для стран бывшего СССР (-22% г./г.), но это не позволило нарастить поставки (-31% г./г.), так как Украина пытается максимально сократить импорт из РФ. Падение цен было компенсировано девальвацией рубля. В итоге выручка компании выросла на 5% в рублевом выражении.

Рост расходов опять опережает темпы выручки

Рентабельность по EBITDA упала с 27,4% во 2 кв. 2015 г. до 18,8% во 2 кв. 2016 г. в основном из-за снижения цен на газ для европейских потребителей. Дополнительное давление на показатель оказал рост расходов на закупку углеводородов (+52% г./г.). В целом повышение операционных расходов (до эффекта изменений в балансе готовой продукции, амортизации и резервов) составило 17% г./г. Но мы полагаем, что стоит ожидать восстановления рентабельности в последующие периоды года за счет роста объемов продаж и цен на газ.

Свободный денежный поток ушел в минус

Капвложения компании снизились на 16% г./г. до 287 млрд руб. при операционном денежном потоке в 257 млрд руб. (-11% г./г.). Отрицательный свободный денежный поток составил 29 млрд руб. Мы считаем, у Газпрома есть шансы закончить год с положительным свободным денежным потоком при условии восстановления цен на нефть. Однако многое будет зависеть от финального уровня капитальных вложений. Напомним, менеджмент компании ожидает небольшого сокращения капитальных вложений с 1 693 млрд руб. в 2015 г. до 1 551 млрд руб. в 2016 г., но мы не исключаем, что этот уровень будет превышен из-за необходимости финансирования крупных экспортных проектов.

Среди бумаг Газпрома мы сохраняем рекомендацию на покупку номинированных в евро выпусков GAZPRU 18 @ 4,625%, GAZPRU 20, 21, они предполагают премию 30-40 б.п. к долларовой бумагам эмитента.

Андрей Полищук
andrey.polischuk@raiffeisen.ru
+7 495 221 9849

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

Транснефть: свободный денежный поток пострадал из-за роста оборотного капитала**Долговая нагрузка почти не изменилась**

Вчера Транснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2016 г., которые мы оцениваем нейтрально. Так, показатель EBITDA упал на 6% кв./кв. в основном из-за роста прочих операционных расходов, а также расходов на оплату труда и ремонт. В то же время из-за увеличения оборотного капитала отрицательный свободный денежный поток продолжил расти. Долговая нагрузка почти не изменилась, увеличившись с 0,98x до 0,99x Чистый долг/EBITDA. На конец квартала на счетах Транснефти накоплено более 394 млрд руб., что в несколько раз выше краткосрочной задолженности (84,5 млрд руб.). По нашим оценкам, у компании достаточно собственных источников средств для финансирования инвестиционной программы (326 млрд руб.), выплаты дивидендов (12,8 млрд руб.) и погашения краткосрочной задолженности.

Ключевые финансовые показатели Транснефти

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2016	1 кв. 2016	изм.	1П 2016	1П 2015	изм.	
Выручка	213 401	204 005	+5%	417 406	407 044	3%	
ЕБИТДА	100 262	107 189	-6%	207 451	194 591	7%	
Рентабельность по ЕБИТДА	47,0%	52,5%	-5,6 п.п.	49,7%	47,8%	1,9 п.п.	
Рентабельность по ЕБИТДА*	55,7%	61,2%	-5,5 п.п.	58,4%	58,4%	0,1 п.п.	
Чистая прибыль	58 953	75 568	-22%	134 521	119 775	12%	
Чистая рентабельность	27,6%	37,0%	-9,4 п.п.	32,2%	29,4%	2,8 п.п.	
Операционный поток	46 262	71 620	-35%	117 882	142 122	-17%	
Капвложения	-76 633	-77 211	-1%	-153 844	-130 636	18%	
Свободный денежный поток	-30 371	-5 591	443%	-35 962	11 486	-413%	
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2016			31 марта 2016		изм.	
Совокупный долг, в т.ч.			773 841			802 678	-4%
Краткосрочный долг			84 483			89 642	-6%
Долгосрочный долг			689 358			713 036	-3%
Чистый долг			379 347			367 393	3%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**			0,99x			0,98x	-

*без учета операций по реализации сырой нефти в Китай

**ЕБИТДА за последние 12 месяцев по оценкам Райффайзенбанка

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сезонный рост расходов сократил рентабельность

Рентабельность по ЕБИТДА (без учета операций по реализации сырой нефти в Китай) сократилась с 61,2% до 55,7% кв./кв. Причиной падения стал традиционно сезонный рост прочих операционных расходов с 8,2 млрд руб. до 12,4 млрд руб., затрат на оплату труда (вкл. социальные взносы) с 32,7 млрд руб. до 36,8 млрд руб. и расходов на ремонт и поддержание трубопроводной сети с 1,5 млрд руб. до 3,3 млрд руб. По итогам же первого полугодия рентабельность г./г. осталась неизменна на уровне 58,4%.

Капвложения остались неизменны

Во 2 кв. 2016 г. свободный денежный поток остался отрицательным, упав до -30,3 млрд руб. (против -5,6 млрд руб. кварталом ранее). Капитальные вложения остались почти на том же уровне, сократившись лишь на 1% кв./кв. до 76,6 млрд руб. На 2016 г. капзатраты запланированы в объеме 326 млрд руб., и мы полагаем, что они останутся на этом уровне ввиду отсутствия задержек в реализации проектов компании.

Лучшей альтернативой евробондам TNEFT 18 является выпуск GAZPRU 19, который котируется с премией 60 б.п. В нефтегазовом сегменте компаний с государственным участием нам нравятся выпуски Газпрома, номинированные в евро, которые имеют премию 30-40 б.п. к долларовой кривой эмитента.

Андрей Полищук
andrey.polischuk@raiffeisen.ru
+7 495 221 9849

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Розничные продажи в мае - потребители продолжают экономить

Восстановление промышленности застопорилось

После хорошего первого квартала экономика сбавила обороты

Рынок облигаций

ЦБ РФ ожидает дальнейшее снижение доходностей (= большой избыток ликвидности)

Размещение евробондов РФ затянулось на день

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

Продажа ОФЗ из портфеля ЦБ РФ: попытка сдержать давление бюджета на ставки

Банковский сектор

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями

Погашение валютного долга банков перед ЦБ не сопровождается снижением валютных активов

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью абсорбируется

Инфляция

В начале июня инфляция снизилась до 0%

В мае инфляция м./м. с исключением сезонности достигла локального минимума

Монетарная политика ЦБ

ЦБ возобновил цикл снижения ставок, однако спешить он не будет

Ликвидность

Вливания из бюджета в конце марта пока не попали на денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

Валютный рынок

В банковской системе возник избыток ликвидности, несмотря на налоги

В 1 кв. корпоративному сектору удалось полностью рефинансировать свой долг

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль

Роснефть поддержала курс рубля своей экспортной выручкой

Бюджетная политика

Увеличение предложения ОФЗ - почти неизбежно, но не в этом году



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	Тинькофф Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	Сбербанк	



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
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
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупаева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

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
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «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 и другие финансовые инструменты. 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.