



12 февраля 2015 г.

## Мировые рынки

### Цены на нефть продолжает лихорадить

Вчера наблюдалось достаточно резкое падение нефтяных цен, в моменте стоимость барреля Brent опускалась с 57 до 54 долл. (закрытие на уровне 55 долл.). Этому способствовал выход еженедельного отчета Управления энергетической информации США (EIA), показавшего рост коммерческих запасов нефти в США на 4,9 млн барр. (консенсус: 4,0 млн барр.) до 417,9 млн барр., 80-летнего максимума для этого времени года. Вместе с тем, темпы роста запасов несколько замедлились (в предыдущую неделю рост составил 6,3 млн барр.). Последние данные по добыче в США также указывают на замедление роста. Таким образом, снижение буровой активности, наблюдающееся с октября 2014 г., возможно, уже начинает сказываться на производстве нефти. Вместе с тем, зависимость числа буровых установок и производства нефти не столь очевидна, как кажется. Данные EIA указывают на то, что средняя производительность новых установок в последние месяцы достаточно сильно выросла (компании отказываются от бурения менее перспективных скважин). Это нивелировало около половины эффекта от снижения буровой активности за данный период. Поэтому ожидать резкого замедления производства нефти в ближайший месяц не стоит, что окажет сдерживающее влияние на цены. Мы отмечаем, что цены на нефть достаточно бурно реагируют на любую новость, которая хоть как-то касается нефтяной отрасли, что, вероятно, связано с большой долей спекулятивного капитала. Возможно, что выходящие сегодня данные по розничным продажам в США за январь (консенсус: +0,4% м./м., исключая автомобили и топливо), являющиеся основным индикатором потребительского спроса, также окажут определенное воздействие. А еженедельный отчет Baker Hughes по количеству действующих буровых вышек (главный драйвер роста цен в последние две недели) почти наверняка приведет к значительному движению на рынке.

## Валютный и денежный рынок

### Недельная инфляция замедлилась до 0,6% против 0,9% ранее. Предпосылок для снижения ключевой ставки по-прежнему нет

В годовом выражении инфляция ускорилась до нового максимума в 15,6%. Мы считаем, что из-за высокого уровня инфляции м./м. и сравнения с относительно низкой инфляцией за аналогичный период 2014 г., в годовом выражении инфляция продолжит ускоряться и достигнет максимума во 2 кв. 2015 г. (18-19%). На прошлой неделе основной причиной замедления инфляции стала остановка роста транспортных тарифов: их резкий скачок ранее был связан с ежегодной индексацией. Не менее важный вклад внесло достаточно сильное сокращение темпов роста цен на плодоовощную продукцию - с 2,6% до 1,5%. В совокупности эти факторы снизили инфляцию на ~0,1 п.п. Значительное расхождение итоговой инфляции за январь и недельных данных не позволяет полностью брать за основу предварительную недельную статистику при оценке масштабов инфляции. Недельные данные базируются на гораздо более узком списке категорий и не включают цены на большинство непродовольственных товаров и услуг, а именно в этом сегменте сейчас концентрируются дополнительные инфляционные риски. Но, предполагая, что инфляционное давление в непродовольственном секторе в целом не должно было резко сократиться, согласно текущим данным можно говорить, что инфляция февраля, скорее всего, будет выше 2,5%, а в годовом выражении превысит 17%. Такая динамика не создает условий для возможности снижения ключевой ставки, в то время как повышение ставки в текущих условиях, на наш взгляд, неоправданно с точки зрения рисков для экономического роста и противоречивости сигналов для финансового рынка.

## Рынок ОФЗ

### Аукционы ОФЗ привлекли высокий спрос

По итогам обоих аукционов вчера спрос заметно превысил предложение. По ОФЗ 26216 он составил 20,4 млрд руб. при объеме предложения 5 млрд руб. В итоге было размещено 4,9 млрд руб., средневзвешенная доходность - 13,76%, что в целом не предполагает премии ко вторичному рынку. По ОФЗ 24018 спрос достиг 30,3 млрд руб., был размещен весь объем предложенных бумаг (15 млрд руб.), средневзвешенная цена составила 94,05% от номинала, примерно на уровне, сложившемся на аукционе в прошлую среду. Столь позитивный настрой инвесторов может быть связан с оптимистичными ожиданиями по итогам встречи в Минске. Однако, как мы полагаем, многие участники рынка ОФЗ рассчитывают на дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики в ближайшее время, что нам видится малореалистичным, учитывая ожидаемое раскручивание инфляции (см. выше).

