



15 февраля 2016 г.

Мировые рынки

Данные о розничных продажах в США вызвали всплеск оптимизма

Опубликованные в конце прошлой недели данные по объему розничных продаж за январь не разочаровали участников рынка: увеличение продаж составило 0,2% м./м., при этом в положительную сторону были пересмотрены данные за декабрь 2015 г. (с -0,1% м./м. до +0,2% м./м.). Продолжающееся падение цен на топливо (которое вносит негативный вклад в общий показатель) было компенсировано более высокими продажами а/м. За исключением топливной и а/м компонент прирост розничных продаж составил 0,4% м./м. и 3,8% г./г. Эти данные были позитивно восприняты финансовыми рынками, по крайней мере, дали повод для отскока (закрытия коротких позиций): американские и европейские индексы прибавили 1,95% и 3,08%, что сопровождалось и повышением доходностей UST (на 10 б.п. до YTM 1,75%), свидетельствуя о некотором улучшении аппетита к риску. Тем не менее, пока положение скользящих средних указывает на то, что восстановление рынков является лишь отскоком в рамках сохраняющегося "медвежьего" тренда. Заметное повышение цен на нефть (на 3,3 долл. до 33,3 долл./барр., Brent) транслировалось в позитивную динамику суверенных бондов РФ (выпуски Russia 42, 43 подорожали на 1 п.п.). Вышедшие сегодня макроданные, падение экспорта из Китая сильнее ожиданий и слабые данные по ВВП Японии за 4 кв. (на 1,4% в годовом выражении), ограничивают аппетит к риску. Сегодня торговая активность, скорее всего, будет низкой по причине закрытия американских рынков по случаю празднования Дня Президентов в США.

Валютный и денежный рынок

Несмотря на сильный приток из бюджета, о/п ставки МБК смогли восстановиться только ближе к ключевой (11%)

Несмотря на то, что бюджет на прошлой неделе пополнил банковскую систему на внушительные 858 млрд руб. (с учетом депозитных аукционов), короткие ставки денежного рынка перестали снижаться и восстановились до уровня, близкого к ключевой ставке (11%). В основном произошло это из-за того, что своповые рублевые ставки, которые до этого находились на локальных минимумах, оказывая значительное понижающее давление на общий уровень стоимости МБК, скорректировались вверх примерно на 70-80 б.п. и также приблизились к 11%.

Как мы и предполагали, из-за сегментированности рынка МБК, когда менее крупные банки по-прежнему испытывают потребность в рефинансировании ЦБ, предоставленные Банком России дополнительные 280 млрд руб. недельного РЕПО на прошлой неделе, были полностью востребованы и пошли на замещение более дорогого фиксированного РЕПО, которое банки были вынуждены привлечь ранее. В то же время, более крупные банки на фоне такого крупного притока из бюджета смогли погасить 312-П на 275 млрд руб. (ЦБ предоставил новый лимит меньше погашения). Чистым итогом стал рост корсчетов банков в ЦБ примерно на 437 млрд руб., что позволило снизить структурный дефицит ликвидности (чистую негативную позицию рублевой ликвидности) на эквивалентную сумму.

На этой неделе мы ожидаем продолжения встречного притока рублей с бюджетных счетов в банковский сектор, несмотря на налоги. В феврале объем налоговых платежей ввиду сезонности находится на минимуме. Мы оцениваем чистый отток рублевых средств из-за налогов с 15 по 29 февраля в пределах 200 млрд руб. В результате, по итогам февраля по показателю притока средств из бюджета банковский сектор останется в плюсе (возможно, более 700 млрд руб.). Отметим, что, как и предполагалось, помимо сезонно низких налогов, бюджетные поступления в феврале усилились в компенсацию слабых госрасходов января. В отсутствие каких-либо сильных дисбалансов в сегменте валютных свопов мы ожидаем, что короткие ставки останутся на уровне около ключевой в ближайшее время. Накопленный на этой неделе приток пойдет на финансирование налогов и может быть абсорбирован ЦБ через снижение лимитов недельного РЕПО.

Рынок корпоративных облигаций

ЕвроХим: риски рефинансирования повышаются. См. стр. 2

Полюс Золото (BB-/-/BB-): потерял 2 ступени рейтинга от S&P

Агентство S&P понизило рейтинг компании на 2 ступени до BB- со стабильным прогнозом. Отметим, что недавно до того же уровня был снижен рейтинг от Fitch, но с негативным прогнозом. В качестве обоснования рейтингового действия S&P приводит выкуп акций Polyus Gold компанией Wandle Holdings Ltd. (конечным бенефициаром которой является С. Керимов) за счет бридж-кредита 5,5 млрд долл. (на конец 2014 г. краткосрочный долг Wandle составлял 3 млрд долл. под залог 40% акций Polyus Gold). Агентство не исключает, что недавно привлеченный кредит в размере 2,5 млрд долл. от Сбербанка на ОАО "Полюс Золото" будет направлен на выплату специальных дивидендов, что окажет существенное влияние на долговую нагрузку компании. Однако, по оценке S&P, Полюс Золото располагает адекватным уровнем собственных денежных средств (2 млрд долл. на начало 2016 г.) и стабильным свободным денежным потоком, чтобы обслуживать долг Wandle (это отражает прогноз по рейтингу). В настоящий момент бонды PGILLN 20 котируются с YTM 7,1%, что мы считаем справедливым с учетом рейтинга категории BB-.

