

Пульс рынка

- **Низкий спрос на аукционах по облигациям Испании и Франции** сохранил негативные настроения на рынках рискованных активов, несмотря на то, что макростатистика по США вновь оказалась позитивной. В ходе аукциона на облигации Испании удалось разместить 10-летние бумаги лишь в объеме 3,56 млрд евро из планируемых 4 млрд евро, при этом доходность вплотную приблизилась к отметке 7% (YTM 6,975%). Также невысокий спрос наблюдался на размещении облигаций Франции в объеме 6,98 млрд евро, кредитный спред которой к Германии расширился до 131 б.п. Рост доходностей в еврозоне и обеспокоенность относительно распространения негативного влияния кризиса на американские банки стали поводом бегства в качество, о чем свидетельствует снижение доходностей 10Y UST до YTM 1,95%. Индексы акций снизились на 1-2%, а котировки нефти Brent упали на 2% до 108 долл./барр.
- **Фискальные ограничения вместо количественного смягчения.** Призывы участников рынка к более масштабным интервенциям ЕЦБ для стабилизации доходностей на рынке суверенных обязательств были вновь отклонены канцлером Германии, заявившей, что фундаментальное решение проблем возможно лишь путем фискальных ограничений. Периферийным странам приходится рассчитывать лишь на свои силы, что, по мнению экономистов, рано или поздно приведет к развалу еврозоны. Рост доходностей суверенных облигаций оказывает давление на стоимость долга корпоративного сектора, что может ограничить, помимо прочего, их инвестиционную активность, что является еще одним фактором углубления рецессии. Новые требования к достаточности капитала банков приведут к сокращению их активов, по различным оценкам, до 1 трлн евро, что также создаст давление на кредитные рынки. По данным Moody's, в следующем году европейским компаниям нефинансового сектора с инвестиционным уровнем рейтинга необходимо рефинансировать порядка 334 млрд долл., что не выглядит высоким в сравнении с грузом суверенного долга.
- **Риски дефицита ликвидности в декабре.** Согласно вчерашним заявлениям зампреда ЦБ С. Швецова, Банк России признает возможность возникновения осложнений с ликвидностью в декабре 2011 г., что побуждает регулятора вести переговоры с Минфином о переносе предстоящей к погашению до конца 2011 г. задолженности по депозитам (~610 млрд руб.) на следующий год. Со слов С. Швецова, для поддержки локального денежного рынка ЦБ готов снизить требования к рейтингам эмитентов ценных бумаг, предоставляемых в залог по сделкам РЕПО, но эта мера понадобится лишь, если Минфин не сможет перенести оставшиеся депозиты на 2012 г.
- **Международные резервы сократились.** По данным ЦБ, ЗВР за 4-11 ноября упали на 1,8 млрд долл. до 516 млрд долл. в основном из-за негативной валютной переоценки (~2,5 млрд долл.), которая лишь отчасти компенсировалась ростом стоимости золота (+0,9 млрд долл.). Вклад переоценки ценных бумаг и СДР был незначительным, а продажи валюты ЦБ могли составить ~200 млн долл.
- **"Первичка" не сбавляет обороты.** БИНБанк (В-/В2/-) озвучил ориентир по выпуску БО-3 номиналом 2 млрд руб. в пределах YTP 12,10-12,89% к оферте через год. На наш взгляд, среди рублевых облигаций банков с рейтингом уровня В/В2 лучшее соотношение риск/доходность предлагают бумаги ТКС БО-3 (YTP 17,0% @ август 2012 г.). Росавтодор начал сбор заявок на 5-летние облигации с ориентиром по купону 9,25-9,75 (YTM 9,47-9,99%), что соответствует премии к ОФЗ на уровне 120-170 б.п. Верхнюю границу можно было бы считать адекватной компенсацией за риск (учитывая госгарантию по сумме номинала), если бы не слишком длинная дюрация. Сегодня мы ожидаем ценовое снижение на рынке облигаций вслед за котировками цен на нефть.

Темы выпуска

- **ЕвроХим: активность в M&A обуславливает рост долга**
-

ЕвроХим: активность в М&А обуславливает рост долга

В целом позитивные результаты за 3 кв. 2011 г.

