

Пульс рынка

- **Рынок UST возвращается в зону положительных реальных ставок.** Вчера на рынке американских госбумаг наблюдалось заметное повышение доходностей, в частности, 10-летние UST подскочили на 11 б.п. до YTM 1,85% (с начала недели - на 20 б.п.), при этом пропорционального повышения аппетита к риску не наблюдалось (рынки акций по-прежнему остаются в боковом тренде), что является нетипичным. Кроме того, опубликованные вчера данные по инфляции в США свидетельствуют о низких инфляционных рисках: рост CPI в июле составил в годовом выражении 1,7% (на уровне ожиданий), несмотря на некоторое повышение цен на топливо. Катализатором для роста реальных ставок UST, возможно, является усиление ожиданий или полного отсутствия QE3, или запуска QE3 в урезанной форме, а также потенциальная ситуация fiscal cliff в конце года. Отметим, что исторически положительные реальные процентные ставки характерны для американской экономики. Средние значения реальной доходности 10-летних UST составили 1,5% в 2010 г. и -0,4% в 2011 г.
- **Бразилия начинает масштабные инфраструктурные проекты.** Президент Бразилии объявил о запуске пакета стимулирующих мер в объеме 66 млрд долл. для обновления инфраструктуры страны (прежде всего, строительство автомагистралей и ж/д), при этом 60% этой суммы планируется освоить в течение 5 лет. Возможно, формальным поводом для начала столь масштабных инвестиций является подготовка к проведению следующих летних Олимпийских игр в 2016 г. Данная новость повышает инвестиционную привлекательность Бразилии в сравнении с остальными развивающимися рынками, в частности, с Россией, которая характеризуется высокой степенью изношенности инфраструктуры.
- **Продажи в российском сегменте, несмотря на дорогую нефть.** Неплохие данные по производству в США, продолжающееся снижение уровня запасов нефти, по оценкам EIA, а также заявления со стороны Китая о возможном запуске дополнительных стимулов привели к росту котировок Brent на 1 долл. до 114 долл./барр. Тем не менее, высокие цены на нефть уже не являются достаточным аргументом для покупок российских суверенных бондов, которые в последнее время выглядят хуже бумаг остальных развивающихся рынков (в частности, Бразилии). Вчера индикативный выпуск Russia 30 просел на 50 б.п., Russia 42 потеряли 1 п.п., также снижением цен завершили день корпоративные бумаги.
- **Нет интереса даже к среднесрочным ОФЗ.** В ходе вчерашнего аукциона спрос на ОФЗ 25080 внутри ориентировочного диапазона составил лишь 43% от предложенного объема 15 млрд руб., при этом отсечка была установлена по верхней границе (YTM 7,62%), на вторичном рынке цены не изменились. Низкий спрос даже на среднесрочные ОФЗ обусловлен, по нашему мнению, как низкими ожиданиями дальнейшего укрепления рубля, так и дефицитом рублевой ликвидности.
- **Казначейство поддерживает рынок в налоговый период.** Сегодня ведомство предложит на ММВБ 50 млрд руб. на три месяца под мин. 6,7%. Это второй аукцион Казначейства на этой неделе, аналогичный во вторник был отмечен сильным спросом со стороны банков. В условиях, когда им необходимо перевести до 20 августа около 170 млрд руб. по НДС (наша оценка), ЦБ держит лимиты о/п РЕПО на уровне 10 млрд руб., а поступающих средств из бюджета, по нашему мнению, недостаточно, чтобы перекрыть налоги, средства Казначейства, скорее всего, будут востребованы в полном объеме. Это позволит, как мы полагаем, несколько сдержать рост ставок на денежном рынке.
- **Новая ставка по РСХБ БО-1,5: есть более интересные варианты.** РСХБ (-/Baa1/BBB) определил новые ставки купонов по БО-1,5 (период предъявления к оферте 25-29 августа) на уровне 8,3% годовых к погашению через год (спред к ОФЗ в размере 200 б.п.) Более интересным вариантом является 2-летний выпуск МСП (BBB/Baa2/-) номиналом 5 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 9,2-9,3%, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 260-270 б.п. Книга закрывается сегодня.

