



31 августа 2015 г.

## Мировые рынки

### Над рынками вновь сгущаются тучи

Восстановление финансовых рынков в конце прошлой недели, обусловленное главным образом техническим фактором (фиксацией прибыли по коротким позициям), похоже, сходит на нет: китайские индексы сегодня торгуются вновь в минусе (-0,8% по индексу SHCOMP). Котировки Brent вновь ушли ниже 50 долл./барр. Основное беспокойство вызывает готовность властей Китая поддержать локальный фондовый рынок. Кроме того, никуда не делись фундаментальные проблемы, обуславливающие замедление экономики Китая: хорошим опережающим индикатором выступает прибыль китайских банков, рост которой сильно замедлился (с 6-7% в 1П 2014 г. до 0,6-1,5% в 1П 2015 г., по данным крупнейших банков ICBC, BoCom), что связано с ухудшением качества заемщиков (=увеличения числа неплатежеспособных компаний). Некоторый интерес в пятницу вызвало выступление замглавы ФРС С. Фишера, который, несмотря на проблемы китайской экономики и сильное укрепление доллара (это давит на американский экспорт), не исключил повышения ставки в сентябре, указав на вероятное повышение инфляционных рисков в среднесрочной перспективе. Сегодня мы ожидаем умеренно негативный день на рынке еврообондов РФ.

## Рынок корпоративных облигаций

ПСБ: вливание в капитал дало временное облегчение. См. стр. 2

ХКФ Банк: небольшие улучшения не смогли компенсировать убыток. См. стр. 3

Nordgold: негативный эффект высокой базы. См. стр. 4

ЛУКОЙЛ: иракский проект поддерживает в непростых условиях. См. стр. 5

РусГидро: сделка с ВТБ позитивна для кредитного профиля. См. стр. 6

Башнефть: восстановление цен помогло сократить чистый долг. См. стр. 8

Совкомфлот: все лучше и лучше. См. стр. 9

### АЛРОСА: запас прочности сохраняется, несмотря на рыночную конъюнктуру

АЛРОСА (BB-/Ba2/BB) опубликовала финансовые результаты за 2 кв. 2015 г., ухудшение которых обусловлено неблагоприятной конъюнктурой на рынке ювелирных алмазов (компании пришлось снизить цены в мае на 2-3%, впоследствии - сокращать лимиты отбора для клиентов, в результате чего упали объемы реализации), а также укреплением рубля (+16% кв./кв.). При этом средняя цена реализации ювелирных алмазов выросла на 9% кв./кв. исключительно из-за улучшения ассортимента продаж. В итоге выручка упала на 23% кв./кв. до 57,3 млрд руб., EBITDA - на 36% кв./кв. до 27,6 млрд руб., рентабельность по EBITDA просела с 57,5% в 1 кв. до 48,2%. Среди положительных моментов отметим снижение долговой нагрузки за 2 кв. с 1,35x до 1,2x Чистый долг/EBITDA, а также низкие риски рефинансирования (краткосрочный долг покрывается накопленными денежными средствами). Завтра компания проведет телеконференцию по результатам 2 кв., во время которой мы ожидаем узнать новую информацию о сделке по продаже Роснефти газовых активов. Бонды ALROSA 20 (YTM 6,7%) выглядят дорого с дисконтом к выпуску PGILLN 20.

### Уралкалий (BB/Ba1/BB+): снижение рейтингов продолжается

В пятницу S&P понизил кредитный рейтинг компании с BB+ до BB, при этом изменив прогноз с "негативного" на "стабильный", как мы и ожидали. Ключевой причиной снижения рейтинга стало объявление компанией о новом выкупе акций на сумму до 1,3 млрд долл., что повысит долговую нагрузку и говорит об агрессивной и менее предсказуемой финансовой политике. По аналогии с Fitch, агентство отметило ухудшение корпоративного управления. S&P сообщает, что рейтинг может быть понижен, если цены на калий существенно упадут при отсутствии дальнейшей девальвации или при дополнительных выплатах акционерам более 1 млрд долл., а также в случае крупной сделки по объединению активов. Вероятно, S&P ссылается на потенциальную сделку по объединению Уралкалия и УралХима, о которой сообщали СМИ, что действительно будет иметь риск для кредитной нагрузки калийной компании. Лучшей альтернативой URKARM 18 являются бонды NORDLI 18, которые имеют большую доходность при том, что кредитное качество Nordgold не хуже чем у Уралкалия.

