

Пульс рынка

- ▶ **Итоги заседания ЕЦБ не улучшили настроения на рынках.** Как мы ожидали, заседание не внесло никакой конкретики, однако обеспокоенность М. Драги в отношении укрепления евро (его влияния на экономику еврозоны) привела к снижению курса евро (с 1,35 долл. до 1,34 долл.). Не способствовали повышению аппетита к риску разногласия между лидерами еврозоны в вопросе сокращения бюджетного дефицита: урезание расходов, лоббируемое "центром", может ударить по экономике периферийных стран. Индексы акций завершили день умеренным снижением, доходности 10-летних UST ушли на отметку YTM 1,95% (что позволило суверенным бондам РФ немного восстановить ценовые потери).
- ▶ **Рынок ОФЗ всё еще в ожидании покупок нерезидентов.** Первый день начала расчетов с ОФЗ через Euroclear не привел к повышению покупательской активности. "Долгожданные" нерезиденты (те, которые никогда ранее не покупали ОФЗ) по каким-то причинам еще не начали заходить на локальный рынок. С другой стороны, и спекулятивные участники не спешат фиксировать прибыль. Тем не менее, ОФЗ демонстрируют хоть и умеренную, но негативную ценовую динамику (котировки 15-летних ОФЗ 26212 остаются ниже цены отсечения аукциона в среду). В случае, если ожидаемого притока средств нерезидентов в ОФЗ не произойдет и на следующей неделе, на рынке может произойти коррекция.
- ▶ **Спрос на длинную ликвидность заметно сократился.** В ходе вчерашнего аукциона ВЭБ разместил 40 млрд руб. на депозиты банков сроком на 308 дней, при этом в отличие от предыдущего аукциона (в среду на прошлой неделе 315-дневные депозиты встретили спрос на 76% выше предложения) объем поданных заявок был сопоставим с предложением. В результате средневзвешенная процентная ставка составила 8,86% годовых (при минимальном уровне 8,75%), что на 36 б.п. ниже ставки, сложившейся в ходе предыдущего аукциона. Падение спроса на длинную ликвидность обусловлена, как мы уже отмечали, сильным притоком бюджетных расходов, произошедшим в начале этой недели (что привело к снижению ставок междилерского о/п РЕПО на 17 б.п. до 5,57% годовых). Также улучшению ситуации с ликвидностью способствовало погашение ОФЗ в общем объеме 250 млрд руб. с начала года.
- ▶ **Кредит Европа Банк (-/Ва3/ВВ-) - ориентир без премии.** Ориентир по годовым БО-4 КредитЕвропа Банка номиналом 5 млрд руб., озвученный в пределах YTP 9,52-10,04%, соответствует спреду к кривой ОФЗ на уровне 360-415 б.п. Принимая во внимание, что обращающиеся выпуски эмитента БО-1,2 котируются на уровне YTP 9,8% (=ОФЗ + 390 б.п.), ориентир по новым бумагам Кредит Европа Банка может представлять интерес лишь по верхней границе. Стоит отметить, что в настоящий момент на первичном рынке повышенный спрос наблюдается лишь на бумаги высокого кредитного качества, о чем свидетельствует размещение 5-летних облигаций ХК Металлоинвест (ВВ-/Ва3/ВВ-): спрос в 2 раза превысил предложение, доходность составила YTP 9,10% (=ОФЗ + 285 б.п.), что ниже первоначального ориентира. Интерес к бумагам за пределами категории ВВ-ВВВ остается невысоким: книга заявок на покупку 1-летних БО-7 Татфондбанка (Moody's: B3) была закрыта в середине ориентировочного диапазона (со ставкой купона 12,75% годовых).
- ▶ **Предложение от РусГидро (ВВ+/Ва1/ВВ+) интереснее, чем от МОЭСК (ВВ-/Ва2/-).** Новые 3-летние БО-3 номиналом 5 млрд руб. от МОЭСК вышли в маркетинг с ориентиром не выше YTM 8,84%, который соответствует премии к суверенной кривой 275 б.п. Данная доходность представляется нам ниже рынка: ориентир по размещаемым в настоящий момент 5-летним бумагам РусГидро находится в пределах YTP 8,68-8,94% (=ОФЗ + 241-267 б.п.). Таким образом, премия новых бумаг МОЭСК к ориентире РусГидро составляет лишь 8-34 б.п. С учетом разницы в кредитных рейтингах 2 ступени мы оцениваем справедливый размер этой премии в 50 б.п.

