



13 ноября 2015 г.

Мировые рынки

Ухудшение настроений переросло в продажи

Опубликованная вчера макростатистика по США (число вакансий на рынке труда в сентябре заметно увеличилось) не способствовала спаду "медвежьих" настроений на финансовых рынках (американские и европейские индексы акций упали на 1,5-1,8%). Дж. Йеллен в своем выступлении не коснулась вопроса денежно-кредитной политики. Высказывания остальных представителей ФРС были, скорее, нейтральными. Негативная динамика котировок нефти (Brent подешевел на 1,5 долл. до 44,5 долл./барр.) была усилена повышением коммерческих запасов сырой нефти в США (+4,2 млн барр. до 487 млн барр., что близко к 2-летнему максимуму, по данным еженедельного отчета EIA). Суверенные евробонды РФ вяло отреагировали на падение котировок нефти, что создает потенциал для коррекции сегодня.

Валютный и денежный рынок

ЦБ планирует эмитировать 1 трлн руб. в декабре - почти нейтрально для рубля и инфляции

Такая операция типична для декабря и необходима для удовлетворения повышенного спроса на наличность со стороны населения в этот период. Не стоит путать ее с эмиссией средств за счет расходования Резервного фонда для финансирования традиционного декабрьского всплеска бюджетных расходов. Как комментирует ЦБ, "речь не идет об увеличении денежной массы". Как мы понимаем, данная мера нужна для обеспечения в декабре комфортной циркуляции наличности в обращении, когда спрос на нее сильно растет - население запасается наличностью под новогодние покупки и перед новогодними праздниками, поездками, монетизирует декабрьские премии. Для получения наличности у ЦБ банкам временно приходится сократить безналичные средства. Это явление вполне нормально: например, в декабре 2013 г. объем наличности увеличивался на 750 млрд руб. (декабрь 2014 г. мы исключаем из расчета, поскольку тогда всплеск наличности имел шоковый характер). Но в итоге данная операция будет иметь практически нейтральное воздействие на курс рубля и инфляцию. Существенно повлиять на денежную массу могли бы госрасходы: из >2 трлн руб., которые будут в этом году потрачены на финансирование дефицита бюджета - по нашим оценкам, в декабре будет израсходовано более половины. Под расходы Минфин получает у ЦБ рубли без их зеркального изъятия через открытый валютный рынок (операция по продаже валюты из фондов проходит только внутри ЦБ), что при прочих равных означает чистое вливание рублевых средств в систему. Однако сейчас в силу высокой задолженности банков перед ЦБ по инструментам рефинансирования (около 3 трлн руб.) Банк России имеет возможность абсорбировать излишки вливаемых госсредств путем эквивалентного сокращения лимитов по своим операциям. В конечном итоге такие меры сильно ограничивают эмиссионный эффект, воздействие на курс и инфляцию. Подробнее см. обзор "Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?".

Рынок ОФЗ

Гособлигациям пока удается избежать распродаж

В ходе вчерашних торгов длинные ОФЗ выросли в доходностях всего на 25 б.п. (до YTM 9,66 - 9,73% по 26207 и 26212), что является довольно сдержанной реакцией на обесценение рубля (за последние 2 дня на 2,4 руб. до 66,8 руб./долл.). По нашему мнению, курс рубля еще не достиг того уровня, на котором большая часть нерезидентов открывала позицию в ОФЗ. Усиление коррекции может произойти, если рубль достигнет отметки 70 руб./долл. Отметим, что ослабление рубля в последние дни заметно отставало от нефти, в результате рублевая цена Brent опустилась ниже 3000 руб./барр., что с технической точки зрения является неустойчивым уровнем (за ним следует отскок или за счет восстановления нефти или ослабления рубля).