ЕвроХим (BB/-/BB), лидер российского рынка удобрений, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2011 г., которые в целом мы оцениваем позитивно. Выручка за 9М 2011 г. выросла на 41% г./г. до 98,3 млрд руб., при этом показатель EBITDA составил 37,1 млрд руб., увеличившись на 91%, что обусловило повышение рентабельности по EBITDA более чем на 10 п.п. до 37,7%. Несмотря на привлечение нового долга в размере 25 млрд руб., долговая нагрузка почти не изменилась с начала года, составив 1,15x в терминах отношения Чистый долг/LTM EBITDA.

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.
Выручка	36 185	24 261	+49%	36 185	30 866	+17%
Валовая выручка	19 331	11 849	+63%	19 331	15 531	+24%
Валовая рентабельность	53,4%	48,8%	+4,6 п.п.	53,4%	50,3%	+3,1 п.п.
ЕБИТДА	13 640	6 347	+2,1x	13 640	11 871	+15%
Рентабельность по ЕБИТДА	37,7%	26,2%	+11,5 п.п.	37,7%	38,5%	-0,8 п.п.
Чистая прибыль	3 390	4 772	-29%	3 390	9 535	-2,8x
Чистая рентабельность	9,4%	19,7%	-10,3 п.п.	9,4%	30,9%	-21,5 п.п.
Операционный поток	12 353	6 021	+2,0x	12 353	5 842	+2,1x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-9 619	-5 937	+62%	-9 619	-2 656	+3,6x
капитальные затраты	-6 617	-6 323	+5%	-6 617	-6 000	+10%
Финансовый поток	-175	-542	-3,1x	-175	-6 885	-39,3x

в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	13 574	12 590	+8%
Долгосрочный долг	54 208	30 237	+79%
Совокупный долг	67 781	42 827	+58%
Чистый долг	54 702	33 930	+61%
Чистый долг/LTM EBITDA*	1,15x	1,13x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Ценовой рост удобрений продолжился и в 3 кв. ...

Позитивная динамика выручки в 3 кв. наблюдалась не только в сравнении с аналогичным периодом прошлого года (+49%), но и, что более важно на текущем рынке, в сравнении с предыдущим кварталом (+17%). Основным фактором, обусловившим рост выручки, стал сохранившийся в 3 кв. в целом позитивный ценовой тренд на рынке удобрений. В частности, средние цены на карбамид выросли на 17% кв./кв., составив 486 долл./т (FOB Южный), аммиачная селитра подорожала на 3% кв./кв. до 323 долл./т (FOB Черное море), а средняя цена на ДАФ поднялась на 9% кв./кв. до 681 долл./т. (FOB Балтийское море).

С точки зрения продаж в натуральном выражении, наблюдался небольшой спад в сегменте азотных удобрений (-6%) и рост в фосфатных удобрениях (+10%), а также стабильный уровень отгрузки руды (+1%).

... чему способствует низкое отношение запасов зерновых к потреблению

Низкое соотношение запасов к потреблению основных зерновых культур продолжает поддерживать высокий спрос на удобрения. Наибольший спрос наблюдался в Южной Америке и Индии. В то же время, как отмечает компания, в последние недели 3-го квартала неопределенность ценовых тенденций на рынке сельхозпродукции (соя и кукуруза подешевели на 6%) вынудила многих покупателей удобрений занять выжидательную позицию. Несмотря на общую нестабильность рынка, компания ожидает сохранения превышения спроса над предложением в азотном и фосфорном сегментах.

Транспортные расходы оказали давление на рентабельность

Увеличение расходов по продаже продукции (+40% кв./кв.), общих административных расходов и расходов на материалы (+20% кв./кв.) оказало давление на рентабельность по EBITDA за 3 кв., которая снизилась на 0,8 п.п. кв./кв. до 37,7%, при этом в абсолютном выражении показатель EBITDA вырос на 15%. По нашему мнению, рост расходов по продаже продукции обусловлен увеличением транспортных расходов, преимущественно, в связи с возросшим объемом поставок азотных удобрений в Латинскую Америку и фосфатных удобрений в Юго-Восточную Азию.