Темы выпуска

- ▶ **ЕвроХим: стабильность на нестабильном рынке**
-

ЕвроХим: стабильность на нестабильном рынке

Результаты оцениваем нейтрально

ЕвроХим (BB/-/BB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и 2012 г., которые в целом мы оцениваем нейтрально. Динамика основных показателей 4 кв. г./г. остается преимущественно такой же, что и кварталом ранее: выручка выросла на 26% г./г., главным образом, вследствие консолидации дистрибутора азотных удобрений ЕвроХим-Агро (бывший K+S Nitrogen), которая, с другой стороны, оказала негативное влияние на рентабельность по EBITDA (ее падение г./г. составило 13,5 п.п. до 24,6%). Дополнительное давление на выручку и рентабельность в 4 кв. 2012 г. оказало снижение мирового спроса на фосфатные удобрения (в частности, в Азии, Африке и странах СНГ, не включая Россию).

За счет евробондов компания рефинансировала и структурировала долгосрочный долг

В 4 кв. компания разместила 5-летний евробонд общим объемом 750 млн долл. (23,4 млрд руб.), средства от которого были направлены в основном на рефинансирование долгосрочной задолженности (кредиты со сроком погашения через 2-3 года). Чистый долг в абсолютном выражении увеличился на 9 млрд руб. до 83,1 млрд руб., при этом, по оценкам компании, его отношение к LTM EBITDA (с корректировкой на консолидацию ЕвроХим Антверпен и Еврохим Агро) составило комфортные 1,53x (1,22x на конец 3 кв. 2012 г.).

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима

| в млрд руб., если не указано иное | 4 кв. 2012 | 4 кв. 2011 | изм. | 3 кв. 2012 | изм. | 2012 | 2011 | изм. |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|--------------|-----------|---------------|-------|------------|
| Выручка | 41,7 | 33,0 | +26% | 47,1 | -11% | 166,5 | 131,3 | +27% |
| Валовая прибыль | 15,7 | 16,9 | -7% | 17,5 | -10% | 68,7 | 67,7 | +1% |
| Валовая рентабельность | 37,8% | 51,3% | -13,5 п.п. | 37,2% | +0,6 п.п. | 41,3% | 51,5% | -10,2 п.п. |
| ЕБИТДА | 10,3 | 12,6 | -18% | 11,7 | -12% | 49,2 | 49,7 | -1% |
| Рентабельность по EBITDA | 24,6% | 38,1% | -13,5 п.п. | 24,8% | -0,2 п.п. | 29,5% | 37,8% | -8,3 п.п. |
| Чистая прибыль | 8,0 | 7,8 | +3% | 7,9 | +1% | 32,6 | 32,0 | +2% |
| Операционный поток | 5,2 | 8,1 | -36% | 11,6 | -2,2x | 38,9 | 36,0 | +8% |
| Инвестиционный поток, в т.ч. | -8,1 | -38,5 | -4,7x | -11,5 | -30% | -17,7 | -53,7 | -3,0x |
| Капвложения | -9,4 | -7,3 | +29% | -6,8 | +38% | -28,5 | -23,8 | +20% |
| Финансовый поток | -0,4 | 26,9 | - | 1,2 | - | -13,9 | 16,8 | - |
| в млрд руб., если не указано иное | | | | 31 дек. 2012 | | 30 сент. 2012 | | изм. |
| Совокупный долг, в т.ч. | | | | 99,0 | | 93,6 | | +6% |
| Краткосрочный долг | | | | 6,8 | | 12,8 | | -47% |
| Долгосрочный долг | | | | 92,2 | | 80,8 | | +14% |
| Чистый долг | | | | 83,1 | | 74,4 | | +12% |
| Чистый долг/ЕБИТДА LTM* | | | | 1,53x** | | 1,22x** | | - |

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

** pro-forma, с учетом приобретенных ЕвроХим Антверпен и Еврохим Агро, по собственным оценкам компании

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка г./г. выросла за счет больших объемов продаж азотных удобрений...