Темы выпуска

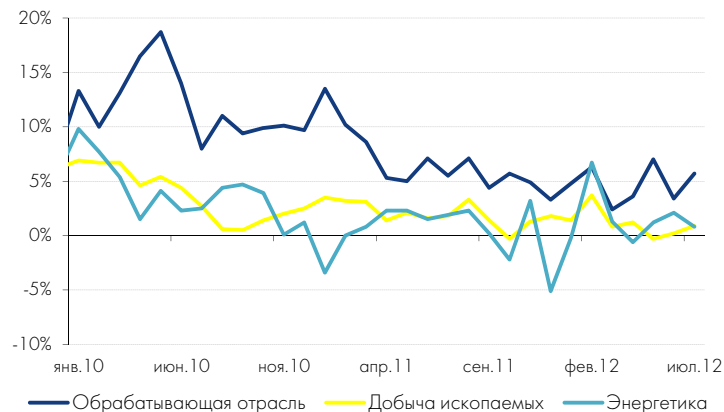
- Промпроизводство: иллюзия роста?
- VimpeLCom Ltd: повышение эффективности идет полным ходом
- Uranium One: новые проекты увеличивают издержки
- ЕвроХим: ожидаем снижения рентабельности в 3 кв.

Промпроизводство: иллюзия роста?

Рост промышленности в июле ускорился

Наблюдаемое в июне резкое замедление роста промышленности сменилось в июле позитивной динамикой. Рост выпуска заметно ускорился, составив в июле 3,4% г./г. против 1,9% г./г. месяцем ранее. Свою лепту в улучшение показателя мог внести календарный фактор - в июле 2012 г. на 1 рабочий день больше, чем в 2011 г. О том, что ситуация восстанавливается, свидетельствуют и данные с исключением сезонных факторов, которые фиксируют 0,9% прирост промпроизводства месяц к месяцу против нулевого роста в июне - в этом году выпуск рос быстрее только в феврале. Однако более детальный анализ факторов роста рисует не столь же радужную картину.

Отраслевая структура промышленного выпуска, 2010-2012 гг.



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Обрабатывающий сектор остается локомотивом роста

С начала года основной движущей силой промышленной активности остается обрабатывающий сектор. Темпы роста сферы обработки в июле лидируют, составляя 5,7% против 3,4% в июне. Если обрабатывающую отрасль во многом поддерживает внутренний спрос, то динамика добывающей отрасли менее стабильна, поскольку в большей степени подвержена влиянию со стороны ухудшения внешней конъюнктуры. Однако в июле показатели добычи тоже были неплохими - ускорение роста до 0,9% против 0,2% в июне. Негативно на показателях промышленного выпуска в июле сказалось лишь ухудшение динамики производства и распределения электроэнергии, газа и воды - сокращение роста до 0,8% против 2,1% в июне.

Наибольший вклад в ускорение темпов выпуска у транспортного и пр. машиностроения...

Что касается обрабатывающих производств, то главную роль в ускорении роста выпуска сферы обработки в июле, согласно нашим оценкам, сыграли неэкспорториентированные отрасли, в то время как другие сектора при сохранении приемлемых темпов роста продемонстрировали неровную динамику. Несмотря на то, что рост в химической отрасли (почти все категории, включая аммиак, удобрения, каучуки и пластмассы), металлургии (сталь, прокат черных металлов, чугун), а также производстве и добыче соответствующих ресурсов (уголь, кокс) ускорился, динамика этих отраслей находится под давлением сокращения внешнего спроса. Так, смешанную динамику можно наблюдать в производстве нефтепродуктов. Импульс промышленности, на наш взгляд, придали совсем иные сектора, в большей степени поддерживаемые внутренними стимулами. Неплохие показатели по-прежнему демонстрирует производство строительных материалов на фоне завершения строительства ключевых инфраструктурных гособъектов. Однако, локомотивом роста, как мы полагаем, стал рынок в транспортном (экскаваторы, магистральные электровозы, автобусы и т.д.) и прочем машиностроении (эскалаторы, металлорежущие станки), а также внушительное ускорение роста пищевой отрасли благодаря тому, что спрос на продукты при их доле около 40% в потребительской корзине практически не сокращается.