ЕвроХим: риски рефинансирования повышаются

Слабые результаты за 4 кв. 2015 г. обусловлены сложными рыночными условиями

Компания EuroChem Group AG (далее - ЕвроХим) (BB/-/BB) представила слабые финансовые результаты за 4 кв. 2015 г. по МСФО, которые были обусловлены сложными рыночными условиями (снижением цен кв./кв.: -7% на основные виды азотных удобрений, -9% на фосфорные, -16% на железорудный концентрат, а также объемов продаж фосфорных (-26% кв./кв.) и наиболее маржинальных комплексных удобрений (-17% кв./кв.)). Выручка снизилась на 6% кв./кв., EBITDA - на 18% кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 4,8 п.п. до 34,3%. Совсем небольшое ослабление рубля в 4 кв. (на 5% кв./кв.) не оказало поддержку рентабельности компании.

Риски рефинансирования повышаются

На фоне роста Чистого долга и снижения LTM EBITDA долговая нагрузка повысилась до 2,0х с 1,6х на конец 3 кв. Краткосрочная задолженность в объеме 1 млрд долл. полностью не покрывается накопленными денежными средствами (~400 млн долл., включая даже 55 млн долл. с ограничением использования и 9 млн долл. депозитов) и невыбранными кредитными линиями (~220 млн долл.).

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	1049,8	1 120,0	-6%	4 540,3	5 087,5	-11%
EBITDA	360,1	437,5	-18%	1 576,7	1 513,0	+4%
Рентабельность по EBITDA	34,3%	39,1%	-4,8 п.п.	34,7%	29,7%	+5,0 п.п.
Чистая прибыль/убыток	134,7	103,3	+30%	756,1	-577,6	-
Операционный поток	35,5	343,8	-90%	1 063,7	964,0	+10%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-403,1	-327,9	+23%	-1 103,5	-1 284,1	-14%
Капвложения	302,3	311,9	-3%	972,1	1 064,0	-9%
Финансовый поток	91,4	-103,6	-	22,7	239,6	-90%
в млн долл., если не указано иное				31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				3 503,2	3 246,0	+8%
Краткосрочный долг				1 034,4	873,7	+18%
Долгосрочный долг				2 468,8	2 372,3	+4%
Чистый долг				3 173,6	2 677,9	+18%
Чистый долг/ EBITDA LTM *				2,0х	1,6х	

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Основное снижение выручки в фосфатном сегменте...

Выручка в 4 кв. 2015 г. снизилась на 6% кв./кв. до 1,05 млрд долл. за счет ее существенного падения в фосфатном сегменте (-23% кв./кв. до 394 млн долл.) при небольшом снижении в азотном (-1% кв./кв. до 459 млн долл.).

... за счет сокращения объемов продаж и цен

Негативная динамика в фосфатном сегменте связана со снижением объемов продаж фосфорных удобрений на 26% кв./кв., комплексных удобрений - на 17% кв./кв. (что частично объясняется сезонным фактором), железорудного концентрата (ЖРК) - на 7% кв./кв.; цен на МАФ - на 9% кв./кв., на концентрат - на 16% кв./кв.

В азотном сегменте цены оставались под давлением рекордно высокого экспорта из Китая, а также снижения себестоимости за счет девальвации валют; на аммиак и на приллированный карбамид цены снизились на 7% кв./кв., на аммиачную селитру, напротив, выросли на 5% кв./кв. Поддержку сегменту оказал рост объемов продаж на 6% кв./кв.

Помимо снижения цен давление на рентабельность оказал рост продаж продукции сторонних производителей

Снижение цен на удобрения и ЖРК, незначительное ослабление рубля (-5% кв./кв.), не компенсировавшее сокращение цен, а также наращивание более низкомаржинальных продаж продукции сторонних производителей (+31% кв./кв. до 670 тыс. т, расходы на товары для перепродажи выросли на 85% кв./кв. до 219 млн долл.) привели к сокращению рентабельности по EBITDA до 34% с 39% кварталом ранее. В азотном сегменте этот показатель снизился до 44% с 51%, в фосфатном - до 22% с 32%.

Чистый операционный денежный поток в 4 кв. просел почти в 10 раз до 35,5 млн долл., что

15 февраля 2016 г.

**Существенный рост
оборотного капитала
за счет запасов**

помимо снижения в целом операционной прибыли было обусловлено существенным ростом оборотного капитала (в него инвестировано 166 млн долл. против высвобождения 6 млн долл. в прошлом квартале), преимущественно за счет роста запасов. Капвложения в 4 кв. составили 302,3 млн долл. (-3% кв./кв.). За год в целом они составили 972 млн долл. (при изначальном плане 1-1,2 млрд долл.) и были профинансированы из операционного денежного потока компании.

Как мы отмечали ранее, до запуска производства калия в конце 2017 г. затраты компанией оцениваются еще в 0,7-1 млрд долл. по каждому калийному проекту, или 560-800 млн долл. в год, что вкупе с другими плановыми инвестициями, по нашим оценкам, может быть профинансировано из собственного операционного денежного потока компании (при условии отсутствия каких-либо существенных негативных рыночных изменений).

**В краткосрочной
перспективе риски
снижения спроса и
цен**

Компания в краткосрочной перспективе видит риски дальнейшего снижения спроса и цен. Однако, по нашим оценкам, эффект девальвации рубля в 1 кв. 2016 г. (на 18% кв./кв.) пока компенсирует снижение цен, что приведет к повышению рентабельности. Телеконференцию по финансовым результатам за 2015 г. компания проведет во вторник, 16 февраля, во время которой возможно будут озвучены планы по рефинансированию краткосрочного долга, по капвложениям, объемам производства и прогнозы финансовых показателей на 2016 г.

Мы не видим торговых идей в выпуске EUCHEM 17 (YTM 5%), который может быть интересен лишь для удержания до погашения (валютная ликвидность на локальном рынке стоит заметно дешевле).

Ирина Ализаровская

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

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 ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



#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	ТКС 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
Мария Помельникова		(+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.