Объемы продаж азотных удобрений в 4 кв. выросли на 60% г./г. за счет консолидации азотных активов, но также и кв./кв. - на 6%. При этом небольшое снижение цен (на 3-4% г./г.) в этом сегменте несколько сдержало рост выручки: +55% г./г. и +4% кв./кв. В сегменте фосфорных удобрений наблюдалась значительно более слабая конъюнктура. В частности, цены в среднем упали на 13% г./г., объемы реализации - на 11% г./г. и 31,5% кв./кв. (поквартальная динамика в большей степени обусловлена фактором сезонности). Выручка от продажи фосфорных удобрений сократилась на 22% г./г. и кв./кв.

...по причине консолидации K+S Nitrogen

Увеличение общей выручки произошло в основном по причине консолидации K+S Nitrogen (приобретение было завершено 2 июля 2012 г.), которая привела к изменению структуры объема продаж в пользу относительно дорогих (в терминах цен на тонну) видов удобрений в сегменте азотных удобрений: реализация сложных удобрений выросла г./г. почти в 4 раза, карбамид-аммиачной смеси - в 1,5 раз, аммиака - почти вдвое.

Рентабельность упала как в результате консолидации, так и падения цен на удобрения

Несмотря на увеличение выручки (+26% г./г.), показатель EBITDA, напротив, сократился (на 18% г./г.), что стало следствием консолидации дистрибутора ЕвроХим Агро, падения цен в фосфорном и, в меньшей степени, азотном сегментах, а также роста затрат на газ и электроэнергию. Рентабельность по EBITDA составила 24,6%, что соответствует показателю предыдущего квартала.

Компания делает осторожные прогнозы по ценам на азотные и фосфорные удобрения. В частности, сокращение экспортных поставок аммония из Тринидада и Тобаго, Египта и Ирана в последние несколько месяцев поддерживает цены на азотные удобрения. Также компания полагает, что в краткосрочной перспективе цены на фосфорные удобрения останутся вблизи текущих значений.

За 2012 г. в целом компания получила положительный свободный денежный поток

Операционный денежный поток в 4 кв. сократился до 5,2 млрд руб. (-36% г./г. за счет инвестиций в оборотный капитал в объеме 3,8 млрд руб.), и его было недостаточно для традиционно высоких для конца года капвложений - 9,4 млрд руб. Также в 4 кв. ЕвроХим внес предоплату в размере 2,5 млрд руб. за 38,62% долю Мурманского морского порта. Около половины (или 13,6 млрд руб., +28% г./г.) капвложений в 2012 г. было направлено на 2 калийных проекта компании: Гремячинское и Верхнекамское месторождения. Напомним, что в октябре ЕвроХим подал судебный иск к компании Shaft Sinkers Ltd. за неисполнение/ненадлежащее исполнение ею строительных работ на Гремячинском месторождении. В связи с этим компании пришлось списать в 2012 г. 3,67 млрд руб. (в основном капитализированные расходы на строительство). Тем не менее, за 2012 г. в целом операционный поток превысил инвестиции, в результате чего, свободный денежный поток составил 21,2 млрд руб.

В 4 кв. компания продолжила выкуп собственных акций у материнской EuroChem Group S.E. еще на 5 млрд руб. (4,3 млрд руб. в 3 кв.), а также после отчетной даты, в январе 2013 г., была внесена предоплата в размере 4,2 млрд руб.