## ПСБ: вливание в капитал дало временное облегчение

Стоимость риска не дает выбраться из убытка

Промсвязьбанк (ВВ-/В1/-) опубликовал отчетность по МСФО за 2 кв. 2015 г., которую мы оцениваем негативно: чистый убыток увеличился на 817 млн руб. по сравнению с 1 кв. до 2,8 млрд руб., что стало следствием главным образом увеличения отчислений в резервы (10,7 млрд руб. против 8,6 млрд руб. в 1 кв.). Положительным моментом стало повышение чистого процентного дохода (с 5,4 млрд руб. до 7 млрд руб.), однако увеличение чистой процентной маржи (на 0,8 п.п. до 3%) было полностью нивелировано всплеском стоимости риска (на 1,4 п.п. до 5,6%). Также негативное влияние на результат оказал убыток от переоценки инвестиционной собственности (1,07 млрд руб.) и чистый убыток от инвестиций в ассоциированные компании (282 млн руб.).

Масштабные вливания в капитал со стороны НПФ и АСВ

На уровне капитала полученный убыток был покрыт вливанием средств со стороны акционеров (13,8 млрд руб. за счет средств НПФ Благосостояние и Группы БИН). В результате достаточность капитала 1-го уровня выросла на 2,7 п.п. до 9,34%, что предполагает заметный запас над минимальным уровнем (6%). Также в августе в капитал 2-го уровня от АСВ было получено 29,9 млрд руб. по программе докапитализации в обмен на ОФЗ, что, по оценкам менеджмента, повысит достаточность основного капитала на 3,2 п.п. до 17,7%.

Рост за счет M&A

Во 2 кв. произошло приобретение Автовазбанка (в форме санации, ПСБ получит от ЦБ стабилизационный кредит 18,2 млрд руб. на 10 лет под 0,51% годовых) и Первобанка (в обмен на 5,6% акций ПСБ). Оба банка в 3 кв. будут консолидированы на балансе ПСБ.

### Ключевые финансовые показатели Промсвязьбанка

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Активы, в т.ч.	1 010,2	1 043,3	-3%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	750,3	790,6	-5%
розничные	74,9	77,6	-3%
корпоративные	621,0	652,9	-5%
МСБ	54,4	60,1	-9%
NPL/Кредитный портфель	5,8%	4,1%	+1,7 п.п.
Собственный капитал	78,2	67,4	+16%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	14,5%	13,1%	+1,4 п.п.
ROE	-13,3%	-11,5%	-
Депозиты и счета клиентов	655,9	634,5	+3%
В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.
Чистый процентный доход до резервов	7,1	5,4	+31%
Чистый комиссионный доход	3,1	3,1	0%
Операционные доходы	11,9	11,4	+4%
Чистая прибыль/убыток	-2,8	-2,0	-
Чистая процентная маржа	3,0%	2,2%	+0,8 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Кредитование на спаде

Нулевой рост кредитного портфеля, наблюдавшийся в 1 кв., сменился спадом на 5% до 750,3 млрд руб., который произошел по всем сегментам (крупные корпорации, МСБ и розница). Отметим, что объем рублевого кредитования почти не изменился, в то время как валютное сократилось (так, объем долларовых кредитов уменьшился на 9,6% до 4,06 млрд руб.).

Качество кредитов не улучшается

Как мы и ожидали, качество кредитного портфеля продолжило ухудшаться: большая часть NPL 1-90 дней мигрировала в показатель NPL 90+, который увеличился на 39% до 39,85 млрд руб., при этом плохие кредиты были списаны в объеме 5,2 млрд руб. (против 3,5 млрд руб. в 1 кв.). В сумме со списанными кредитами NPL 90+ составил 5,78% всего портфеля (против 4,06% в 1 кв.). Резервы с запасом покрывают NPL 90+ (1,22x), однако такой уровень резервирования не выглядит избыточным. Положительным фактором является снижение объема кредитов на ранней стадии просрочки с 37,2 млрд руб. в 1 кв. до 19,3 млрд руб. Однако обесценение рубля, скорее всего, увеличит отчисления в резервы по валютным кредитам в 3 кв.

**Своевременно нарастил длинную позицию в инвалюте**

В обязательствах на счетах клиентов, как и в 1 кв., наблюдался приток рублевых средств (+44 млрд руб.) и небольшой отток валютных. Во 2 кв. ПСБ заметно нарастил длинную позицию в долларах: размер чистой ОВП по доллару вырос с -5,2 млрд руб. до 1,5 млрд руб., что, скорее всего, внесет положительный вклад в P&L в 3 кв.

В настоящий момент по соотношению риска и доходности лучшей альтернативой бумагам ПСБ без условия loss absorption является выпуск STPETE 18 (YTM 12%).