Рынок корпоративных облигаций

ЕвроХим: улучшение структуры продаж и девальвация повысили маржу. См. стр. 2

Компания EuroChem Group AG (далее - ЕвроХим) (BB/-/BB) опубликовала сильные финансовые результаты за 3 кв. 2015 г. по МСФО. Продолжившееся умеренное снижение цен на все виды удобрений, производимые компанией, было нивелировано ростом объемов продаж и девальвацией рубля. В итоге рентабельность по EBITDA выросла до 39,1%, превысив даже показатели 4 кв. 2014 г. и 1 кв. 2015 г. (37%). Долговая нагрузка осталась на том же уровне, что и кварталом ранее - 1,6x Чистый долг/EBITDA. Наша рекомендация от 18 августа покупать бумаги NORDLI 18, которые мы считали лучшей альтернативой EUCHEM 17, реализовалась: спред между выпусками сузился со 120 б.п. до 85 б.п. Мы по-прежнему считаем выпуск EUCHEM 17 (YTM 4,3%) дорогим - он котируется на кривой долларовых бондов Газпрома (GAZPRU 18 с купоном 8,146% годовых и YTM 4,4%).

ЕвроХим: улучшение структуры продаж и девальвация повысили маржу

Сильные результаты за 3 кв. 2015 г.

Компания EuroChem Group AG (далее - ЕвроХим) (BB/-/BB) опубликовала сильные финансовые результаты за 3 кв. 2015 г. по МСФО. Продолжившееся умеренное снижение цен на все виды удобрений, производимые компанией (от -1,3% до -8% по азотным, -0,6% по фосфатным), было нивелировано ростом объемов продаж (особенно высокомаржинальных комплексных удобрений, +36% кв./кв., а также аммиачной селитры, +30% кв./кв.) и девальвацией рубля (-19% кв./кв., по нашим оценкам). В итоге рентабельность по EBITDA выросла на 11,1 п.п. кв./кв. до 39,1%, превывсив даже показатели 4 кв. 2014 г. и 1 кв. 2015 г. (37%).

Долговая нагрузка осталась на том же уровне, что и кварталом ранее - 1,6x Чистый долг/EBITDA. При этом краткосрочная задолженность сократилась на 18% до 873,7 млн долл. (видимо, за счет ее рефинансирования - компания привлекла в 3 кв. 4-летний предэкспортный кредит на 750 млн долл.), и теперь она практически покрывается накопленными денежными средствами, депозитами (578,2 млн долл.) и невыбранными кредитными линиями (~245 млн долл.).

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2015	2 кв. 2015	изм.	9М 2015	9М 2014	изм.
Выручка	1 120,0	1 135,2	-1%	3 490,5	3 941,6	-11%
ЕБИТДА	437,5	318,4	+37%	1 216,6	1 091,0	+11%
Рентабельность по EBITDA	39,1%	28,0%	+11,1 п.п.	34,8%	27,7%	+7,1 п.п.
Чистая прибыль	103,3	179,0	-42%	621,4	63,1	+9,8x
Операционный поток	343,8	340,4	+1%	1 028,2	787,4	+31%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-327,9	-241,7	+36%	-700,4	-1 052,6	-33%
Капвложения	311,9	215,8	+44%	669,9	734,0	-9%
Финансовый поток	-103,6	13,8	-	-68,8	370,1	-

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2015	30 июня 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 246,0	3 126,3	+4%
Краткосрочный долг	873,7	1 069,3	-18%
Долгосрочный долг	2 372,3	2 057,0	+15%
Чистый долг	2 677,9	2 455,2	+9%
Чистый долг/ EBITDA LTM*	1,6x	1,6x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Незначительное снижение выручки благодаря росту объемов продаж

Выручка в 3 кв. 2015 г. снизилась незначительно - на 1% кв./кв. до 1,12 млрд долл. за счет роста объемов продаж при снижении цен реализации по всем видам продукции компании.

Так, выручка от продаж азотных удобрений сократилась на 4% кв./кв. до 463 млн долл. из-за снижения цен (-1% кв./кв. на аммиак, -2,5% кв./кв. на приллированный карбамид, -8% кв./кв. на аммиачную селитру) при росте объемов продаж в целом на 3% кв./кв. до 1,7 млн т.

В фосфатном сегменте выручка, напротив, выросла на 5% кв./кв. до 513 млн долл. благодаря, прежде всего, росту объемов реализации комплексных удобрений (+36% кв./кв.) и-за осенней активизации спроса для озимых, а также ЖРС (+4% кв./кв.), которые повысили объемы продаж сегмента на 5,5% кв./кв. до 2,5 млн т (сокращались объемы МАФ/ДАФ на 6,5% кв./кв.) при снижении цены на МАФ на 0,6% кв./кв.

