



18 августа 2015 г.

Мировые рынки

Обработывающий сектор в США дал слабину

Разочаровывающими вчера оказались данные по обрабатывающему сектору в штате Нью-Йорк (Empire State Mfg Survey): в августе значение индекса, отражающего условия бизнеса, составило -14,92 пунктов (против ожидавшихся +4,75), что является самым низким значением с момента начала восстановления экономики (апрель 2009 г.). Основной причиной столь сильного ухудшения ситуации в секторе стало резкое сокращение как новых, так и текущих заказов, а также снижение объемов отгрузки по причине спада экспортных заказов в условиях сильного доллара. Также негативное влияние на промышленное производство оказывают и низкие цены на энергоносители (однако это пока не сильно отражается на числе действующих буровых установок). Эти данные вызывают сомнения в устойчивости экономического роста в США, который поддерживается в основном жилищным сектором (в августе индекс жилищного рынка продолжил рост), что несколько снижает вероятность повышения ставки в сентябре (хотя котировки фьючерсов на ставку не сильно изменились). Доходность 10-летних UST опустилась на 2 б.п. до YTM 2,15%. Европейские и американские индексы акций продемонстрировали разнонаправленную динамику.

Нефть подешевела еще на 0,5 долл./барр. Brent, что и обусловило негативную ценовую динамику в сегменте российских евробондов (длинные выпуски Russia 42, 43 просели на 40-50 б.п.).

Экономика

Стабилизация промпроизводства в июле не отменяет риски. См. стр. 2

Рынок корпоративных облигаций

Лента (BB-/B1/BB-) дотянулась до "BB-" от S&P

Вчера Standard & Poor's повысило кредитный рейтинг ритейлера Лента до BB- с B+ со стабильным прогнозом. Основанием для повышения рейтинга стали стабильно высокие темпы роста выручки компании, связанные не только с ускорением продуктовой инфляции, но и с реализацией амбициозных планов ритейлера по открытию новых магазинов. Во время недавней телеконференции с аналитиками Лента подтвердила свои планы по удвоению торговых площадей за 3 года к 2016 г. и открытию в 2015 г. 20-25 гипермаркетов и 10-15 супермаркетов. На конец июня 2015 г. компания несколько улучшила свой показатель Чистый Долг/EBITDA до 2,4х с 2,8х на конец 2014 г. благодаря росту EBITDA, а также проведенному в марте вторичному размещению акций. Доля краткосрочного долга Ленты составляет лишь около 8%, при этом около 63% долгового портфеля представлено заемными средствами с фиксированными или захедржированными процентными ставками. Краткосрочные облигации Лента-3, котирующиеся на уровне YTP 13-13,2% @ март 2016 г., по нашему мнению, представляют интерес для удержания до оферты (как одни из наиболее доходных среди качественных эмитентов).

ЕвроХим: под давлением неблагоприятной конъюнктуры. См. стр. 4

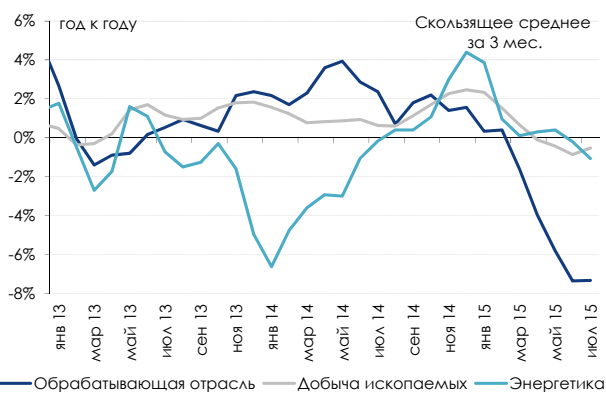
Компания EuroChem Group AG (далее - ЕвроХим) (BB-/BB) опубликовала слабые финансовые результаты за 2 кв. 2015 г. по МСФО. Неблагоприятная ценовая конъюнктура, снижение объемов продаж (особенно прибыльных сложных удобрений) и укрепление рубля кв./кв. оказали давление на ключевые финансовые показатели компании во 2 кв.: выручка упала на 8%, EBITDA - на 31%, рентабельность по EBITDA - на 9,3 п.п. В 3 кв. ослабление российской валюты, напротив, поддержит результаты. Среди положительных моментов мы отмечаем сохранение высокого операционного денежного потока во 2 кв. в результате оптимизации оборотного капитала. Долговая нагрузка остается на приемлемом уровне 1,6х Чистый долг/EBITDA. При этом накопленных денежных средств и депозитов (~675 млн долл.), а также невыбранных кредитных линий (100 млн долл.) недостаточно для покрытия краткосрочной задолженности (1,1 млрд долл.). Во время телефонной конференции менеджментом компании была озвучена информация о двух сделках по рефинансированию задолженности (детали пока не раскрываются), закрытие которых планируется в течение ближайшего месяца. Мы считаем, что бонды EUICHEM 17 (YTM 5,2%), котирующиеся на уровне выпусков NLMKRU 18 и PHORRU 18, выглядят дорого. Лучшей им альтернативой являются бумаги NORDLI 18 (YTM 6,4%), эмитент которых имеет более низкую долговую нагрузку и близкий набор кредитных рейтингов.