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

**ХКФ Банк: небольшие улучшения не смогли компенсировать убыток****Комиссия и выкуп субордов сократили чистый убыток**

ХКФ Банк (-/B2/B+) представил финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2015 г., который, несмотря на сохранившийся чистый убыток (3,2 млрд руб. против 5,7 млрд руб.), оказался лучше чем в 1 кв. главным образом за счет увеличения комиссионного дохода (на 750 млн руб. до 3,35 млрд руб.), сокращения отчислений в резервы (на 2,73 млрд руб.). Также прибыль в размере 406 млн руб. принес выкуп субординированных евробондов HCFBRU 20 в объеме 214 млн долл. Чистая процентная маржа 11,7% остается заметно ниже стоимости риска 19,9%.

**Спроса на ликвидность со стороны кредитования нет**

Избыточная ликвидность, образовавшаяся в 1 кв. (по причине низкой кредитной активности и большого притока депозитов физлиц), была направлена на погашение оптовых источников рефинансирования (выкуп бондов и погашение рублевых облигаций) на сумму 20 млрд руб.

**Убыток оказал давление на достаточность капитала, запас прочности снизился**

Полученный убыток привел к существенному падению достаточности капитала 1-го уровня в соответствии с требованиями ЦБ во 2 кв. (на 1,8 п.п. до 7,9%), также на 1,9 п.п. уменьшилась достаточность общего капитала (до 12,8%). Также сильно упал показатель достаточности Н1.2 на 1,2 п.п. до 7,22% (при минимуме 6%). На 1 августа Н1.2 этот показатель снизился еще на 10 б.п. до 7,12%. По нашим оценкам, этого запаса достаточно, чтобы абсорбировать единовременное (в течение квартала) появление новых проблемных кредитов в размере всего 5-6% портфеля. По словам менеджмента, банк может рассчитывать на помощь со стороны акционера - PPF Group. Кстати говоря, эта поддержка уже была оказана в конце 2014 г. в виде краткосрочного депозита на 9,9 млрд руб. для компенсации бегства вкладчиков.

**Ключевые финансовые показатели ХКФ Банка**

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Активы, в т.ч.	294 922	329 619	-10%
Кредиты клиентам до резервов	243 583	265 830	-8%
NPL 90+/Кредитный портфель	15,1%	15,1%	0 п.п.
Выпущенные долговые бумаги*	36 143	56 336	-36%
Депозиты клиентов	198 869	207 502	-4%
Собственный капитал	42 431	47 117	-10%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	21,7%	22,2%	-0,5 п.п.
ROAA	-5,5%	-6,8%	-
Чистая процентная маржа	11,7%	11,8%	-0,1 п.п.
В млн руб., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.
Чистый процентный доход до резервов	7 411	8 126	-9%
Чистый комиссионный доход	3 352	2 608	+28%
Операционные доходы	11 701	11 086	+5%
Чистый убыток	-3 191	-5 648	-

\* включая субординированные бонды

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Спад в кредитовании продолжился**

Размер кредитного портфеля (до вычета резервов) сократился на 22 млрд руб. до 243,6 млрд руб., что соответствует выдаче новых кредитов в размере 15 млрд руб. в месяц. Спад произошел по всем сегментам: кредиты наличными - на 8,8%, POS - на 12,2%, кредиты по картам - на 9%. Отметим, что

### Улучшения качества кредитов не произошло

во 2 кв. кредиты без просрочки были проданы связанной стороне в размере 2,2 млрд руб. в рамках управления капиталом.

Сокращение показателя NPL 90+ в абсолютном выражении на 3,5 млрд руб. до 36,75 млрд руб., что составляет 15,1% портфеля, произошло вследствие произведенных в 1 кв. списаний на 15 млрд руб. (6,2% портфеля). Объем сформированных резервов (39,8 млрд руб.) не выглядит высоким, учитывая низкое качества кредитов.

"Новый" суборд HCFBRU 21 (УТС 14,5%) выглядит дорого, котируясь почти без премии к "старому" суборду HCFBRU 20.

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

## Nordgold: негативный эффект высокой базы

### Ожидаемо слабые результаты из-за эффекта высокой базы

Nordgold (-/Ba3/BB-) опубликовал ожидаемо слабые финансовые результаты за 2 кв. 2015 г. в основном из-за эффекта высокой базы: поскольку в предыдущем 1 кв. было аффинововано и реализовано золото, добытое в конце 2014 г., а также были проданы нереализованные в 4 кв. запасы по цене, более высокой, чем в 4 кв. В результате объемы реализации упали на 17% кв./кв. При этом отметим, что снижение цен на золото было незначительным (-0,8% кв./кв.), однако давление на результаты оказало укрепление рубля (34% объемов производится в РФ) во 2 кв. на 16% кв./кв. В итоге выручка упала на 18% кв./кв., показатель EBITDA просел на 21% кв./кв., рентабельность по EBITDA за 2 кв. снизилась на 2,1 п.п. до 50,7%.

