

## Пульс рынка

---

- ▶ **Греция давит на финансовые рынки.** Неопределенность в греческом вопросе оказывает все более сильное давление на рынки: евро подешевел до 1,3 долл., индексы акций продолжили снижение (-0,5%). Европейские лидеры/кредиторы теперь требуют от Греции предоставления всеми политическими партиями страны гарантий выполнения бюджетных ограничений и/или переноса предстоящих выборов. Очевидно, что текущие настроения в греческом обществе не позволят выполнить выдвигаемые условия, которые лишь подталкивают страну к выходу из зоны евро. С точки зрения финансовых рынков (прежде всего, суверенного долгового рынка еврозоны), более безопасным была бы реализация сценария, при котором Греция получает сумму, необходимую для выполнения ее краткосрочных обязательств (в этом году погашение долга - 50 млрд евро, выплата процентов - 11 млрд евро); ограничиваются возможные убытки банков (на их балансах находится греческий долг в размере 60 млрд евро); и лишь затем осуществляется ее исключение из зоны евро. Однако позиция Германии в этом вопросе может быть иной: зачем тратить деньги на страну, которая не готова к фискальному контролю? Стоит отметить, что Италия уже выразила свое беспокойство по поводу слишком жестких условий, требуемых от Греции. Негативный новостной фон был усилен сообщением Moody's о возможном снижении рейтинга глобальных банков UBS, Credit Suisse и Morgan Stanley (сразу на три ступени), а также сокращением чистой прибыли Societe Generale на 89% г./г. по итогам 2011 г. (из-за убытка инвестиционного подразделения).
- ▶ **Сбербанк не снижает активность на "первичке".** Сбербанк разместил еврооблигации номиналом 350 млн швейцарских франков (~375 млн долл.) с YTM 3,1% к погашению в сентябре 2015 г., что соответствует спреду 290 б.п. к среднерыночным свопам (IRS). Напомним, что недавно эмитент разместил два выпуска евробондов на сумму 1,75 млрд долл., которые сейчас торгуются на уровне IRS + 380 б.п. для 5-летнего выпуска и IRS + 400 б.п. для 10-летнего выпуска. Наличие избыточного спекулятивного капитала, номинированного в швейцарских франках, позволило банку реализовать бумаги с дисконтом к рынку (долларовый бонд SBER 15 котируется на уровне IRS + 324 б.п.).
- ▶ **Чистый отток ликвидности в связи с налогами и погашениями оказался несущественным - позитивно для ставок денежного рынка.** На фоне вчерашних платежей (200 млрд руб. страховых взносов, 22 млрд руб. фонду ЖКХ, 19 млрд руб. - покупка ОФЗ, 42 млрд руб. - погашение 3 мес. РЕПО), чистое снижение ликвидности, как мы и ожидали, составило только ~40 млрд руб., что преимущественно объясняется притоком госрасходов и средств от интервенций ЦБ. Сохранение на этом фоне остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ на уровне 1,1 трлн руб. предполагает, что при прохождении крупных налоговых платежей на следующей неделе (НДС ~110 млрд руб., НДСП и акцизы - 220 млрд руб.) удастся избежать крупного оттока ликвидности и заметного повышения ставок денежного рынка (~4,6% о/п сейчас).
- ▶ **Аукцион по ОФЗ прошел без ажиотажа.** Отсутствие позитивных сигналов на внешнем рынке снизило спекулятивный интерес на аукционе по размещению ОФЗ 26206 номиналом 20 млрд руб.: спрос превысил предложение всего лишь на 35%, было реализовано бумаг на 19 млрд руб. Цена отсечения (100,12%) была установлена по верхней границе ориентира YTM 7,5%. На вторичном рынке котировки бумаг снизились до 100,05% от номинала.
- ▶ **Первичный рынок не готов к более низким доходностям.** Башнефть (NR) установила ставку купона по 3-летнему выпуску номиналом 10 млрд руб. по верхней границе ориентира, что соответствует YTP 9,2%. ГМС (S&P: BB-) закрыл книгу заявок на покупку 3-летних бумаг номиналом 3 млрд руб. с YTM 11,0%. Мы считаем, что потенциал для ценового роста этих бумаг быстрее рынка отсутствует.

## Темы выпуска

---

- ▶ **Промышленное производство: осторожный оптимизм**
  - ▶ **ЕвроХим: ожидаемое увеличение долга**
-

## Промышленное производство: осторожный оптимизм

### Рост производства ускорился в январе

После неожиданного замедления до 2,5% г./г. в декабре, рост промышленного производства в первый месяц 2012 г. вернулся к темпам 3,8% г./г., тем самым ослабляя возникшие на фоне слабой статистики 4 кв. 2011 г. сомнения в устойчивости его динамики. В сравнении с декабрем 2011 г. рост выпуска ускорился с 0,1% до 0,4% (с корректировкой на сезонность) и сопоставим с темпами 2010 г., что может служить поводом для оптимизма. Несмотря на общее хорошее впечатление, которое оставляют новые данные, необходимо отметить, что немаловажную роль в хороших результатах января мог сыграть статистический эффект большего количества рабочих дней в январе 2012 г. (17 против 16 за январь 2011 г.).

