

Пульс рынка

- ▶ **Поводов для покупок не нашлось.** Несмотря на отсутствие значимых событий, боковое движение вчера сменилось заметной просадкой американских индексов акций, которые снизились на 0,5%, при этом 10-летние UST остались около YTM 2,71%. По-видимому, инвесторы решили зафиксировать прибыль в рискованных активах, предвидя ухудшение корпоративных финансовых результатов. Значение PPI в США в июле не изменилось м./м. (составив +2,1% г./г.), в то время как консенсус-прогноз предполагал рост на 0,3% м./м., что стало следствием неожиданного снижения стоимости электроэнергии. Таким образом, инфляционные риски все еще находятся на низком уровне, что может служить аргументом для некоторых членов FOMC в пользу продолжения QE. С другой стороны, это может расцениваться и как подтверждение неэффективности этих программ.
- ▶ **Внешний фон снизил интерес к ОФЗ.** Вчерашние аукционы, как мы и ожидали, не вызвали большого интереса со стороны инвесторов. Из предложенных 7-летних ОФЗ 26210 было реализовано лишь 37%, при этом отсечение заявок произошло по верхней границе ориентира YTM 6,85%. Несмотря на столь низкий спрос, на "вторичке" после аукциона сделки проходили по ценам (100,35-100,45% от номинала) выше цены отсечения 100,29% от номинала, что, скорее всего, стало следствием некоторого укрепления рубля (корзина подешевела до 37,95 руб.). Немного лучше обстояли дела с 5-летними ОФЗ 25081, которые были реализованы в объеме 71% предложения, доходность по цене отсечения также была установлена по верхней границе ориентира. Результаты аукционов свидетельствуют о том, что позитивный эффект от ожидаемого снижения ставок РЕПО на следующем заседании ЦБ РФ нивелируется вероятным сворачиванием QE3, которое приведет к дальнейшему повышению доходностей базовых активов. Кстати говоря, к концу этого года мы ожидаем рост доходностей 10-летних UST на 20 б.п. до YTM 2,9%, что транслируется в более высокие реальные доходности на рынке ОФЗ.
- ▶ **Ухудшение качества кредитов сказалось на рейтинге РСХБ (-/Ваа3/BBB-).** Fitch понизило рейтинг РСХБ на одну ступень до BBB-, что было обусловлено значительным ухудшением качества кредитов при ограниченной возможности получения финансовой поддержки от государства. Напомним, что по РСБУ рост просроченной задолженности по корпоративным кредитам банка в июле составил ~6% м./м. (превысив 100 млрд руб.), при этом доля просрочки в портфеле увеличилась до 10,5%. Кроме того, возможные потери от обесценения кредитов (создания резервов) не покрываются чистой процентной маржой (4,1% за 2012 г.). По-видимому, эти обстоятельства привели к убытку текущего года, который составил 3,3 млрд руб. на 1 августа 2013 г. по РСБУ (за аналогичный период прошлого года он был всего 631 млн руб.). В результате общая достаточность капитала (показатель Н1) с начала года сократилась на 1,57 п.п. до 13,3%, что все еще является умеренным уровнем (например, у Сбербанка Н1 составил 13,16% на 1 июля 2013 г.). Повышение убыточности РСХБ и снижение Н1 до минимальной планки (10%), скорее всего, вновь поднимет вопрос о превращении банка в институт развития. Мы считаем текущую премию субординированных бондов RSHB 21 (YTM 7,9%) к старшим выпускам эмитента в размере 200 б.п. завышенной, учитывая отсутствие условия loss-absorption.
- ▶ **Uranium One (S&P: BB-) предлагает неравноценный обмен.** Вчера в маркетинге появился выпуск Uranium One-2 в объеме 12,5 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 10,0%-10,5% годовых, что соответствует YTP 10,25%-10,78% к 7-летней оферте и спреду к суверенной кривой 342-395 б.п. Также эмитент объявил условную оферту 23 августа на приобретение обращающихся облигаций Uranium One-1 (99,5%-100,3% от номинала, YTP 9,87-10,17% @ ноябрь 2016 г. = ОФЗ + 360-390 б.п.) в объеме 14,3 млрд руб. по цене 100% от номинала, в случае если новые бумаги удастся разместить на не менее 11,75 млрд руб. и на оферте будет предъявлено бумаг старого выпуска не менее той же величины. Существенным недостатком бумаг эмитента является их отсутствие в списке РЕПО ЦБ: выпуск Uranium One-1, который был размещен в декабре 2011 г., так и не был включен в него, несмотря на то, что формальные ограничения для иностранных эмитентов были сняты. Ставки междилерского о/п РЕПО по бумагам эмитентов, которых нет в списке РЕПО ЦБ, составляют 6,5-7% годовых. Кроме того, ориентир по новым бумагам не интересен, т.к. премия к ОФЗ по нему не выше, чем у Uranium One-1, несмотря на заметно более длинную дюрацию.