В 4 кв. операционного потока для финансирования капитальных затрат может не хватить

За 9М 2011 г. из-за финансирования оборотного капитала (4 млрд руб.) увеличение операционного денежного потока составило лишь 62% г./г., в то время как операционная прибыль почти удвоилась. Операционный поток покрыл капитальные расходы, которые составили 16,5 млрд руб. Из запланированных на 2011 г. капитальных расходов на разработку Гремячинского и Верхнекамского месторождений в объеме 13,9 млрд руб. было потрачено чуть более половины (53%), что означает, что в 4 кв. 2011 г. можно ожидать увеличения капзатрат. В частности, по оценкам менеджмента, до конца 2011 г. оплаты по уже законтрактованным поставкам по инвестпроектам составят 7,4 млрд руб. По нашим оценкам, в последнем квартале года общий объем капитальных инвестиций может достичь 8,5-13,5 млрд руб., для финансирования которых потока от операционной деятельности может оказаться недостаточно, что обусловит потребность в привлечении нового долга и/или снижение накопленных на балансе денежных средств (на конец 3 кв. - 12,9 млрд руб.).

Средства от привлеченного долга ушли в материнскую компанию

В августе компания привлекла 5-летний клубный кредит в размере 1,3 млрд долл. и рефинансировала "старый" синдицированный кредит (~430 млн долл.). Преимущественно за счет долга (чистое привлечение - 21,2 млрд руб.) был осуществлен выкуп акций у материнской компании EuroChem Group S.E. в размере 9,04% от акционерного капитала.

Покупка активов BASF не сильно увеличит долговую нагрузку

В сентябре было подписано кредитное соглашение со Сбербанком на сумму 20 млрд руб. сроком на 5 лет, средства по которому на отчетную дату выбраны не были. Планируется, что они будут использованы, в частности, для финансирования приобретения активов BASF по выпуску удобрений суммарной мощностью 2,5 млн тонн в Бельгии и Франции за 705 млн евро. Ранее сообщалось, что сделка будет закрыта в 1 кв. 2012 г. Если бы она состоялась в этом году, то с учетом результатов приобретаемых заводов, Чистый долг/pro-forma EBITDA на конец 2011 г., по нашим оценкам, составил бы 1,2-1,5x (на конец 3 кв. 2011 г. Чистый долг/EBITDA ЕвроХима составлял 1,15x). По нашим оценкам, реализация этой сделки, а также осуществление капзатрат (преимущественно, в разработку Гремячинского месторождения) могут обусловить повышение долговой нагрузки ЕвроХима в течение следующих 6 месяцев.

Основной кредитный риск представляет повышенная активность в M&A

В марте 2012 г. компания должна погасить евробонд Eurochem 12 (300 млн долл.). На наш взгляд, проблем с его погашением у компании не возникнет. Мы отмечаем, что в 3 кв. 2011 г. компания существенно улучшила структуру долга: если на конец 2 кв. 2011 г. доля долгосрочного долга составляла 38%, то на 30 сентября 2011 г. уже 80%, при этом почти 58% долга предстоит к погашению только через 5 лет.

Основным риском для кредитного профиля эмитента (помимо отраслевых факторов) является повышенная активность в сделках M&A (в частности, экспансия в сектор добычи природного газа), осуществление которых может значительно увеличить долговую нагрузку. Мы полагаем, что на данный момент ЕвроХим имеет достаточный запас прочности по ковенантам. Новый синдицированный кредит содержит ограничение на Чистый долг/EBITDA на уровне 3,0x.

Облигации выглядят дорого, ждем предложения с "первички"

Обращающиеся долговые бумаги эмитента имеют низкую торговую ликвидность. Справедливая доходность длинных рублевых облигаций ЕвроХим-2,3 (УТР 9,8-10,0%) с офертами в 2015 г. оценивается нами, как минимум, на уровне УТW11%. На текущий момент зарегистрированы три выпуска облигаций на сумму 20 млрд руб., которые, учитывая потребность эмитента в финансировании, могут быть размещены в случае улучшения рыночной конъюнктуры.

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.