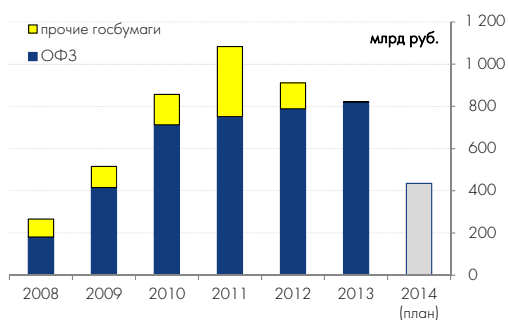


## Пульс рынка

- На рынках временное затишье, бонды РФ отыгрывают "украинскую" премию.** В отсутствие значимых макроданных по США/ЕС на рынках вчера наблюдалось некоторое затишье: американские индексы прибавили 0,38%, доходность 10-летних UST поднялась на 2 б.п. до YTM 2,54%. Лучше рынка выглядели евробонды РФ: длинный выпуск Russia 42 подорожал на 2 п.п. до 101,6% от номинала, G-спред сузился на 20 б.п. до 219 б.п., что соответствует премии к бразильским бондам в 30 б.п. (мы оцениваем справедливое значение в 0-15 б.п., учитывая негативный прогноз по рейтингу РФ от S&P). Снижение "украинской" премии в бондах РФ отражает недавнее заявление В. Путина об отводе российских войск от границ с Украиной (несмотря на то, что представители США/НАТО пока не наблюдают изменений в их расположении). Сегодня негативное влияние на настроения инвесторов может оказать комментарий Д. Медведева о том, что РФ и США "движутся в сторону второй холодной войны, которая никому не нужна".
- Минфин в два раза урезал план по заимствованиям на внутреннем рынке.** Минфин пересмотрел план по заимствованиям в этом году на внутреннем рынке с 825 млрд руб. (изначально выглядел амбициозно) до 435 млрд руб. и решил не выходить на внешний рынок (планировалось занять 7 млрд долл.). Это стало следствием пересмотра прогноза по федеральному бюджету, который, как теперь ожидается, будет исполнен с профицитом 0,5% ВВП (ранее закладывался дефицит 0,5% ВВП, или 391 млрд руб.) благодаря ослаблению рубля и более высоким ценам на нефть. Минфин увеличил оценку чистых доходов до ~700 млрд руб. (с поправкой на замедление экономики), прежде всего, на ожидании более сильного снижения курса. Но выход на профицит это по-прежнему не гарантирует, учитывая сохраняющиеся факторы риска. Поэтому чистый объем заимствований в 119 млрд руб. (учитывая погашения госбумаг на 316 млрд руб.) не выглядит избыточным, хотя и значительно ниже фактического объема чистых размещений в 2013 г. (358 млрд руб.). Отметим, что из-за эскалации украинского конфликта (нерезиденты сократили вложения в ОФЗ на 65-75 млрд руб.) в 1 кв. ОФЗ были размещены лишь на 43,6 млрд руб. (выручка Минфина) при погашении 136 млрд руб. (ОФЗ 25071). Размещение ГСО на 100 млрд руб. позволило выйти на почти нулевой объем чистых заимствований (+8 млрд руб.). Согласно плану, рынок ОФЗ в этом году (в отличие от предыдущих лет начиная с 2008 г.) станет нетто-поставщиком рублевой ликвидности на рынок (Минфин привлечет всего 119 млрд руб., а выплатит купоны на ~272 млрд руб.). Это существенно влияет на ценообразование рынка госбумаг: кривая принимает все более плоскую форму. В сравнении с короткими выпусками длинные ОФЗ в меньшей степени отреагировали на повышение ключевых ставок, наклон кривой (2-10 лет) опустился на 100 б.п. с начала года, а спред 10-летних ОФЗ к ставке недельного РЕПО ЦБ сузился с 240 до 150 б.п. Лучшей альтернативой ОФЗ мы считаем краткосрочные негосударственные выпуски 1-го эшелона, которые предлагают премию к суверенной кривой >150 б.п. (и имеют более высокий показатель RoRWA).

### Общее ...



### ... и чистое размещение госбумаг



Источник: Интерфакс, Минфин, оценки Райффайзенбанка

- "Первичка" пробует уйти "в длину".** После довольно успешных размещений годовых бумаг Мегафона (со ставкой купона 9,45% годовых), ГПБ (9,75%) и ЮниКредит Банка стали появляться предложения и с более длинным сроком за пределами 1-го эшелона. Сегодня начинается сбор заявок по 4-летним амортизируемым облигациям Красноярского края (BB/Va2/BB+) номиналом 10 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 11,6%-11,9% год. и дюрацией 2,7 года. Возможно, спрос на эти бумаги удастся сформировать за счет пенсионных средств. Не менее амбициозным в плане срока является и предложение 4,5-летних бумаг Башнефти (-/Va2/BB) в объеме 10 млрд руб.

## Темы выпуска

- ЕвроХим: весенний рост**

## ЕвроХим: весенний рост

Результаты за 1 кв.  
2013 г. оцениваем  
позитивно

ЕвроХим (ВВ/-/ВВ) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2014 г., которые мы оцениваем позитивно. Повышение цен на все виды удобрений, а также ослабление рубля по сравнению с 4 кв. 2013 г. стали ключевыми драйверами роста выручки и рентабельности. Обратной стороной снижения курса рубля стало получение чистого убытка за квартал (966 млн руб.) из-за неденежных курсовых разниц (переоценка валютных обязательств).