Мы ожидаем, что в ходе телеконференции, которая состоится в понедельник, 11 февраля менеджмент озвучит прогнозы финансовых показателей, а также план капитальных вложений на 2013 г.

Бонды EUCHEM 17 выглядят недооцененными

Торговых идей в рублевых бумагах эмитента нет, обращающиеся выпуски ЕвроХим-2,3 имеют низкую торговую ликвидность. Несмотря на коррекцию рынка евробондов, наблюдавшуюся с начала этого года, размещенный в конце прошлого года выпуск EUCHEM 17 сейчас котируется на 2 п.п. выше номинала. Мы считаем бумаги EUCHEM 17 более интересными в сравнении с бумагами СИБУР Холдинга SIBRSE 18 при текущем спреде между ними более 50 б.п. (на наш взгляд, справедливый уровень составляет 25 б.п. с учетом разницы в кредитных рейтингах).

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

| | |
|---------------|------------|
| Alliance Oil | Новатэк |
| Башнефть | Роснефть |
| БКЕ | Татнефть |
| Газпром | ТНК-ВР |
| Газпром нефть | Транснефть |
| Лукойл | |

Транспорт

| | |
|------------|-------------------|
| Аэрофлот | Трансконтейнер |
| НМТП | ЮТэйр |
| Совкомфлот | Globaltrans (НПК) |
| Трансаэро | |

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

| | |
|--------|-----------|
| X5 | Синергия |
| Магнит | Черкизово |
| О'Кей | |

Машиностроение

| | |
|----------------|---------|
| Гидромашсервис | Соллерс |
| КАМАЗ | |

Строительство и девелопмент

| | |
|------------|-----|
| ЛенСпецСМУ | ЛСР |
|------------|-----|

Финансовые институты

| | |
|-----------------------------|----------------------|
| Абсолют Банк | Банк Санкт-Петербург |
| АИЖК | Банк Центр-инвест |
| Альфа-Банк | ВТБ |
| Азиатско-Тихоокеанский Банк | ВЭБ |
| Банк Москвы | ЕАБР |
| Банк Русский Стандарт | Газпромбанк |

Металлургия и горнодобывающая отрасль

| | |
|-------------------|-------------|
| АЛРОСА | Распадская |
| Евраз | РМК |
| Кокс | Русал |
| Металлоинвест | Северсталь |
| ММК | СУЭК |
| Мечел | ТМК |
| НЛМК | ЧТПЗ |
| Норильский Никель | Uranium One |

Телекоммуникации и медиа

| | |
|-----------|------------|
| ВымпелКом | ПрофМедиа |
| МТС | Ростелеком |
| Мегафон | Теле2 |

Химическая промышленность

| | |
|---------|--------------------|
| Акрон | Нижнекамскнефтехим |
| ЕвроХим | |

Электроэнергетика

| | |
|------------|----------|
| Энел ОГК-5 | МОЭСК |
| Ленэнерго | РусГидро |
| Мосэнерго | ФСК |

Прочие

| |
|-------------|
| АФК Система |
|-------------|

| | |
|-----------------------|---------------|
| КБ Восточный Экспресс | Промсвязьбанк |
| КБ Ренессанс Капитал | РСХБ |
| ЛОКО-Банк | Сбербанк |
| МКБ | ТКС Банк |
| НОМОС Банк | ХКФ Банк |
| ОТП Банк | |

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Замедление роста ВВП: "инъекция" от ЦБ неминуема?

Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

Инфляция

Инфляция: позитивные итоги года

Валютный рынок

Рубль должен выйти из спячки

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ РФ в январе: не время для изменений

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Промышленность

Промышленность в ноябре: анемичный рост

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Бюджет

Бюджет: устойчивый профицит

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

ЗАО «Райффайзенбанк»

| | |
|---------|--------------------------------|
| Адрес | 119071, Ленинский пр-т, д. 15А |
| 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. 1706 |
| Рита Цовян | | (+7 495) 225 9184 |

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 |

Торговые операции

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

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 |
| Мария Мурдяева | | (+7 495) 221 9807 |
| 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 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.