Стабилизация промпроизводства в июле не отменяет риски

Темпы падения промпроизводства в июле стабилизировались...

Согласно опубликованной вчера статистике Росстата, темпы падения промпроизводства в июле практически не изменились по сравнению с июньскими показателями - сокращение промышленного выпуска составило -4,7% г./г. после -4,8% г./г. в июне. Данные, скорректированные на сезонность, демонстрируют стабилизацию темпов промышленности.

Темпы роста промышленности по секторам



Источник: Росстат, расчеты Райффайзенбанка

...но расстановка сил поменялась

Наибольший интерес представляют обрабатывающие отрасли, поскольку в июле их падение значительно ускорилось - до -7,1% после -6,6% г./г. в июне. Таким образом, избежать ухудшения общего показателя промышленности удалось лишь благодаря компенсации за счет выхода в положительную область показателей добычи (+0,2% после -0,9% г./г. месяцем ранее) и замедления падения в энергетике (-0,8% с -1% г./г. в июне), но их динамика нестабильна.

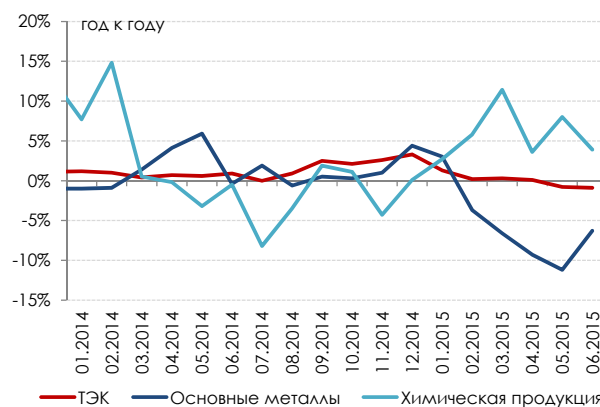
Падение в обрабатывающей отрасли ускорилось...

Вероятнее всего, ухудшение показателей обрабатывающей отрасли связано со слабыми результатами выпуска отдельных видов транспортных средств, оборудования и машиностроения, которые имеют значительный вес в общем индексе, поскольку показатели таких ключевых экспортных отраслей как нефтепереработка, химия и металлургия в июле даже несколько улучшились. Так, например, наблюдается ускорение роста производства чугуна (до 14,9% после 1,7% г./г. в июне), сборных стальных конструкций (8,5% после -2,3% г./г. в июне), замедление падения выпуска проката черных металлов (-2,9% против -7,1% г./г. в июне).

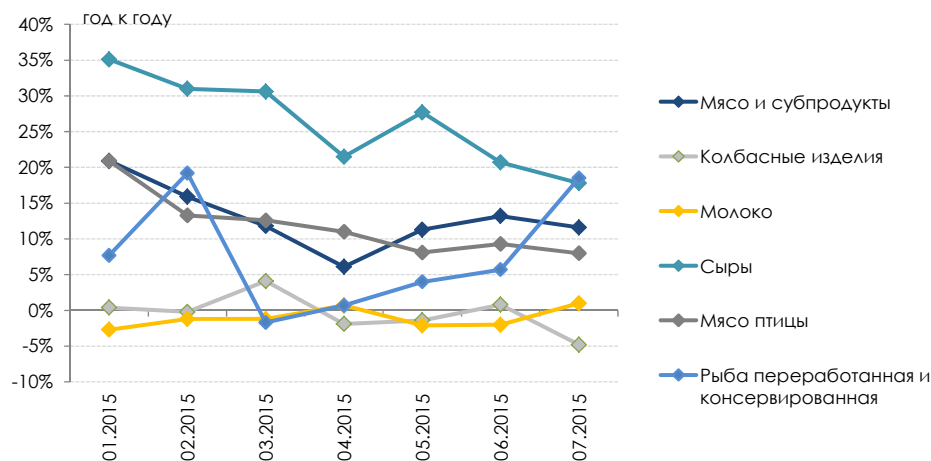
...но тенденция импортозамещения в отдельных отраслях становится все более выраженной

Между тем, мы обращаем особое внимание на продолжение тенденции импортозамещения. Наблюдается стабилизация, а в отдельных случаях ускорение темпов производства пищевых продуктов, особенно тех категорий, которые подпадают под импортный запрет: молоко и молочная продукция (в частности, сыры), мясо и мясные изделия, рыба, консервированные овощи, грибы и фрукты. Несмотря на падение физических объемов потребления продуктов (-7,7% г./г. в 1П 2015 г.) в связи с ухудшением состояния доходов населения и сужением внутреннего спроса, выпуск в этих категориях либо падает медленнее, либо демонстрирует небольшой рост, что свидетельствует о постепенном увеличении спроса на данную отечественную продукцию.