...экспортные отрасли находятся под давлением внешнего фона

Мы снижаем прогноз по промпроизводству на 2012 г. до 3%

Последние данные позволяют сделать вывод о том, что внутренний инвестиционный спрос, который остается сильным и получает поддержку со стороны внушительных госзаказов, станет одним из основных факторов роста промышленности во 2П 2012 г. В то же время, при среднегодовой цене на нефть выше 90 долл./барр. мы не видим сильной угрозы для динамики экспортоориентированных и добывающих производств. Между тем, с начала года мы уже наблюдали признаки меньшей активности в нефтепереработке, металлургии и химии в ответ на перспективы сокращения внешнего спроса, что вынуждает нас переоценить риски замедления роста этих отраслей при ухудшении внешней конъюнктуры и понизить общий прогноз по росту промышленного производства на 2012 г. до 3% против 3,7% ранее.

VimpelCom Ltd: повышение эффективности идет полным ходом

Результаты 2 кв. оцениваем умеренно позитивно

VimpelCom Ltd (BB/Вa3/-), одна из крупнейших мировых телекоммуникационных компаний, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2012 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно.

Несмотря на сокращение общей выручки на 4% г./г. из-за ослабления национальных валют к доллару, EBITDA в долларах выросла на 2% г./г., а рентабельность по EBITDA оказалась на самом высоком уровне с момента объединения с Ogascom и Wind – 43,2%.

Долговая нагрузка за квартал немного уменьшилась, составив 2,4х Чистый долг/EBITDA против 2,6х на конец марта. При этом стоит отметить, что сокращение долга в основном было обусловлено эффектом колебания валютных курсов. Напомним, что стратегия группы предусматривает снижение долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA) ниже 2,0х к концу 2014 г.

Ключевые финансовые показатели VimpelCom Ltd. (pro-forma)

В млн долл., если не указано иное	2 кв. 2012	2 кв. 2011	изм.
Выручка, в т.ч.	5 745	6 011	-4%
Россия	2 267	2 329	-3%
Европа и Северная Америка	1 774	2 015	-12%
Африка и Азия	953	949	0%
EBITDA, в т.ч.	2 481	2 441	+2%
Россия	977	968	+1%
Европа и Северная Америка	672	757	-11%
Африка и Азия	466	407	+14%
Рентабельность по EBITDA, в т.ч.	43,2%	40,6%	+2,6 п.п.
Россия	43,1%	41,5%	+1,6 п.п.
Европа и Северная Америка	37,9%	37,6%	+0,3 п.п.
Африка и Азия	48,9%	42,9%	+6,0 п.п.
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2012	31 марта 2011	изм.
Краткосрочный долг	2 384	2 632	-9%
Долгосрочный долг	24 175	25 959	-7%
Совокупный долг	26 599	28 591	-7%
Чистый долг	23 067	24 558	-6%
Чистый долг/LTM EBITDA*	2,4х	2,6х	-0,2 п.п.

* EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка в России росла за счет передачи данных...

Рост совокупной выручки, с исключением эффекта курсовых разниц, составил 4% г./г. Сегменты России, СНГ и Африки и Азии показали увеличение на уровне 8-10% г./г. в местных валютах, а украинский и европейский - снизились на 1% г./г.

...в Азии и Африке и СНГ - за счет роста абонентской базы...

Основным драйвером выручки в России остается мобильная и фиксированная передача данных. В СНГ и Азии и Африки рост по-прежнему происходил в основном за счет увеличения абонентской базы.

... в Италии сокращалась из-за снижения MTR, а в Украине – из-за изменения тарифов

Выручка в Италии остается под давлением ввиду регулируемого снижения MTR. Компания ожидает, что такая ситуация сохранится еще на протяжении 18 месяцев. В Украине снижение выручки произошло за счет перевода абонентской базы на пакетированные тарифы. Менеджмент VimpelCom Ltd ожидает разворота негативной тенденции к концу года.

Рост рентабельности в России продолжился

Консолидированный показатель EBITDA без учета курсовых разниц вырос на 8% в годовом выражении. Мы отмечаем значительный рост рентабельности по EBITDA в российском сегменте (+1,6 п.п.), в первую очередь, за счет снижения оттока абонентов и, как следствие, сокращения рекламных расходов и затрат на привлечение новых абонентов. CEO VimpelCom Ltd Джо Лундер также заявил, что план по сокращению издержек в России в размере 5 млрд руб. в 2012 г. выполняется с опережением графика, и есть дальнейший потенциал сокращения затрат. Это может привести к дальнейшему росту или хотя бы стабилизации рентабельности в России. В сегменте Африки и Азии рост рентабельности оказался еще более значительным - +6 п.п., за счет деконсолидации убыточного вьетнамского подразделения.