Темы выпуска

- ▶ **ЕвроХим: в рыночном тренде**

ЕвроХим: в рыночном тренде

Результаты за 2 кв. 2013 г. оцениваем нейтрально

ЕвроХим (BB/-/BB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2013 г., которые мы оцениваем в целом нейтрально. Выручка сократилась на 3% кв./кв. до 45,4 млрд руб., причем ее снижение наблюдалось как в азотном (-3% кв./кв. до 25,6 млрд руб.), так и фосфорном (-5% кв./кв. до 14,5 млрд руб.) сегментах. Несмотря на возросшую покупательскую активность во 2 кв., недостатка в предложении не было из-за накопленных ранее запасов. В итоге цены на азотные удобрения в среднем снизились на 15-20% кв./кв., а цены на фосфаты остались на уровне 1 кв. 2013 г.

Однако рентабельность по EBITDA во 2 кв. повысилась на 1,5 п.п. кв./кв. до 28% за счет 1) роста более высокомаржинальных продаж железорудного концентрата, входящих в фосфорный сегмент, и 2) снижения цен на сырье (в частности, цены на калий упали на 24% кв./кв.), а также расходов на э/энергию, коммунальные услуги и топливо.

Риски рефинансирования невысоки, долговая нагрузка повысилась, но остается приемлемой

Краткосрочная часть долга за 2 кв. выросла на 48% до 22,2 млрд руб. (20% общего долга), однако она на 80% покрывается накопленными денежными средствами (17,2 млрд руб.) и депозитами (750 млн руб.). После отчетной даты Совет директоров компании одобрил привлечение синдицированного кредита в объеме до 1,3 млрд долл. (41,6 млрд руб.), средства которого будут направлены на рефинансирование предэкспортного кредита размером 800 млн долл., погашение которого начинается в августе (остальная часть, скорее всего, пойдет на разработку калийных проектов). Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) повысилась за квартал с 1,73х до 1,97х, однако по-прежнему остается на приемлемом уровне.

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	2 кв. 2012	изм.
Выручка	45,4	46,7	-3%	41,9	+8%
Валовая прибыль	17,0	17,3	-2%	19,2	-11%
Валовая рентабельность	37,4%	37,0%	+0,4 п.п.	45,7%	-8,3 п.п.
EBITDA	12,7	12,4	+2%	15,9	-20%
Рентабельность по EBITDA	28,0%	26,5%	+1,5 п.п.	37,9%	-9,9 п.п.
Чистая прибыль	1,8	4,8	-62%	2,9	-38%
Операционный поток	9,6	8,8	+9%	11,1	-13%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-7,8	-4,6	+70%	-11,3	-31%
Капвложения	-7,2	-7,3	-1%	-6,4	+12%
Финансовый поток	-1,3	-3,7	-65%	2,3	-
в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	111,4	104,9	+6%		
Краткосрочный долг	22,2	15,0	+48%		
Долгосрочный долг	89,2	89,9	-1%		
Чистый долг	94,2	88,9	+6%		
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,97х**	1,73х**	-		

EBITDA за предшествующие 12 месяцев

** LTM EBITDA pro-forma по собственным оценкам компании, с учетом оценочного показателя EBITDA EuroChem Agro
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение цен на азотные удобрения сократили выручку и маржу сегмента

Объемы продаж в сегменте азотных удобрений во 2 кв. остались на уровне предыдущего квартала - 2 млн т. При снижении цен на азотные удобрения на 15-20% кв./кв., ценовая конъюнктура для сложных удобрений была более благоприятной - они остались на уровне предыдущего квартала, в результате выручка сегмента снизилась не столь значительно - на 3% кв./кв., а рентабельность - с 30,7% до 29,8%.

Выручку и маржу фосфорного сегмента поддержали побочные продукты

В фосфорном сегменте объемы реализации удобрений упали на 22% кв./кв. до 550 тыс. т при сохранении цены на уровне предыдущего квартала. Однако выручка не просела столь значительно (-5% кв./кв.) благодаря росту продаж железорудного концентрата. На его долю во 2 кв. приходится до 38% выручки (29% в 1 кв.) и 71% EBITDA фосфорного сегмента (62% EBITDA в 1 кв.). В итоге его рентабельность повысилась с 22,5% в 1 кв. до 25,8%.