### Запас денежных средств остается значительным

Запас денежных средств у компании остается значительным (398 млн долл., включая краткосрочные депозиты), а краткосрочный долг минимален (4,9 млн долл.). В 2016 г. и 2017 г. компании предстоит погасить лишь 125 и 167 млн долл., соответственно. Долговая нагрузка во 2 кв. осталась практически на том же уровне что и кварталом ранее - 0,95x Чистый долг/EBITDA LTM.

### Ключевые финансовые показатели Nordgold

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.	1П 2015	1П 2014	изм.
Выручка	289,0	351,3	-18%	640,3	617,0	+4%
EBITDA	146,6	185,4	-21%	332,1	244,8	+36%
Рентабельность по EBITDA	50,7%	52,8%	-2,1 п.п.	51,9%	39,7%	+12,2 п.п.
Чистая прибыль	50,4	84,3	-40%	134,7	73,7	+83%
Операционный поток	94,4	157,7	-40%	252,1	133,7	+89%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-46,1	-36,1	+28%	-82,2	-72,8	+13%
Капвложения	75,6	31,9	+2,4x	107,6	70,6	+52%
Финансовый поток	-39,1	-9,3	+4,2x	-48,4	6,9	-

  

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	943,9	950,2	-1%
Краткосрочный долг	4,9	12,0	-59%
Долгосрочный долг	939,0	938,2	0%
Чистый долг	546,2	528,8	-3%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,95x	0,93x	-

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Рост издержек из-за укрепления рубля и вскрышных работ

Опережающее выручку снижение EBITDA (-21% кв./кв.) произошло из-за роста издержек за счет укрепления рубля (+10% в Бурятзолото, +4% на Березитовом, +21% на Нерюнгри), а также временного повышения коэффициента вскрыши на Таратко (+21%) и Апрельково (+43%) в результате расширения карьеров рудников. Рост расходов был сдержан сохранением издержек на прежнем уровне кв./кв. на Bissa и их снижением на 6% кв./кв. на Lefa (крупнейших активах компании). Общая денежная себестоимость выросла на 8% кв./кв. до 580 долл./унция, AISC (затраты, включающие капвложения) - на 13% кв./кв. до 769 долл./унция. Рентабельность по EBITDA

снизилась с 53% в 1 кв. до 51% во 2 кв.

#### Операционного потока достаточно для капвложений

Операционный денежный поток во 2 кв. сократился значительно - на 40% кв./кв. до 94,4 млн долл., инвестиции в оборотный капитал выросли до 10,4 млн долл. против 4,5 млн долл. в 1 кв. Во 2 кв., также как и в 1П 2015 г., операционного потока было достаточно для финансирования капвложений, которые ожидаемо выросли более чем вдвое кв./кв., и за 1П составили 107,6 млн долл. (всего 36% годового бюджета). Планы по капвложениям на 2015 г. подтверждены на уровне 300 млн долл. (из них 95 млн долл. придется на строительство рудника Bouly в 5 км от Bissa в Буркина-Фасо).

#### Девальвация рубля поддержит результаты

Компания ожидает, что по итогам 2015 г. объемы производства золота, скорее, будут ближе к верхней границе ранее озвученного диапазона 925 – 985 тыс. унций золота, а прогноз по AISC (затраты, включающие капвложения) второй раз за этот год снижен до 750 - 800 долл./унция (последний прогноз 800-850 долл./унция), что, на наш взгляд, связано с текущим ослаблением рубля и других локальных валют.

Наша рекомендация от 19 мая покупать NORDLI 18 с продажей EBRAZ 18 реализовалась: спред между выпусками расширился с 70 б.п. до 150 б.п. Дальнейший опережающий облигации Евраз ценной рост бондов NORDLI 18 мы не ждем, однако есть бумаги (URKARM 18), которые выглядят дороже в сравнении с этими бондами.