Темпы роста промышленности в сырьевых отраслях



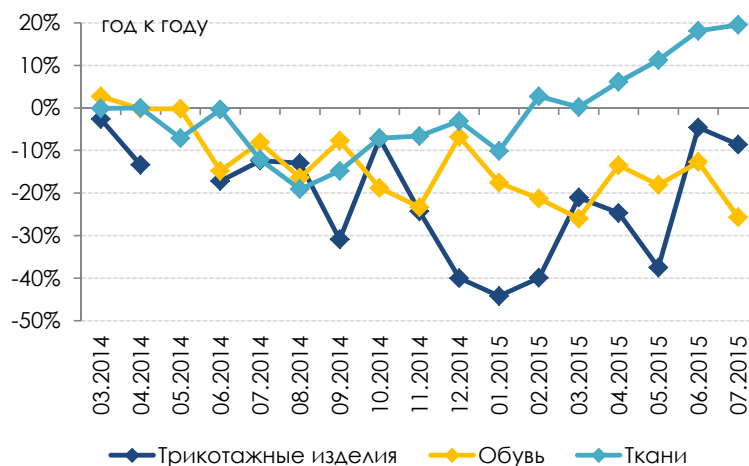
Темпы роста производства в пищевой отрасли



Источник: Росстат, расчеты Райффайзенбанка

Если замещение в пищевой отрасли в целом закономерно, учитывая импортные ограничения, то более интересна активизация производства в отдельных направлениях легкой промышленности. За последний год отчетливо прослеживается ускорение производства тканей, улучшение показателей выпуска трикотажных изделий, нитей, ковров. И хотя в целом по сектору эта тенденция еще не устойчива, продолжение ослабления курса рубля создает условия для расширения списка категорий, для которых дешевеющий рубль создает возможности для наращивания выпуска.

Темпы роста производства отдельных непродовольственных товаров



Источник: Росстат, расчеты Райффайзенбанка

В 3 кв. сокращение промышленного выпуска может ускориться. Мы сохраняем прогноз падения промпроизводства на 4% в 2015 г.

Между тем, нужно понимать, что эффекта импортозамещения и роста рублевых доходов экспортных компаний на фоне обесценения рубля недостаточно, чтобы нивелировать негативные эффекты для промышленности от снижения инвестиций и сужения внутреннего спроса. На этом фоне опасения Минэкономразвития о том, что промышленность достигнет "дна" во 2-3 кв. видятся нам оправданными. Мы не исключаем ускорения падения промышленного выпуска в ближайшие месяцы и сохраняем наш годовой прогноз падения промпроизводства на уровне -4% в 2015 г. (против -3% г./г. за 7 мес. 2015 г.).

Мария Помельникова
maria.pomelnikova@raiffeisen.ru
+7 495 221 9845

ЕвроХим: под давлением неблагоприятной конъюнктуры

Слабые результаты за 2 кв. 2015 г.

Компания EuroChem Group AG (далее - ЕвроХим) (BB/-/BB) опубликовала слабые финансовые результаты за 2 кв. 2015 г. по МСФО. Неблагоприятная ценовая конъюнктура, снижение объемов продаж (особенно прибыльных сложных удобрений) и укрепление рубля кв./кв. оказали давление на ключевые финансовые показатели компании во 2 кв.: выручка упала на 8%, EBITDA - на 31%, рентабельность по EBITDA - на 9,3 п.п. В 3 кв. ослабление российской валюты, напротив, поддержит результаты.

Среди положительных моментов мы отмечаем сохранение высокого операционного денежного потока во 2 кв. в результате оптимизации оборотного капитала. Долговая нагрузка остается на приемлемом уровне 1,6х Чистый долг/EBITDA. При этом накопленных денежных средств и депозитов (~675 млн долл.), а также невыбранных кредитных линий (100 млн долл.) недостаточно для покрытия краткосрочной задолженности (1,1 млрд долл.). Во время телефонной конференции менеджментом компании была озвучена информация о двух сделках по рефинансированию задолженности (детали пока не раскрываются), закрытие которых планируется в течение ближайшего месяца.