Операционный поток во 2 кв. составил 1,35 млрд долл., что позволило полностью профинансировать капвложения, составившие 1 млрд долл. Мы считаем, что несмотря на сохраняющийся запрет на перевод денег из российского подразделения (который, судя по последним изменениям структуры акционеров, может быть скоро снят), VimpelCom Ltd остается в состоянии финансировать свою программу капвложений.

Долговая нагрузка снизилась до 2,4х

Во 2 кв. компания успешно рефинансировала часть долга итальянского подразделения в размере 0,7 млрд долл., а также досрочно погасила кредит Сбербанка и бридж-кредит в Италии на общую сумму 0,7 млрд долл. В абсолютном выражении размер чистого долга снизился на 1,5 млрд долл., при этом валютный эффект составил примерно 1 млрд долл.

Рублевые бумаги выглядят дорого, в евробондах есть торговые идеи

На рынке рублевых облигаций длинные выпуски ВымпелКом-инвест, 6,7 (YTM 9,8% @ октябрь 2015 г.) выглядят дороговато для такой дюрации. На рынке евробондов мы по-прежнему считаем бумаги VIP 21 более интересной альтернативой MTS 20 при спреде VIP 21-MTS 20 более 100 б.п. (текущее значение спреда - 210 б.п.) В нашем комментарии от 16 мая мы обращали внимание на недооцененность бумаг VIP 18 (рейтинг выпуска BB/Ba3/-) в сравнении с EVRAZ 18 (рейтинг выпуска B+/B1/BB-). С того момента VIP 18 продемонстрировал опережающий ценовой рост (+4,76 п.п.), в то время как EVRAZ 18 подорожал на 2,5 п.п. Потенциал для роста VIP 18 все еще сохраняется.

Uranium One: запуск новых проектов увеличивает издержки

Нейтральные результаты

Компания Uranium One (S&P: BB-), первый иностранный эмитент на российском рынке рублевых облигаций, опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 2 кв. 2012 г., которую мы оцениваем нейтрально. Увеличение денежной себестоимости из-за изменения структуры продаж в пользу более "дорогих" месторождений (на 14,3% кв./кв. до 16 долл./фунт) в условиях относительно стабильных цен на уран стало основным фактором снижения рентабельности по EBITDA (на 6,9 п.п. до 54%). Долговая нагрузка в терминах отношения Чистый долг/LTM EBITDA осталась на комфортном уровне 1,1х, при этом Чистый долг в абсолютном выражении сократился на 20 млн долл. до 333 млн долл.

Ключевые финансовые показатели

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	2 кв. 2012	2 кв. 2011	изм.
Выручка	96,8	95,9	+1%	96,8	112,9	-14%
EBITDA	52,6	58,7	-10%	52,6	71,6	-26%
Рентабельность по EBITDA	54,3%	61,2%	-6,9 п.п.	54,3%	63,4%	-9,1 п.п.
Операционная прибыль	26,9	37,7	-29%	26,9	48,9	-45%
Операционная рентабельность	27,8%	39,3%	-11,5 п.п.	27,8%	43,3%	-15,5 п.п.
Чистая прибыль	29,2	4,5	+6,5х	29,2	29,7	-2%
Чистая рентабельность	30,2%	4,7%	+25,5 п.п.	30,2%	26,3%	+3,9 п.п.
Операционный поток	-8,5			-8,5	2,9	-
Инвестиционный поток, в т. ч.	-37,4			-37,4	-38,4	-3%

Капвложения	-44,8	-44,8	-33,6	+33%
Финансовый поток	-6,4	-6,4	-18,3	-2,9x
в млн долл., если не указано иное				
	30 июня 2012 г.		31 марта 2012 г.	изм.
Совокупный долг, в т. ч.	793,4	856,6	-7%	
Краткосрочный долг	32,3	25,9	+25%	
Долгосрочный долг	761,1	839,7	-9%	
Чистый долг	333,2	344,4	-3%	
Чистый долг/EBITDA LTM	1,1x	1,1x	-	

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Ровная динамика
выручки несмотря на
небольшое снижение
цен**