**Ирина Ализаровская**

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

## ЛУКОЙЛ: иракский проект поддерживает в непростых условиях

#### Резкий рост доходов за счет восстановления цен

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты по итогам 2 кв. 2015 г. по US GAAP, которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. Выручка компании выросла на 21% кв./кв., показатель EBITDA увеличился на 30% кв./кв., а рентабельность по EBITDA достигла 13,6% (12,6% в 1 кв. 2015 г.). Однако компании не удалось сгенерировать положительный свободный денежный поток из-за давления на операционный поток со стороны резкого роста рабочего капитала. Долговая нагрузка увеличилась незначительно с 0,65x до 0,71x Чистый долг/EBITDA LTM. Финансовое положение компании остается достаточно устойчивым, и ЛУКОЙЛ пока не планирует привлекать финансирование с долговых рынков для покрытия своей инвестиционной программы. Более того, менеджмент заявил, что планирует сохранить дивидендную политику и продолжит выплачивать высокие дивиденды. Поддержку финансовым результатам компании оказывают поступления с проекта в Ираке. Так, по итогам 2 кв. компенсационные платежи с проекта Западная Курна - 2 в Ираке составили 677 млн долл. на уровне EBITDA.

#### Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.	1П 2015	1П 2014	изм.
Выручка	28 104	23 190	+21%	51 294	73 886	-31%
EBITDA	3 815	2 925	+30%	6 740	9 975	-32%
Рентабельность по EBITDA	13,6%	12,6%	+1,0 п.п.	13,1%	13,5%	-0,4 п.п.
Чистая прибыль	1 005	690	+46%	1 695	4 122	-59%
Чистая рентабельность	3,6%	3,0%	+0,6 п.п.	3,3%	5,6%	-2,3 п.п.
Операционный поток	2 856	3 289	-13%	6 145	7 562	-19%
Капитальные вложения	-2 996	-2 561	+17%	-5 557	-7 215	-23%
Свободный денежный поток	- 140	728	-	588	347	+69%

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	13 030	13 356	-2%
Краткосрочный долг	1 425	2 134	-33%
Долгосрочный долг	11 605	11 222	+3%
Чистый долг	10 031	10 149	-1%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,71x	0,65x	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### ЛУКОЙЛ сокращает объемы переработки из-за налогового маневра

Во 2 кв. 2015 г. ЛУКОЙЛ увеличил суточную добычу углеводородов на 0,4% кв./кв. до 2 377 тыс. барр./сутки. Производство нефтепродуктов увеличилось на 4% кв./кв. до 14,7 млн тонн. Но по итогам года менеджмент компании намерен сократить объем выпуска нефтепродуктов, так как налоговый маневр, введенный с 1 января 2015 г. сократил рентабельность переработки. Но суммарный объем реализации нефти и нефтепродуктов увеличился с 49,2 млн тонн в 1 кв. до 51,9 млн тонн во 2 кв.: продажи нефти выросли на 6% кв./кв. до 152,7 млн барр., а реализация нефтепродуктов - на 17% кв./кв. до 31,1 млн тонн.

### Денежный поток из Ирака увеличивается вслед за ростом цен

Во 2 кв. доля ЛУКОЙЛа в нефти с проекта Западная Курна - 2 в Ираке выросла на 14% кв./кв. до 16,14 млн барр. Доля выручки составила 893 млн долл. (642 млн долл. в 1 кв. 2015 г.), и 677 млн долл. (395 млн долл. в 1 кв. 2015 г.) на уровне ЕБИТДА. На телеконференции менеджмент компании заявил, что на 1 сентября 2015 г. ЛУКОЙЛ должен полностью компенсировать свои инвестиции в проект, сделанные до 2015 г. Стоит ожидать, что результаты и 3 кв. будут поддержаны дополнительными финансовыми поступлениями с иракского проекта.

### Рост оборотного капитала помешал сгенерировать положительный свободный денежный поток

Капитальные вложения выросли на 17% кв./кв. до почти 3 млрд долл. в основном из-за укрепления рубля во 2 кв. В рублевом выражении их уровень практически не изменился. Операционный денежный поток сократился на 13% кв./кв. до 2,86 млрд долл. из-за отрицательного эффекта от роста оборотного капитала (- 733 млн долл.). В результате отрицательный свободный денежный поток составил 140 млн долл. Напомним, в 2015 г. ЛУКОЙЛ планирует сокращение капитальных вложений на 20-25% за счет девальвации рубля. Добычу нефти планируется сохранить на уровне 2014 г.

Наша рекомендация от 11 июня покупать бонды Роснефти против продажи ЛУКОЙЛа реализовалась: премия между выпусками эмитентов ушла ниже 100 б.п. В условиях низких цен на нефть мы не рассчитываем на ценовой рост бондов нефтегазовых эмитентов.