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.	1П 2015	1П 2014	изм.
Выручка	1135,2	1 235,2	-8%	2 370,5	2 754,7	-14%
EBITDA	318,4	460,6	-31%	779,1	726,4	+7%
Рентабельность по EBITDA	28,0%	37,3%	-9,3 п.п.	32,9%	26,4%	+6,5 п.п.
Чистая прибыль	179,0	339,1	-47%	518,1	303,6	+1,7х
Операционный поток	340,4	344,0	-1%	684,4	468,5	+46%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-241,7	-130,8	+1,8х	-372,5	-450,1	-17%
Капвложения	215,8	142,2	+1,5х	358,0	447,1	-20%
Финансовый поток	13,8	21,0	-34%	34,8	52,5	-34%

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 126,3	3 049,6	+2%
Краткосрочный долг	1 069,3	951,2	+12%
Долгосрочный долг	2 057,0	2 098,4	-2%
Чистый долг	2 455,2	2 473,5	-1%
Чистый долг/ EBITDA LTM*	1,6х	1,6х	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки из-за падения цен и объемов продаж

Выручка во 2 кв. 2015 г. снизилась на 8% кв./кв. до 1,1 млрд долл. при падении объемов продаж, так и цен реализации по всем ключевым видам продукции.

Так, выручка от продаж азотных удобрений сократилась на 7% кв./кв. до 481 млн долл. из-за снижения цен (-4% кв./кв. на аммиак, -6% кв./кв. на приллированный карбамид, -22% кв./кв. на аммиачную селитру) и сокращения объемов продаж на 3% кв./кв.

В фосфатном сегменте лидером падения стали сложные удобрения, объемы реализации которых упали на 28% кв./кв. при небольшом снижении объемов фосфорных удобрений (-1% кв./кв.). Продажи железорудного концентрата кв./кв. не изменились. При этом, цены реализации на эти виды удобрений снижались незначительно (-2,5% кв./кв. МАФ) на фоне продолжения в целом падения цен на ЖРС (-6% кв./кв. в среднем). В итоге выручка сегмента сократилась на 10% кв./кв. до 488 млн долл.

EBITDA под давлением цен и укрепления рубля

Снижение цен на конечную продукцию, рост цен на хлористый калий (+2% кв./кв.), используемый в качестве сырья, и укрепление рубля (+15% кв./кв.) привели к падению EBITDA во 2 кв. на 31% кв./кв. Отметим, что себестоимость в долларовом выражении на единицу продукции в среднем выросла на 4% кв./кв., расходы по продаже - на 26% кв./кв. на единицу продукции, общие и административные расходы - на 12% кв./кв.

Чистый операционный денежный поток во 2 кв. остался на высоком уровне, как и кварталом ранее - 340 млн долл., за счет высвобождения из оборотного капитала 19,1 млн долл. против

Инвестиции в калийные проекты и прочие капвложения могут быть профинансированы из операционного потока

инвестирования в него 49 млн долл. в 1 кв. Капвложения во 2 кв. составили 216 млн долл. (+1,5х кв./кв.) и были профинансированы из операционного потока компании. За 1П 2015 г. было освоено всего 30-35% годового инвестбюджета (1-1,2 млрд долл.). Около половины капвложений было направлено на калийные проекты. Всего с начала разработки и по настоящий момент в эти проекты было инвестировано 2,9 млрд долл., и до запуска производства в конце 2017 г. затраты 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).

Мы считаем, что бонды EUCHEM 17 (YTM 5,2%), котирующиеся на уровне выпусков NLMKRU 18 и PHORRU 18, выглядят дорого. Лучшей им альтернативой являются бумаги NORDII 18 (YTM 6,4%), эмитент которых имеет более низкую долговую нагрузку и близкий набор кредитных рейтингов.

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 мая: кризис добрался до реального сектора

Падение промпроизводства усиливается

Импорт "не по карману"

Валютный рынок

ЦБ приостанавливает длинное валютное РЕПО

ЦБ выводит из системы избыточную валюту

Валютный рынок: еще одна волна ослабления рубля - новая реальность?

ЦБ с 13 мая начал покупать валюту на открытом рынке в объеме 100-200 млн долл. в день

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Инфляция

Инфляция в мае: сезонный оптимизм

Ликвидность

Казначейство РФ возобновляет о/п аукционы РЕПО с ОФЗ и удваивает лимиты до 100 млрд руб.

Монетарная политика ЦБ

Снижение ключевой ставки ЦБ уже не будет таким резким

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Банковский сектор

Май незаметно унес заметный запас валютной ликвидности

Банки пока не готовы к полному снятию аварийных мер



#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
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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



#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
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

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.