Увеличение объема продаж (на 4,1% до 1,88 млн фунтов) было частично нивелировано небольшим снижением цен реализации (на 2% до 52 долл./фунт), в результате выручка не претерпела заметного изменения, составив 96,8 млн долл. По данным менеджмента, в настоящий момент цены на уран на спот рынке колеблются в диапазоне 49-55 долл./фунт., однако наблюдаются некоторые признаки предстоящего сокращения предложения: в частности, перенос ввода ряда месторождений, снижение добычи на действующих, окончание в 2013 г. действия соглашения между правительствами США и РФ о продаже российского высокообогащенного урана. Компания ожидает повышения спроса на уран в пределах 2-3% ежегодно за счет продолжающейся экспансии атомной энергетики в развивающихся странах (Китае, Индии, РФ, Южной Кореи, и на Ближнем Востоке) и восстановления АЭС в Японии. В то же время фактором, сдерживающим спрос на уран, является замедление глобальной экономики и низкая цена на газ в США.

**Наблюдаются
признаки повышения
спроса на уран**

**Увеличение доли в
продажах урана с
более высокой
себестоимостью**

Во 2 кв. заметной динамики денежной себестоимости на месторождениях Uranium One не наблюдалось, тем не менее, произошло изменения структуры продаж в пользу месторождений с более дорогой добычей: доля в продажах месторождений с себестоимостью производства менее 13 долл./фунт (Акдала, Каратау, Акбастау) снизилась с 69% в 1 кв. 2012 г. до 61%. Это было связано, помимо прочего, с вводом в эксплуатацию рудника Willow Creek в США и увеличением выработки на руднике "Заречное" в Казахстане, которые характеризуются относительно высокими издержками - 36 долл./фунт и 23 долл./фунт, соответственно. По итогам 2012 г. денежная себестоимость ожидается на уровне 19 долл./фунт, что предполагает ее рост на 18,7% от текущего уровня.

**Ввод в эксплуатацию
новых месторождений
потребовал
инвестиции в
оборотный капитал**

Операционный денежный поток до изменения в оборотном капитале сократился на 23% кв./кв. до 47,4 млн долл., при этом показатель EBITDA снизился лишь на 10% до 52,6 млн долл. В отличие от 1 кв. в оборотный капитал во 2 кв. было инвестировано 9,4 млн долл., при этом объем запасов в физическом выражении возрос с 3,8 млн фунтов до 5,1 млн фунтов, что было обусловлено, в частности, вводом в эксплуатацию Willow Creek. В результате операционного потока после оборотного капитала оказалось не достаточно для выплаты процентных платежей (24 млн долл.) и налогов (22,5 млн долл.).

Капитальные инвестиции во 2 кв. (44,8 млн долл.) были профинансированы за счет денежных средств (размер которых сократился на 52 млн долл. до 460 млн долл.), при этом снижение долга на 8% до 793,4 млн долл. было обусловлено, главным образом, курсовыми разницеми.

Напомним, что общий объем капитальных затрат в 2012 г. запланирован на уровне 229 млн долл. (таким образом, в 1П 2012 г. выполнено лишь 36% плана), при этом основная часть (181 млн долл.) будет потрачена на урановые месторождения в Казахстане. Поскольку показатель LTM EBITDA (306,5 млн долл.) покрывает запланированные капитальные инвестиции, их финансирование, по нашим оценкам, не должно привести к увеличению чистого долга по итогам 2012 г. (конечно, если оборотный капитал не потребует дополнительных инвестиций, как это произошло во 2 кв.).

**Mantra сохраняет
риск заметного роста
долговой нагрузки**

Фактором риска увеличения долговой нагрузки остается покупка оставшейся 86,1% доли в компании Mantra, владеющей лицензиями на разработку урановых месторождений в Танзании, в рамках исполнения опциона (с APM3), который был продлен до 7 июня 2013 г. По нашим оценкам, это может потребовать порядка 1 млрд долл., при этом отношение Чистый Долг/LTM EBITDA превысит уровень 3,5x в случае единовременной оплаты.

В результате выхода компании Mitsui из СП Honeymoon по разработке уранового проекта в Австралии, в котором ее доля составляет 49%, Uranium One получит 12,5 млн долл. за вычетом денежных вложений, произведенных Mitsui. Завершение сделки планируется после получения одобрения регулятором, ожидаемого в 3 кв. Отметим, что капитальные затраты на это СП в 2012 г. запланированы на уровне 25 млн долл., при этом 13 млн долл. было потрачено в 1П.