## Рынок корпоративных облигаций

ЕвроХим: улучшения благодаря девальвации рубля. См. стр. 2

## ЕвроХим: улучшения благодаря девальвации рубля

**Результаты оцениваем нейтрально** Компания EuroChem Group AG (далее - ЕвроХим) (BB/-/BB) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и 2014 г. в целом, которые мы оцениваем нейтрально. Существенное улучшение кв./кв. и г./г. на уровне EBITDA произошло за счет ослабления рубля к доллару США.

### Ключевые финансовые показатели ЕвроХима

| в млн долл., если не указано иное | 4 кв. 2014 | 3 кв. 2014 | изм.      | 2014         | 2013          | изм.      |
|-----------------------------------|------------|------------|-----------|--------------|---------------|-----------|
| Выручка                           | 1 145,9    | 1 186,9    | -3%       | 5 087,5      | 5 555,7       | -8%       |
| Валовая прибыль                   | 456,6      | 479,6      | -5%       | 2 013,8      | 2 013,9       | 0%        |
| Валовая рентабельность            | 39,8%      | 40,4%      | -0,6 п.п. | 39,6%        | 36,2%         | +3,4 п.п. |
| EBITDA                            | 422,0      | 364,6      | +16%      | 1 513,0      | 1 349,0       | +12%      |
| Рентабельность по EBITDA          | 36,8%      | 30,7%      | +6,1 п.п. | 29,7%        | 24,3%         | +5,4 п.п. |
| Чистая прибыль                    | -640,7     | -240,5     | -         | -577,6       | 386,6         | -         |
| Операционный поток                | 176,6      | 320,8      | -45%      | 964,0        | 1 136,7       | -15%      |
| Инвестиционный поток, в т.ч.      | -231,5     | -594,5     | -2,6х     | -1 284,1     | -1 007,2      | +27%      |
| Капвложения                       | 329,9      | 310,9      | +6%       | 1 064,0      | 1 018,3       | +4%       |
| Финансовый поток                  | -130,5     | 319,1      | -         | 239,6        | -130,4        | -         |
| в млн долл., если не указано иное |            |            |           | 31 дек. 2014 | 30 сент. 2014 | изм.      |
| Совокупный долг, в т.ч.           |            |            |           | 3 057,7      | 3 401,0       | -10%      |
| Краткосрочный долг                |            |            |           | 839,4        | 651,8         | +29%      |
| Долгосрочный долг                 |            |            |           | 2 218,3      | 2 749,2       | -19%      |
| Чистый долг                       |            |            |           | 2 694,3      | 2 853,1       | -6%       |
| Чистый долг/ EBITDA LTM *         |            |            |           | 1,8х         | 2,1х          | -         |

\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Снижение выручки в основном за счет сокращения объемов продаж**

Выручка в 4 кв. снизилась на 3% кв./кв., причем ее сокращение происходило по всем основным видам продукции (-3% - азотные удобрения, -9% - сложные удобрения, -28% - железорудный концентрат), кроме фосфорных удобрений (рост на 7,5% кв./кв.). При достаточно стабильных кв./кв. ценах на удобрения (в долларовом выражении) снижались физические объемы реализации сложных и азотных удобрений (-9% и -0,8% кв./кв., соответственно). На продажи железорудного концентрата, помимо сокращения объемов (-6%), повлияло существенное падение цены из-за роста предложения и снижения спроса со стороны Китая.