В настоящее время цены на удобрения остаются под давлением

В настоящее время, по данным компании, цены на карбамид остаются на прежнем уровне, однако давление на них оказывают китайские производители, так как с 1 июля открылось "экспортное окно" для китайских производителей карбамида и фосфатных удобрений. В фосфорном сегменте наиболее важную роль играет спрос со стороны Индии, на который по-прежнему влияет ослабление рупии и снижение госсубсидий для фермеров на покупку DAP/MAP, при этом оживление покупательской активности компания прогнозирует только после снижения товарных запасов (не ранее сентября). Более подробные прогнозы, возможно, компания представит на предстоящей сегодня телеконференции.

Напомним, целевое значение выручки для компании в 2013 г. - 6 млрд долл. (+9% г./г.), при рентабельности по EBITDA - 25-28%, т.е. на уровне, который компания и продолжает демонстрировать после консолидации европейских активов во 2П 2012 г.

Капвложения полностью профинансированы из операционного потока

Операционный денежный поток во 2 кв. вырос на 9% кв./кв. до 9,6 млрд руб., в том числе за счет продолжающегося снижения инвестиций в оборотный капитал (576 млн руб. против 915 млн руб. в 1 кв.). Капзатраты в объеме 7,2 млрд руб. (из них почти половина - на калийные проекты) полностью были покрыты операционным потоком. Капвложения в 2013 г. запланированы в объеме 1 млрд долл., что практически соответствует инвестициям 2012 г. (28,5 млрд руб., или ~950 млн долл.). За 1П 2013 г. освоено около 50% годового плана капвложений. Отметим, что часть (500 млн долл.) одобренного СД синдицированного займа может пойти на финансирование ключевых для компании калийных проектов. Также компания рассматривает возможности для расширения своих мощностей, в частности, такие потенциальные проекты как завод по производству аммиака и карбамида в США, завод по выпуску нитрата калия и бесхлорных сложных удобрений в Китае в рамках СП, производство фосфатных удобрений в Казахстане.

Дальнейшее финансирование калийных проектов возможно за счет привлеченного синдицированного займа

Во 2 кв. ЕвроХим продолжил выкуп собственных акций у материнской EuroChem Group S.E., но в значительно меньших объемах - на 626 млн руб. против 7,3 млрд руб. в 1 кв. Также была завершена сделка по покупке 47,67% доли в ОАО "Мурманский морской торговый порт" за 3,1 млрд руб., однако большая часть суммы - 2,5 млрд руб. была внесена в 4 кв. в качестве предоплаты, во 2 кв. 2013 г. были выплачены остальные 591 млн руб.

Без торговых идей

Торговых идей в рублевых бумагах эмитента нет, обращающиеся выпуски ЕвроХим-2,3 имеют низкую торговую ликвидность. На рынке евробондов выпуск EUROCHEM 17 котируется с небольшой премией 15 б.п. к SIBRSE 18, что, по нашему мнению, не предполагает потенциала для его опережающего ценового роста. Учитывая риск дальнейшего повышения долговой нагрузки (в связи с относительно высокими затратами на сарех и ухудшением конъюнктуры в сегменте фосфатных удобрений в краткосрочной перспективе), мы не исключаем расширения кредитного спреда на фоне повышения доходностей базовых активов.

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	

Транспорт

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

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	ФосАгро

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
РСХБ

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Экономика "пошла на попятную"

ВВП не в лучшей форме

Платежный баланс

Рубль "оторвался от земли"

Инфляция

ЦБ возьмет инфляцию "под уздцы"?

Монетарные стимулы уперлись в инфляцию

Инфляция поторопилась

Валютный рынок

Обесценение рубля: случайность или закономерность?

Подвижный рубль

Монетарная политика ЦБ

Снижение ставок от ЦБ: "и волки сыты, и овцы целы"

От перемены мест «слагаемых» экономика не меняется?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

Промышленность

Промышленность "дала слабину"

Внешняя торговля

Слабый импорт едва ли поддержит рубль

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Новая схема конвертации трансферта в госфонды не за горами

Бюджет

"Тонкая настройка" бюджета

Не все бюджету «масленица»

Приватизация — не панацея

Досрочное «распечатывание» ФНБ

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

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

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кеняйкин		(+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.