### Обработывающий сектор внес основной вклад

Как и прежде, основной вклад в улучшение динамики промпроизводства привнес обрабатывающий сектор. Темпы роста выпуска в этом сегменте остаются наиболее высокими, причем в январе произошло ускорение до 4,8% г./г. (3,3% г./г. в декабре и 4,6% в 4 кв. 2011 г.). Рост в добывающем секторе стабилизировался на темпах 4 кв. 2011 г. (1,4% г./г.). В то время как производство и распределение электроэнергии, газа и воды отразило растущее потребление энергии на фоне низких температур января 2012 г., замедлив сезонное падение до 0,2% г./г. против -3,4% за аналогичный период 2011 г.

В фазе восстановительного роста наиболее быстро растущие обрабатывающие производства были основным драйвером промышленного выпуска. По мере выхода на докризисные промышленные мощности они же теперь демонстрируют и наибольшее замедление (почти втрое в сравнении с 2011 г.), что с учетом высокой доли обрабатывающих производств в итоговом индексе и сравнительно стабильной динамики прочих производств, будет оставаться одним из основных сдерживающих факторов для отечественной промышленности в 2012 г.

Из отдельных категорий в январе радуют результаты добычи и умеренное замедление металлургии, учитывая, что из-за экстремально низких температур в этом месяце могла произойти вынужденная приостановка отдельных мощностей. Неплохие показатели у пищевой промышленности, что может быть отголоском роста потребления на фоне повышения платежеспособности спроса. То же касается и сохранения сильных показателей выпуска транспортных средств, где, отражая растущие продажи, наибольшую активность демонстрирует сектор легковых автомобилей. Наиболее быстрые темпы роста отмечены в производстве стройматериалов, где предложение по-прежнему не поспевает за спросом, учитывая высокую долю госзаказа, восстановление после кризисного "простоя" и проблемы с транспортировкой.

По итогам 2011 г. докризисный уровень удалось превзойти химии, нефтепереработке, пищепрому, добывающей промышленности, энергетике и производству транспортных средств. Металлургия в целом вышла на докризисные объемы выпуска, а по некоторым категориям даже превысила его. За этим может последовать, как минимум, стабилизация темпов роста выпуска этих отраслей, однако именно они будут обеспечивать фундаментальную базу для роста промышленного индекса. Привести к ускорению может дальнейшее наращивание выпуска в машиностроении: эта отрасль, равно как и производство электрооборудования по-прежнему значительно отстают от прежних объемов. В сочетании с наличием внутреннего спроса, в том числе за счет фискальных стимулов, и наращивания экспорта, это создает существенный потенциал для роста в 2012 г. Еще одним драйвером промышленности может выступать производство стройматериалов, где спрос подпитывается, в том числе, за счет реализации масштабных инфраструктурных госпроектов. В силу наличия структурных ограничений, в том числе низкого уровня импортозамещения, мы ожидаем замедления роста промышленности в 2012 г. до 3,5% с 4,7% в 2011 г.

### Улучшение динамики промышленности в пользу сохранения ставок ЦБ неизменными

Улучшение промышленной динамики в январе 2012 г. может стать формальным поводом для снижения опасений относительно рисков экономического роста, что при продолжающемся замедлении годового показателя инфляции (4,1%) не создает поводов для снижения ставок на предстоящем заседании совета директоров ЦБ. Однако, учитывая низкую репрезентативность январской статистики, определяющую роль в решении ЦБ, на наш взгляд, сыграют ожидаемые на этой неделе данные по инвестициям и потреблению.

## ЕвроХим: ожидаемое увеличение долга

### Ожидаемое увеличение долговой нагрузки

ЕвроХим (BB/-/BB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2011 г. и 2011 г., которые в целом мы оцениваем нейтрально. Выручка за 2011 г. выросла на 34% г./г. до 131,3 млрд руб., при этом показатель EBITDA составил 49,7 млрд руб., увеличившись на 66%, что обусловило повышение рентабельности по EBITDA более чем на 7 п.п. до 37,8%. Привлечение нового долга в размере 49,4 млрд руб. (из которых 28,2 пришлось на 4 кв.) привело к ожидаемому росту долговой нагрузки с 1,43x в 2010 г. до 1,95x в терминах отношения Долг/LTM EBITDA.