Умеренное снижение цен и девальвация рубля повысили рентабельность

Умеренное снижение цен на продукцию при росте объемов продаж, незначительный рост цен на хлористый калий (+0,7% кв./кв.), используемый в качестве сырья, и девальвация рубля привели к существенному повышению EBITDA в 3 кв. - на 37% кв./кв. Рентабельность по EBITDA азотного сегмента выросла до 51% с 36% во 2 кв., фосфатного сегмента - до 32% с 25% во 2 кв.

Капвложения профинансированы из операционного потока

Чистый операционный денежный поток в 3 кв. остался на высоком уровне, как и кварталом ранее - 344 млн долл., высвобождение средств из оборотного капитала продолжилось (6,1 млн долл. против 19,1 млн долл. во 2 кв.). Капвложения в 3 кв. составили 312 млн долл. (+44% кв./кв.) и были профинансированы из операционного потока компании. За 9М 2015 г. было освоено до ~60-65% годового инвестбюджета (1-1,2 млрд долл.). Как мы отмечали ранее, до запуска производства 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 вкпе 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).

Результаты 4 кв. может поддержать возможная очередная волна ослабления рубля

В 4 кв., по прогнозам ЕвроХима, цены на удобрения могут стабилизироваться, в частности, на карбамид и фосфорные удобрения при росте спроса на последние. Прогнозы по ЖРС неоптимистичны на фоне мирового перепроизводства в металлургии и замедления тяжелой промышленности Китая. При этом результаты 4 кв., на наш взгляд, может поддержать возможная очередная волна ослабления российской валюты. Также отметим, что в рамках стратегии по расширению присутствия на рынке США (доля в продажах на этом рынке выросла с 11% во 2 кв. до 16% в 3 кв.) компания после отчетной даты приобрела расположенного в США дистрибутора минеральных удобрений Ben-Trei Fertilizer Company за 27,3 млн долл. в виде денежных средств (с отсроченным платежом не более 10 млн долл. через 2 года). Годовые объемы дистрибуции этой компании составили 1 млн коротких т (это ~5,6% от совокупных объемов продаж ЕвроХима).

Наша рекомендация от 18 августа покупать бумаги NORDII 18, которые мы считали лучшей альтернативой EUCHEM 17, реализовалась: спред между выпусками сузился со 120 б.п. до 85 б.п. Мы по-прежнему считаем выпуск EUCHEM 17 (YTM 4,3%) дорогим - он котируется на кривой долларовых бондов Газпрома (GAZPRU 18 с купоном 8,146% годовых и YTM 4,4%).

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

Импорт в октябре: оживления инвестиционного спроса пока нет

Российская экономика: худшее позади?

Промпроизводство в сентябре: машины, станки и курсовая эйфория

Падение экономики месяц к месяцу остановилось, но рост ожидается нескоро

Монетарная политика ЦБ

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

Валютный рынок

Предварительные данные ЦБ о платежном балансе: приток капитала не стал тенденцией

ЦБ зафиксировал теневой приток капитала в 3 кв. 2015 г.

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Рынок облигаций

Участники рынка вяло отреагировали на неожиданное ими решение по ключевой ставке

Короткие позиции в ОФЗ в преддверии заседания ЦБ

Планы по заимствованиям Минфина предполагают изменение тактики размещений

Инфляция

Инфляция в октябре возросла из-за помидоров и огурцов

Надежды рынка на скорое снижение ключевой ставки не поддерживаются фундаментальными факторами

Инфляция в сентябре: эффект ослабления рубля в рамках ожиданий

Ликвидность

Короткие ставки денежного рынка могут остаться повышенными весь ноябрь

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

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

Бюджет и долговая политика

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Бюджет на 2016 г. сдержали в рамках

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

Банковский сектор

ЦБ намерен повысить RW по кросс-валютному РЕПО

Теневой приток капитала создал запас валютной ликвидности

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается



#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 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674

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 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.