## Ключевые финансовые показатели ЕвроХима

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.	1 кв. 2013	изм.
Выручка	49 416	43 864	+13%	46 651	+6%
Валовая прибыль	19 772	15 086	+31%	17 268	+14%
Валовая рентабельность	40,0%	34,4%	+5,6 п.п.	37,0%	+3,0 п.п.
ЕБИТДА	14 168	9 248	+53%	12 352	+15%
Рентабельность по ЕБИТДА	28,7%	21,1%	+7,6 п.п.	26,5%	+2,2 п.п.
Чистая прибыль	-966	2 613		4 819	
Операционный поток	4 289	10 021	-57%	8 803	-51%
Отток по инвестиционной деятельности, в т.ч.	-6 816	-10 553	-35%	-4 616	+48%
Капвложения	-6 247	-9 549	-35%	-7 354	-15%
Финансовый поток	-589	2 155		-3 716	+6,3x

в млн руб., если не указано иное	31 марта 2014	31 дек. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	117 642	108 406	+8%
Краткосрочный долг	14 625	8 371	+75%
Долгосрочный долг	103 017	100 035	+3%
Чистый долг	101 489	89 412	+13%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	2,27x	2,07x	

\*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки  
обеспечен ростом цен  
и ослаблением рубля

В 1 кв. 2014 г. выручка ЕвроХима выросла на 13% кв./кв. до 49,4 млрд руб. за счет повышения средних цен реализации удобрений на 5-24% кв./кв. в долларах и существенного ослабления среднего курса рубля (около 80% выручки приходится на экспорт). Объем продаж в азотном сегменте упал на 7% кв./кв. до 2,1 млн тонн после значительного роста в 4 кв. 2013 г., что было частично компенсировано увеличением на 6% кв./кв. отгрузки фосфорных удобрений (до 0,6 млн тонн). Улучшение конъюнктуры рынка азотных и фосфатных удобрений (даже с корректировкой на сезонный фактор) привело к росту продаж дистрибуционного бизнеса ЕвроХим Агро на 40% кв./кв. до 1,76 млн тонн за счет увеличения отгрузки удобрений других производителей.

Рост инвестиций в  
оборотный капитал  
был временным

На фоне позитивной динамики выручки и контроля над основными статьями расходов рентабельность по ЕБИТДА выросла с 21,1% в 4 кв. 2013 г. до 28,7% в 1 кв. 2014 г. Однако операционный денежный поток сократился на 57% кв./кв. до 4,3 млрд руб. на фоне резкого роста дебиторской задолженности (с 0,8 млрд руб. в 4 кв. 2013 г. до 7,8 млрд руб.), что и привело к увеличению инвестиций в оборотный капитал против его сезонного снижения в 4 кв. Компания ожидает нормализации ситуации во 2 кв. 2014 г.

Капзатраты  
превысили  
операционный поток

Капзатраты традиционно для первого квартала сократились (до 6,2 млрд руб.), однако их величина превысила операционный поток. В результате общий долг за квартал вырос на 8%, что на фоне умеренного сокращения денежных средств на балансе привело к росту долговой нагрузки с 2,07x до 2,27x Чистый долг/ЕБИТДА.

**Рекомендуем покупать  
спред SIBRSE 18 -  
EUROCHEM 17**

В обращающихся выпусках ЕвроХим-2,3 торговая ликвидность практически отсутствует. Со второй половины марта спред SIBRSE 18 - EUROCHEM 17 расширился с отрицательного значения до 115 б.п., несмотря на то, что СИБУР имеет более сильный набор кредитных рейтингов. По-видимому, отставание бондов СИБУРа от рынка является следствием введения санкций со стороны США против ее миноритарного акционера Г. Тимченко. Учитывая сильное кредитное качество эмитента, мы считаем выпуск SIBRSE 18 недооцененным.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Минфин о рисках технической рецессии, инфляции и отсутствии планов смягчать бюджетное правило

Макростатистика марта: страхи подстегнули потребление

Промышленность «растеряла» энергию

### Валютный рынок

Минфин рубль бережет

### Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ: нет ничего более постоянного, чем временное?

Новые грани «тонкой настройки»

### Долговая политика

Минфин корректирует планы по заимствованиям

### Рынок облигаций

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Нерезиденты в ОФЗ: назад в «долиберализационный» период

Где верхний предел доходностей ОФЗ?

### Платежный баланс

Отток капитала частного сектора в 1 кв. 2014 г. - 63,7 млрд долл.

### Инфляция

Новые оттенки инфляции

### Ликвидность

Банк России ожидает приближения краткосрочных ставок к верхней границе процентного коридора

Казначейство РФ меняет схему трансферта в пользу ликвидности

Ликвидность: Казначейство РФ выходит с новыми мерами

### Бюджет

Слабый рубль и высокая цена на нефть принесут бюджету незапланированные 760 млрд руб. в 2014 г.

Минфин ограничивает "аппетиты" МЭР

### Банковский сектор

Банки РФ в марте изъяли средства со счетов у банков-нерезидентов

Госбанки запасаются наличной валютой для защиты от санкций

Население активно выводило средства в наличность, увеличивая дефицит рублевой ликвидности

Избыток инвалюты позволяет банкам РФ обойтись без внешних заимствований

## 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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

### 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	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк

## 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

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

### Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
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
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 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. 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.