### Ключевые финансовые показатели ЕвроХима

в млрд руб., если не указано иное	2011	2010	изм.	4 кв. 2011	4 кв. 2010	изм.	3 кв. 2011	изм.
Выручка	131,3	97,8	+34%	33,0	28,1	+18%	36,2	-9%
EBITDA	49,7	29,9	+66%	12,6	10,6	+19%	13,6	-8%
Рентабельность EBITDA	37,8%	30,6%	+7,2 п.п.	38,1%	38,0%	+0,1 п.п.	37,7%	+0,4 п.п.
Операционная прибыль	43,9	26,0	+69%	10,8	9,5	+14%	12,4	-13%
Операционная рентабельность	33,4%	26,6%	+6,8 п.п.	32,8%	34,0%	-1,2 п.п.	34,4%	-1,6 п.п.
Чистая прибыль	32,0	20,1	+60%	7,8	8,3	-7%	3,4	+2,3x
Чистая рентабельность	24,4%	20,5%	+3,9 п.п.	23,5%	30,0%	-6,5 п.п.	9,4%	+14,1 п.п.
Операционный поток	36,0	26,2	+38%	8,1	9,0	-10%	12,3	+34%
Инвестиционный поток	-53,7	-14,3	+3,5x	-38,5	-1,3	+30x	-9,6	+5x
Свободный денежный поток	-17,7	11,9		-30,4	7,8	-4,9x	2,7	-12x

в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	96,7	67,8	+42%
Краткосрочный долг	13,5	13,6	-0,0%
Долгосрочный долг	83,2	54,2	+53%
Чистый долг**	88,2	54,7	+61%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,78x	1,15x	

\* EBITDA за последние 12 месяцев

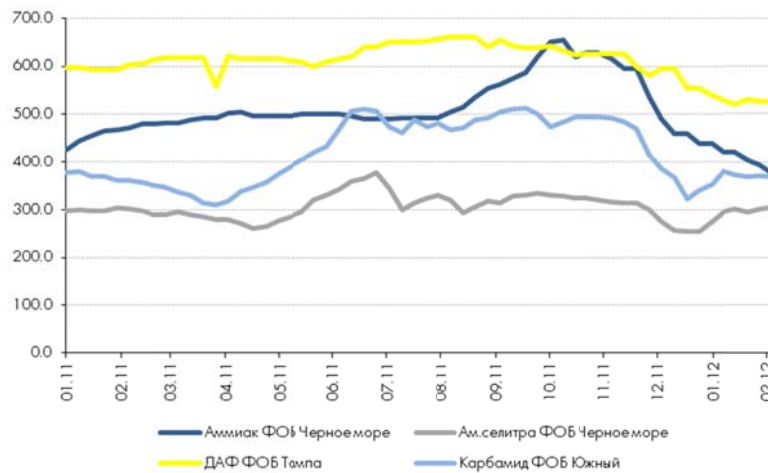
\*\* без учета банковских депозитов

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Снижение выручки стало следствием ухудшения конъюнктуры на рынке удобрений

Выручка в 4 кв. 2011 г. снизилась почти на 9% кв./кв. до 33 млрд руб., тогда как ее прирост г./г. составил 18%. Основным фактором сокращения выручки по сравнению с предыдущим кварталом стало ухудшение конъюнктуры на рынке удобрений, что в частности привело к падению цен на карбамид (FOB Южный) на 13% и ДАФ (FOB Балтийское море) на 35% от максимального уровня в сентябре. Как отмечает сама компания, после довольно резкой коррекции, наблюдавшейся в течение последнего квартала года, к концу декабря цены на удобрения и сельскохозяйственные товары перешли в боковой тренд. Определенное давление также оказала сезонность: объемы продаж ДАФ в натуральном выражении в 4 кв. 2011 г. снизились на 29% кв./кв., что повторяет динамику последнего квартала предыдущего года. Кроме заметного спада в сегменте фосфорных удобрений, наблюдалось снижение отгрузок руды (-12,4%) при стабильных продажах азотного сегмента (+2,4%).

## Динамика цен на удобрения в 2011-2012 гг., долл./т



Источник: Fertilizer Week

### Умеренно негативные макроэкономические условия

Ухудшение конъюнктуры на рынке удобрений было сглажено неоправдавшимися ожиданиями потребителей относительно быстрого запуска новых мощностей, а также ограничением объемов экспорта азотной и фосфорной продукции из Китая. По нашему мнению, запуск новых мощностей и потенциальное ухудшение макроэкономических условий, прежде всего, из-за долговых проблем Европы, могут оказать давление на выручку, как со стороны снижения продаж в натуральном выражении, так и со стороны негативной динамики цен.