**Существенный рост EBITDA и маржи из-за сокращения затрат в долл. выражении**

В результате резкого ослабления рубля (в среднем на 32% кв./кв.) и, соответственно, падения затрат компании в долларовом выражении показатель EBITDA в 4 кв. вырос на 16% кв./кв., рентабельность по EBITDA достигла рекордного за последние 2,5 года значения - 36,8%. В 1 кв. 2015 г. пока можно ожидать дальнейшего улучшения результатов компании, поскольку снижение курса рубля продолжилось (на настоящий момент -35% к 4 кв. в среднем).

Чистый убыток, напротив, вырос с 240 до 641 млн долл., в частности, из-за отрицательных курсовых разниц (626 млн долл.) в результате переоценки долга, номинированного в долларах (функциональной валютой отчетности российского подразделения является рубль), а также финансового убытка по валютным форвардам и свопам (401 млн долл.).

**Чистого операционного потока не хватило на сарех**

Чистый операционный денежный поток в 4 кв. сократился на 144 млн долл. кв./кв. до 176,6 млн долл. за счет инвестирования в оборотный капитал 339 млн долл. В итоге операционного потока не хватило на капвложения (330 млн долл.). За 2014 г. в целом операционного денежного потока после инвестиций в оборотный капитал также было недостаточно для инвестиций. За 4 кв. накопленные денежные средства, включая депозиты, сократились более чем вдвое (с 802 млн долл.).

12 февраля 2015 г.

Риски  
рефинансирования  
оцениваем как  
приемлемые

В 2015 г. компании предстоит погасить свыше 800 млн долл. долга, при этом на счетах аккумулировано только 377 млн долл. В годовой отчетности ЕвроХима указывается, что у компании есть невыбранные кредитные линии всего на общую сумму ~250 млн долл. В целом риски рефинансирования мы оцениваем как приемлемые.

Чистый долг/EBITDA  
вернулся к комфортным  
1,8х

Общий долг за 4 кв. сократился на 10% из-за переоценки рублевого долга, а показатель Чистый долг/EBITDA LTM вернулся к комфортным 1,8х. Напомним, что целевым для компании является уровень 1,5-2,0х, а в сложной ситуации - 2,5х, при превышении которого, по заявлениям менеджмента, компания может начать сокращать инвестиционную программу.

Сегодня в ходе телеконференции, возможно, будут раскрыты обновленные инвестиционные планы компании, потенциальные источники/опции их финансирования, а также рефинансирования имеющегося долга.

**Ирина Ализаровская**

[irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru](mailto:irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru)

+7 495 721 9900 (8674)



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Слабая макростатистика ноября: риски более серьезного падения ВВП в 2015 г.

### Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Рубль «пришел в чувства»

Валютного коридора больше нет

### Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

### Рынок облигаций

Кривая ОФЗ уплощается ниже ставок РЕПО

Не пора ли покупать ОФЗ?

В Ломбардный список могут попасть бумаги даже без рейтинга

### Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

### Инфляция

Инфляция: все выше и выше

### Ликвидность

Ставки МБК: в шатком равновесии

Взлет ставок денежного рынка: кризис доверия и дефицит рублевой ликвидности

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

### Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

### Банковский сектор

Новые послабления для поддержки банков «на плаву»

ЦБ включает антикризисные механизмы

Экстренное удорожание фондирования от ЦБ не должно сильно сказаться на марже банков

Валютное РЕПО с ЦБ с рублевым залогом  $\neq$  рублевое РЕПО + FX SWAP

Лишь треть проданной ЦБ валюты осела в банках РФ.



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

### Транспорт

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

### Телекоммуникации и медиа

|           |            |
|-----------|------------|
| ВымпелКом | МТС        |
| Мегафон   | Ростелеком |

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

|        |       |
|--------|-------|
| Х5     | 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<br>Капитал | Промсвязьбанк |
| Альфа-Банк                      | ВТБ                   | ЛОКО-Банк               | РСХБ          |
| Азиатско-<br>Тихоокеанский Банк | ЕАБР                  | МКБ                     | Сбербанк      |
| Банк Русский Стандарт           | Газпромбанк           | НОМОС Банк              | ТКС Банк      |
| Банк Санкт-Петербург            | КБ Восточный Экспресс | ОТП Банк                | ХКФ Банк      |



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## ЗАО «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 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.