

## Пульс рынка

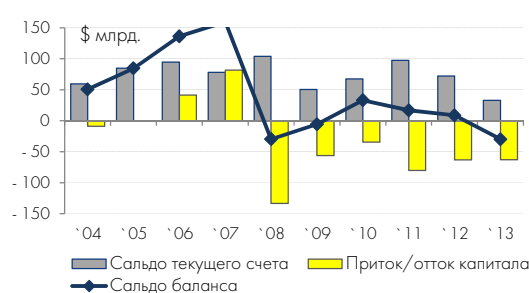
- ▶ **"Американские горки" на рынке труда.** Вышедшие вчера данные по первичным заявкам на пособия по безработице (331 тыс.) оказались лучше консенсуса (335 тыс.), что стало позитивным сюрпризом после предварительного отчета ADP, не оправдавшего ожиданий. Фондовые рынки США выросли более чем на 1%, доходности 10-летних UST прибавили еще 3 б.п. до 2,7%. Сегодняшние данные по безработице (консенсус – 6,7%) и официальный отчет по занятости (консенсус – 185 тыс.) должны подытожить противоречивую неделю для рынка труда. Еще одним важным событием для рынков стало вчерашнее заседание ЕЦБ. Базовая ставка не изменилась (0,25%), но тон заявлений главы ЕЦБ, скорее, способствует ее снижению в ближайшем будущем, нежели повышению. М. Драги обнадежил инвестиционное сообщество, заявив, что монетарная политика останется мягкой «до тех пор, пока это будет нужно». На этом фоне европейские фондовые индексы выросли на 1,5-2%, доходность 10-летних Bunds выросла на 6 б.п. до 1,7%, евро укрепился к доллару до 1,36. Что касается перспектив развивающихся рынков, агентство Bloomberg опубликовало диаметрально противоположные мнения двух гуру финансовых рынков – Дж. О'Нила (Goldman Sachs) и М.Мобиуса (Templeton). Согласно первому, распродажи на рынках развивающихся стран привели к их серьезной недооценке и предоставили отличный момент для покупки на фоне ускорения мировой экономики. По мнению второго, негативные настроения пока преобладают, и стоит ждать дальнейшего снижения. В заочном споре "титанов" верх пока одерживает О'Нил: вчера сводные индексы акций и валют развивающихся рынков выросли на 1,4% и 0,4%, соответственно.
- ▶ **А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть.** Мы полностью разделяем такое предположение. Ранее ситуация двойного профицита (текущего счета и счета операций с капиталом) во многом создавалась благодаря растущим ценам на нефть, которые способствовали росту экспортной выручки и повышали привлекательность инвестиций. Теперь платежный баланс становится отрицательным. Профицит текущих операций, главное преимущество для рубля в сравнении с другими развивающимися странами, сокращается даже при стабильной цене на нефть (из-за структурных причин), а капитальные потоки развернулись. В таких условиях, очевидно, что именно отток капитала задает тон динамике рубля. Со слов А. Клепача, в январе он достиг 17 млрд долл., а за весь 1 кв. может возрасти до 35 млрд долл. Такая оценка, которая, скорее всего, базируется на ожиданиях по профициту текущего счета, даже выглядит консервативной. Учитывая, что ЦБ продал внушительные 8,6 млрд долл. для поддержания курса, в январе отток капитала мог быть несколько больше. А. Клепач допускает, что в дальнейшем возможна позитивная коррекция курса. Если это и произойдет, по нашим оценкам, рубль может временно укрепиться мин. на 1-1,5 руб. к текущим уровням. Но возможность такой коррекции мы склонны связывать не с фундаментальными факторами, а со спекулятивным характером оттока. Хотя принято считать, что сезонно минимальные объемы импорта в 1 кв. благоприятствуют динамике рубля, в действительности такие колебания сказываются на нем не в полной мере. В последние дни курс рубля против бивалютной корзины откатился в тот диапазон, где продажи валюты сократились с 400 млн долл. в день до 200 млн долл. (сейчас эти подкоридоры 39,5-40,5 руб./40,5-41,45 руб.), составляя на утро пятницы около 40,25 руб. Участвовавшие сдвиги коридора, тем самым, отдалили верхнюю границу (сейчас 41,45 руб.), что снижает вероятность дальнейших спекуляций. Учитывая начало Олимпиады, мы ожидаем стабилизации курса в ближайшее время, однако, о развороте тренда пока говорить преждевременно.

### Динамика RUB против цены на нефть



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

### Компоненты платежного баланса



## Темы выпуска

- ▶ ЕвроХим: азотный сегмент помог

## ЕвроХим: азотный сегмент помог

Результаты за 4 кв. 2013 г. оцениваем позитивно

Инвестиции в калийные проекты будут профинансированы собственным денежным потоком и проектным финансированием

ЕвроХим (ВВ/-/ВВ) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2013 г., которые мы оцениваем позитивно. Отметим, что на фоне улучшения конъюнктуры на азотные удобрения и провала в фосфатном секторе компания существенно нарастила продажи в азотном сегменте (+29% кв./кв.), что и послужило основной причиной роста выручки.