**Андрей Полищук**

andrey.polischuk@raiffeisen.ru

+7 (495) 221 9849

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

## РусГидро: сделка с ВТБ позитивна для кредитного профиля

### Отчетность за 2 кв. лучше ожиданий, но для кредитного профиля важнее сделка с ВТБ

Результаты РусГидро (BB/Ba2/BB+) за 2 кв. 2015 г оказались несколько лучше ожиданий аналитиков. Продолжающееся снижение выработки ГЭС и рост топливных расходов РАО ЭС Востока были несколько компенсированы замедлением роста издержек г./г. по сравнению с предыдущим кварталом, а также более высокими ценами в Сибири и постепенным улучшением финансовых результатов сбытового сегмента. Мы полагаем, что финансовые результаты в настоящий момент отходят на второй план, так как основным фактором улучшения кредитного профиля РусГидро становится ожидаемая сделка по привлечению капитала для рефинансирования долгов РАО ЭС Востока.

## Ключевые финансовые показатели РусГидро

В млн руб., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.	2 кв. 2015	2 кв. 2014	изм.
Общая выручка (включая субсидии)	78 640	97 668	-19%	78 640	76 200	3%
ЕБИТДА	15 314	19 113	-20%	15 314	15 981	-4%
Рентабельность по ЕБИТДА	19,5%	19,6%	-0,1 п.п.	19,5%	21,0%	-1,5 п.п.
Чистая прибыль	6 720	11 862	-43%	6 720	7 042	-5%
Операционный поток	9 012	14 138	-36%	9 012	8 567	+5%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-26 339	3 787	-	-26 339	-17 328	-
Капвложения	23 698	15 832	+50%	23 698	17 577	+35%
Финансовый поток	12 362	-5 157	-	12 362	4 464	+2,8x
В млн руб., если не указано иное	30 июня 2015			31 марта 2015		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	192 024			175 633		+9%
Краткосрочный долг	83 144			58 104		+43%
Долгосрочный долг	108 880			117 529		-7%
Чистый долг	149 872			128 500		+17%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,94x			1,92x		-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

## Новые детали сделки по привлечению капитала...

С 1 июля, когда мы предыдущий раз описывали потенциальную схему сделки по рефинансированию задолженности ПАО ЭС Востока, прояснилось значительное число деталей. РусГидро выбрала банк ВТБ в качестве организатора и раскрыла предварительные параметры и схему привлечения финансирования. Так, по плану РусГидро продаст ВТБ новые акции на сумму 85 млрд руб, при этом доля банка в капитале компании после проведения сделки не должна превышать 20%. Для того, чтобы передать эти средства на баланс ПАО ЭС Востока, РусГидро приобретет 12-летние облигации "дочки" на 85 млрд рублей с госгарантией на 50% номинала. В момент продажи РусГидро и ВТБ должны заключить также 5-летнее форвардное соглашение на то же количество акций. Форвардная цена должна включать накопленные проценты и быть уменьшена на величину выплаченных компанией за период действия соглашения дивидендов. Предполагается, что в течение срока действия форвардного соглашения ВТБ и РусГидро будут заниматься поиском заинтересованного в приобретении данного пакета стратегического инвестора. Если сделка по продаже "стратегу" состоится, в зависимости от цены сделки либо РусГидро должна будет доплатить банку (причем сделать это она сможет при помощи находящихся у нее на балансе облигаций ПАО ЭС Востока с госгарантией на 50% номинала), либо, напротив, ВТБ должен будет передать РусГидро часть полученной от продажи прибыли.

## ...позволяют нам рассчитывать на улучшение кредитного профиля РусГидро

На наш взгляд, подобная схема сделки позитивна для кредитного профиля компании. Менеджмент РусГидро заявлял о намерении существенным образом увеличивать дивиденды и снижать инвестиционную программу компании для того, чтобы по возможности максимизировать цену продажи "стратегу". В то же время, даже если предположить, что цена продажи инвестору окажется на уровне сегодняшней рыночной цены, обязательства РусГидро перед ВТБ могут быть полностью закрыты передачей банку облигаций ПАО ЭС Востока. Кроме того, подобная сделка снижает риски держателей текущего рыночного долга РусГидро, так как все обращающиеся выпуски облигаций должны быть погашены либо имеют оферту до даты расчетов по форвардному соглашению с ВТБ.

Краткосрочные рублевые евробонды HYDRRM 15 котируются с YTM 12,75% @ октябрь 2015 г. По нашему мнению, бумаги интересны для удержания до погашения. Среди рублевых евробондов повышенную доходность предлагает RSHB 16 с YTM 13,75-14%.