### Азотный сегмент стал лидером по рентабельности

Несмотря на стабильную структуру продаж по сегментам (доля азотного - 40%, фосфорного - 46%, дистрибуции - 11%), в структуре EBITDA за год произошли заметные изменения. Вклад в нее азотного сегмента увеличился с 45,5% до 51%, а доля фосфорного сократилась с 56% до 48%. По итогам года наиболее рентабельным стал сегмент азотных удобрений с маржой по EBITDA на уровне 41% (против 29% годом ранее), что, скорее всего, обусловлено удорожанием азотных удобрений темпами, опережающими повышение тарифов на газ. Напомним, что в текущем году увеличение тарифов на газ на 15% было перенесено с января на июль. Рентабельность фосфорного сегмента сохранялась на высоком уровне - 38% (35% в 2010 г.).

### Поставки ушли из Европы в Азию

Изменения в географии продаж обусловлены увеличением поставок в Азию (доля в выручке возросла с 19% до 23%), за счет снижения доли Европы (на 5 п.п. до 14%), при этом доля продаж на внутреннем рынке не изменилась, составив ~24%.

### Операционного потока достаточно для финансирования CAPEX

За 2011 г. из-за финансирования оборотного капитала (5,7 млрд руб.) операционный денежный поток увеличился на 38% г./г. (до 36 млрд руб.), в то время как операционная прибыль выросла в 1,7 раза. Операционный поток полностью покрыл капитальные расходы, которые составили 23,8 млрд руб., что оказалось ниже наших ожиданий (25-30 млрд руб.), скорее всего, в связи с временной приостановкой работ по проходке клетового ствола на Гремячинском месторождении. Прогнозный объем капитальных затрат на 2012 г. был озвучен на уровне 30 млрд руб., из которых 55% планируется направить на разработку калийных проектов. По оценкам компании, лишь 10-15% от всех капитальных затрат не могут быть отменены (затраты на поддержание мощностей), тогда как остальная часть в случае необходимости может быть сокращена.

### Покупка европейского производителя удобрений ...

В сентябре 2011 г. было подписано кредитное соглашение со Сбербанком на сумму 20 млрд руб. сроком на 5 лет. На отчетную дату кредит был полностью выбран, при этом на банковских депозитах было размещено порядка 20,8 млрд руб. Планируется, что они будут использованы, в частности, для финансирования приобретения завода BASF в Антверпене по выпуску азотных и комплексных удобрений суммарной мощностью 2,3 млн тонн за 670 млн евро. Закрытие сделки предполагается осуществить в марте, что приведет к увеличению чистого долга.

**... и газовой компании Севернефть-Уренгой увеличила долговую нагрузку**

В январе 2012 г. ЕвроХим приобрел 100% долей газовой компании Севернефть-Уренгой (мощность добычи - 1,1 млрд куб. м природного газа, что примерно на 25% покрывает текущие потребности ЕвроХима). Общая стоимость приобретения составила 403 млн долл. (стоимость покупки долей - 6,7 млрд руб. плюс кредит в 13,7 млрд руб. выданный еще во 2П 2011 г. минус денежные средства на балансе Севернефть-Уренгой - 0,1 млрд руб., а также ее дебиторская задолженность - 7,6 млрд руб.). ЕвроХим ожидает, что при текущих ценах на газ позитивный эффект от этого проекта составит около 80 млн долл. в год на уровне EBITDA.

На конец 2011 г. общий долг компании составил 96,7 млрд руб. (+28,9 млрд руб. кв./кв.), при этом чистый долг (без учета размещенных депозитов) вырос до 88,2 млрд руб., что увеличило долговую нагрузку с 1,15х в 3 кв. 2011 г. до 1,78х в терминах отношения Чистый долг/LTM EBITDA (при целевом диапазоне: 1,5х-2,0х).

**Краткосрочные риски рефинансирования на низком уровне**

Долг ЕвроХима хорошо сбалансирован по срочности: в 2012 г. предстоит погасить около 14% всей задолженности (или 435 млн долл.), при этом 290 млн долл. приходится на погашаемый в марте евробонд Eurochem 12. Компания планирует погасить бонд за счет собственных средств и не имеет планов по выходу на рынок облигаций, по крайней мере, в краткосрочной перспективе. Пик погашений в размере 1,12 млрд долл. приходится лишь на 2015 г. Мы считаем, что, несмотря на ожидаемое компанией снижение EBITDA в этом году на 10-15%, ее кредитный профиль имеет комфортный запас прочности (высокая рентабельность на фоне умеренной долговой нагрузки) к ухудшению конъюнктуры на рынке удобрений.

**Бумаги Теле2 - лучшая альтернатива рублевым выпускам ЕвроХима**

Обращающиеся рублевые выпуски ЕвроХим-2,3 имеют низкую ликвидность и котируются на уровне YTP 9,0% при дюрации более 2,9 лет. На наш взгляд, лучшее соотношение риск/доходность присутствует в недавно размещенных 2-летних бумагах Теле2 (Fitch: BB+) с YTP 9,1%/DTP 1,87 года.

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

### Продажи

---

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

### Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

**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 банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту 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.