ЕвроХим снизил долговую нагрузку, вплотную приблизившись к комфортному уровню 2,0x в терминах Чистый долг/LTM EBITDA. Компания по-прежнему демонстрирует жесткую финансовую дисциплину с точки зрения капитальных расходов, которые сопоставимы с операционным денежным потоком, хотя первоначальный план инвестиций на этот год должен был быть выше. ЕвроХим прогнозирует увеличение капзатрат в этом году, так как оба калийных проекта теперь находятся в активной фазе разработки. Помимо вложения собственных средств, компания в ближайшее время планирует закрыть сделку по организации проектного финансирования на 750 млн долл. на 8 лет для Усольского проекта (стоимость кредита, по словам финансового директора, будет сопоставима с евробондом EUROCHEM 17 (ставка купона - 5,125%) с учетом разницы в дюрации).

### Ключевые финансовые показатели ЕвроХима

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.	4 кв. 2012	изм.
Выручка	43 864	41 043	+7%	41 699	+5%
Валовая прибыль	15 086	14 821	+2%	15 750	-4%
Валовая рентабельность	34,4%	36,1%	-1,7 п.п.	37,8%	-3,4 п.п.
EBITDA	9 248	8 661	+7%	10 288	-10%
Рентабельность по EBITDA	21,1%	21,1%	-	24,7%	-3,6 п.п.
Чистая прибыль	2 613	2 990	-13%	7 976	-67%
Операционный поток	10 021	7 763	+29%	5 194	+93%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-10 553	-9 219	-14%	-8 137	-30%
Капвложения	-9 549	-8 300	+15%	-9 216	+4%
Финансовый поток	2 155	-1081	н/а	-436	н/а

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2013	30 сент. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	108 406	112 731	-4%
Краткосрочный долг	8 371	9 856	-15%
Долгосрочный долг	100 035	102 875	-3%
Чистый долг	89 412	96 881	-8%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,07x	2,19x	

\*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки обеспечен увеличением продаж азотного сегмента

В 4 кв. 2014 г. выручка ЕвроХима выросла на 7% кв./кв. до 43,8 млрд руб. за счет увеличения продаж азотных удобрений на 20% кв./кв. до 26,2 млрд руб., что, однако, было частично нивелировано падением в фосфатном сегменте (включает продажи ЖРК) на 3,5% кв./кв. до 14,1 млрд руб. Цены на удобрения демонстрировали разнонаправленную динамику в течение квартала: если цены на азотные удобрения добавили 1,5%-5,5% за квартал, то на диаммофос - упали на 16,5% кв./кв. на фоне слабой активности покупателей, а на ЖРК прибавили в среднем 5% кв./кв. Благодаря увеличению спроса объемы продаж в азотном сегменте выросли на 29% кв./кв. до 2,3 млн тонн, в то время как продажи фосфатных удобрений прибавили всего на 3,4% кв./кв. до 0,6 млн тонн, а поставки ЖРК остались практически на уровне 3 кв. (1,6 млн тонн).

Ожидаем сильные результаты за 1 кв.

Отметим, что в 1 кв. 2014 г. наблюдается существенный рост цен как на азотные (+25% с начала октября), так и на фосфатные удобрения (+25% с середины ноября), что в совокупности с существенным ослаблением рубля к доллару в январе должно способствовать улучшению финансовых результатов. По данным компании, ослабление национальной валюты к доллару на 1 рубль дополнительно дает 1,5-2,0 млрд руб. на уровне EBITDA.

**Капзатраты по-  
прежнему  
сопоставимы с  
операционным  
денежным потоком**

Рентабельность по EBITDA в 4 кв. не изменилась (21,1%), несмотря на рост расходов на газ и электроэнергию (из-за увеличение выпуска азотных удобрений) и повышение тарифов на газ с 1 августа, а также увеличение общих и административных расходов.

Операционный денежный поток вырос на 29% кв./кв. на фоне продолжающегося снижения инвестиций в оборотный капитал, а также роста операционного потока от прочих видов деятельности. Капзатраты традиционно увеличились в 4 кв. и составили 9,5 млрд руб., что было сопоставимо с операционным потоком. Общий долг за квартал сократился на 4%, что на фоне роста накопленных денежных средств на балансе привело к падению долговой нагрузки с 2,19х до 2,07х Чистый долг/EBITDA.

В обращающихся выпусках ЕвроХим-2,3 торговая ликвидность практически отсутствует. На рынке евробондов выпуск EUROCHEM 17 котируется на одном уровне с SIBRSE 18, что, на наш взгляд, не предполагает потенциала для его опережающего ценового роста.

## 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	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система
-------------

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест	ЛОКО-Банк	Сбербанк
АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк	ОТП Банк	
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ	

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика октября: тлеющий рост

Промышленность: осенняя депрессия

ВВП ростом не вышел

### Инфляция

Скачок цен не оставляет надежд на снижение ставок ЦБ

### Валютный рынок

Валютные новшества регуляторов пока нейтральны для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

### Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

### Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Перспективы рынка ОФЗ с нулевым налогом

### Платежный баланс

Стагнация внешней торговли продолжается

### Ликвидность

Ликвидность: выйдут ли ставки за рубеж?

Повышение коэффициента усреднения до 0,7 с 0,6 позитивно для ликвидности

Аукцион ЦБ: долгожданное лекарство, но не панацея

### Бюджет

Инвестирование ФНБ: на кону 2,8 трлн руб.?

Трансферт в Резервный фонд: быть или не быть?

Казна прирастает доходами

### Долговая политика

Минфин планирует ряд мер для повышения ликвидности рынка ОФЗ

### Банковский сектор

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

Ограничение потребительских ставок с первого раза не прошло

Новые уточнения к Положению №395-П

## 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 Цвян		(+7 495) 225 9184

### Продажи

---

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кенякин		(+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
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.