Федор Корначев

fedor.kornachev@raiffeisen.ru

+7 495 221 9851

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

## Башнефть: восстановление цен помогло сократить чистый долг

### Долговая нагрузка упала до 1,14x

Вчера Башнефть (-/Ba1/BV) опубликовала сильные финансовые результаты за 2 кв. 2015 г. по МСФО. Так, EBITDA выросла на 34% кв./кв., рентабельность по этому показателю увеличилась с 18,7% в 1 кв. до 23,5% во 2 кв. Свободный денежный поток вышел из отрицательной зоны и достиг 22 млрд руб. В результате долговая нагрузка снизилась с 1,4x до 1,14x Чистый долг/EBITDA. Более того, Башнефть договорилась с банками о снижении процентных ставок по российским кредитам после изменения ключевой ставки ЦБ. Так, средневзвешенная ставка снизилась с 11,7% в 1 кв. до 11,1% во 2 кв. На телеконференции менеджмент компании заявил, что Башнефть не планирует крупных погашений долга до февраля 2016 г. Но компания следит за долговым рынком для привлечения длинных денег, если это потребуется. Мы полагаем, что Башнефть способна обеспечить инвестиционную программу (56 млрд руб. на 2015 г., +16% г./г.) самостоятельно.

### Ключевые финансовые показатели Башнефти

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.	1П 2015	1П 2014	изм.
Выручка	152 745	142 930	+7%	295 675	309 844	-5%
EBITDA	35 854	26 737	+34%	62 591	54 995	+14%
Рентабельность по EBITDA	23,5%	18,7%	+4,8 п.п.	21,2%	17,7%	+3,4 п.п.
Чистая прибыль	18 421	11 679	+58%	30 100	29 812	+1%
Чистая рентабельность	12,1%	8,2%	+3,9 п.п.	10,2%	9,6%	+0,6 п.п.
Операционный поток	37 617	-2 697	-	34 920	47 122	-26%
Капвложения	-15 402	-12 161	+27%	-27 563	-18 811	+47%
Свободный поток	22 215	-14 858	-	7 357	28 311	-74%

  

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	171 654	158 583	+8%
Краткосрочный долг	18 073	19 337	-7%
Долгосрочный долг	153 581	139 246	+10%
Чистый долг	125 870	145 328	-13%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,14x	1,40x	-

\* EBITDA за предшествующие 12 месяцев  
Источники: Башнефть, оценки Райффайзенбанка

### Объем переработки продолжает сокращаться

Во 2 кв. 2015 г. Башнефть увеличила суточную добычу нефти на 2,6% кв./кв. за счет роста добычи на Бурнефтегазе (+35% кв./кв.). Объем переработки сократился на 5% кв./кв. из-за налогового маневра, который снизил ее рентабельность. Напомним, в 2015 г. компания намерена сократить выпуск нефтепродуктов на 7-10% до 18-18,5 млн тонн. По плану менеджмента, добыча компании должна увеличиться до 19 млн тонн (+7% г./г.). Мы считаем, что драйверами роста останутся месторождения им. Требса и Титова и Бурнефтегаза. Пиковый уровень добычи на месторождениях им. Требса и Титова ожидается к 2020 г. на уровне 4,8 млн тонн. По нашим оценкам, добыча Бурнефтегаза может увеличиться в несколько раз и превысить 2 млн тонн к 2020 г.

### Операционные расходы вновь сократились

Рентабельность по EBITDA резко выросла до 23,5% благодаря увеличению рентабельности экспорта и восстановлению доходности на внутреннем рынке. Сам показатель EBITDA вырос на 34% кв./кв. до 35,9 млрд руб. Стоит отметить, что операционные расходы сократились на 8% кв./кв.

### Операционный денежный поток вышел в плюс

Во 2 кв. капитальные вложения выросли на 27% кв./кв., что не помешало компании сгенерировать свободный денежный поток в размере 22,2 млрд руб. Напомним, в 2015 г. Башнефть планирует инвестировать 56 млрд руб.: 20 млрд руб. будут направлены на зрелые месторождения, 19 млрд руб. - на месторождения им. Требса и Титова, 6 млрд руб. - на проекты Бурнефтегаза и 11 млрд руб. в сегмент переработки. Ранее, до падения цен на нефть и девальвации рубля Башнефть планировала капитальные вложения на уровне 8,1 млрд долл. в период 2014-2018 гг.

Рублевые облигации Башнефти имеют низкую ликвидность. Лучшей им альтернативой мы считаем рублевые евробонды SBER 16 (YTM 12,25%), RSHB 16 (YTM 13-14%). Также интерес представляют бумаги АФК Система (краткосрочные рублевые выпуски с YTW 12,9%).

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

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

## Совкомфлот: все лучше и лучше

Совкомфлот (BB+/Ba2/BB-) опубликовал сильные результаты за 2 кв. 2015 г., которые мы оцениваем позитивно. Все ключевые финансовые показатели были либо умеренно выше, либо на уровне сильного 1 кв. и сопоставимы с пиком рынка в 2008 г., несмотря на то, что растущие ставки аренды танкеров по-прежнему существенно ниже пиковых уровней 2008 г. Так, по данным Simpson Spence Young, во 2 кв. 2015 г. ставки аренды на 12 месяцев на танкерном рынке выросли в среднем на 4-15% кв./кв. кроме стоимости тайм-чартера VLCC, которая не изменилась за период.

На этом фоне ТЧЭ выручка компании выросла на 13% кв./кв. до 328 млн долл., что произошло благодаря росту выручки от перевозки нефти на 5% кв./кв. до 144 млн долл., увеличению доходов от транспортировки газа на 20% кв./кв. до 35 млн долл., а также росту прочей выручки с 4 до 29 млн долл., что было частично компенсировано сезонным снижением на 4% кв./кв. доходов от перевозки нефтепродуктов до 62 млн долл. Выручка от оффшорных проектов, являясь по-прежнему самым прибыльным и нециклическим сегментом бизнеса, незначительно выросла до уровня 59 млн долл. Рентабельность по EBITDA составила 49% против 50% в 1 кв. 2015 г. за счет продолжающейся девальвации (Совкомфлот отчитывается в долларах).

После пика инвестиционных затрат в 1 кв. 2015 г. на фоне новых заказов, капвложения умеренно сократились до 223 млн долл, хотя и по-прежнему превышают чистый операционный доход в размере 179 млн долл., что привело к незначительному росту общего долга до 3 211 млн долл. Однако за счет опережающего роста рентабельности долговая нагрузка сократилась с 5,0x до 4,3x Чистый долг/LTM EBITDA. В августе Совкомфлот привлек несколько 7-летних кредитных линий на общую сумму 100 млн долл.

### Ключевые финансовые показатели Совкомфлота

В млн долл., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.	1П 2015	1П 2014	изм.
Валовая выручка, в т.ч.	<b>396</b>	359	+10%	<b>755</b>	675	+12%
Выручка в ТЧЭ	<b>328</b>	290	+13%	<b>618</b>	491	+26%
EBITDA	<b>192</b>	180	+7%	<b>372</b>	256	+46%
Рентабельность по EBITDA	<b>49%</b>	50%	-2 п.п.	<b>49%</b>	38%	+11 п.п.
Чистая прибыль/убыток	<b>119</b>	97	+23%	<b>216</b>	64	+3,4x
Операционный поток	<b>179</b>	179	0%	<b>358</b>	207	+73%
Инвестиционный поток, в т.ч.	<b>-166</b>	-260	-36%	<b>-427</b>	-112	+3,3x
Капвложения	<b>-224</b>	-263	-15%	<b>-487</b>	-241	2,1x
Финансовый поток	<b>-22</b>	137	-	<b>115</b>	-75	-
В млн долл., если не указано иное	30 июня 2015			31 марта 2015		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	<b>3 211</b>			3 183		+1%
Краткосрочный долг	<b>358</b>			426		-16%
Долгосрочный долг	<b>2 853</b>			2 758		+3%
Чистый долг	<b>2 878</b>			2 840		+1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	<b>4,3x</b>			5,0x		-

\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

31 августа 2015 г.

Потенциал для ценового роста евробондов SCFRU 17 (YTM 7,8%) ограничивается все еще высокой долговой нагрузкой эмитента. В то же время текущий дисконт менее 100 б.п. к кривой Евраза выглядит низким.

**Константин Юминов**

konstantin.yuminov@raiffeisen.ru  
+7 (495) 221 9842

**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

Макростатистика мая: кризис добрался до реального сектора

Падение промпроизводства усиливается

Импорт "не по карману"

### Валютный рынок

ЦБ приостанавливает длинное валютное РЕПО

ЦБ выводит из системы избыточную валюту

Валютный рынок: еще одна волна ослабления рубля - новая реальность?

ЦБ с 13 мая начал покупать валюту на открытом рынке в объеме 100-200 млн долл. в день

### Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

### Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

### Инфляция

Инфляция в мае: сезонный оптимизм

### Ликвидность

Казначейство РФ возобновляет о/п аукционы РЕПО с ОФЗ и удваивает лимиты до 100 млрд руб.

### Монетарная политика ЦБ

Снижение ключевой ставки ЦБ уже не будет таким резким

### Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

### Банковский сектор

Май незаметно унес заметный запас валютной ликвидности

Банки пока не готовы к полному снятию аварийных мер



# #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
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

### 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	ФК Открытие	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



# #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
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674
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
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.