Возможен еще один выход на рынок облигаций

Для осуществления капвложений компания может привлечь и долг, предпочтя сохранить ликвидность на балансе для частичного финансирования приобретения оставшейся доли в Mantra. В частности, существует опция выпуска облигаций, которые зарегистрированы в размере 12,5 млрд руб. (проспект действителен до ноября 2012 г.). Кстати говоря, эффективная стоимость обслуживания облигаций Uranium One-1 номиналом 16,5 млрд руб. со ставкой купона 9,75% (с офертой в декабре 2016 г., размещенных в декабре 2011 г.), которые были конвертированы в доллары посредством валютного свопа, составила 6,74% годовых.

Обращающиеся облигации эмитента не имеют торговой ликвидности. Отметим также, что пока они еще не были включены в список РЕПО ЦБ.

ЕвроХим: ожидаем снижения рентабельности в 3 кв.

Результаты оцениваем умеренно позитивно

ЕвроХим (ВВ/-/ВВ) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2012 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Благодаря благоприятной конъюнктуре на рынке азотных удобрений, а также консолидации приобретенной ЕвроХим-Антверпен (производство азотных и комплексных удобрений), выручка выросла до рекордных 41,9 млрд руб. (+17 % кв./кв.). При этом валовая рентабельность не показала столь впечатляющую динамику (+0,3 п.п. кв./кв.) из-за более высокой себестоимости производства на заводе в Антверпене по сравнению с другими заводами группы. Рентабельность по EBITDA, напротив, существенно возросла - на 6,2 п.п. до 37,9%, восстановившись до уровня 2011 г., в результате более медленного роста контролируемых операционных расходов. Чистый долг/LTM EBITDA (проформа) остался, как и в прошлом кв., на уровне 1,23х, по оценке компании.

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	2 кв. 2011	изм.
Выручка	41,9	35,8	+17%	30,9	+36%
Валовая прибыль	19,2	16,3	+18%	15,5	+24%
Валовая рентабельность	45,7%	45,4%	+0,3 п.п.	50,3%	-4,6 п.п.
ЕБИТДА	15,9	11,3	+41%	11,9	+34%
Рентабельность по EBITDA	37,9%	31,7%	+6,2 п.п.	38,5%	-0,6 п.п.
Чистая прибыль	3,0	13,7	-4,6x	9,5	-3,2x
Операционный поток	11,1			5,8	+91%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-11,3			-2,7	+4,2x
Капвложения	-6,4			-6,0	+7%
Финансовый поток	2,3			-6,9	-

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 марта 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	91,1	81,6	+12%
Краткосрочный долг	4,0	0,6	+6,7x
Долгосрочный долг	87,1	81,0	+7%
Чистый долг	69,4	66,2	+5%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,23х**	1,23х**	-

* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

** проформа, с учетом приобретенной ЕвроХим-Антверпен, по собственным оценкам компании
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки в основном за счет консолидации ЕвроХим-Антверпен

Основными причинами роста выручки по сравнению с 1 кв. 2012 г. стали сезонное увеличение объемов продаж азотных удобрений и консолидация объемов (в основном NPK и CAN) ЕвроХим-Антверпен (+30% кв./кв., без консолидированного актива - всего +2% кв./кв.), а также рост цен на азотные удобрения (+21% кв./кв. на карбамид, +8% кв./кв. на аммиачную

<p>Компания прогнозирует в целом стабильность цен</p>	<p>селитру), что, однако, было частично нивелировано падением объемов продаж фосфатных удобрений (-13% кв./кв.) при стабилизации цен на них в целом кв./кв. Также поддержку выручке оказало продолжающееся во 2 кв. ослабление рубля.</p> <p>По прогнозам компании, цены на азотные удобрения будут стабильны в 3 кв. При этом спрос на них, на наш взгляд, будет поддержан сокращением объемов урожая зерновых в этом году из-за неблагоприятных погодных условий (засуха в РФ и США), что приведет к падению соотношения запасов и потребления. Цены на фосфорные удобрения, по оценкам компании, также останутся на достигнутых уровнях (кроме рынка Индии). Цены на железорудное сырье пока остаются под давлением из-за замедления роста промышленного сектора Китая, но компания ожидает некоторого их повышения к концу 3 кв. в связи с возможным пополнения запасов.</p>
<p>Валовая рентабельность под давлением высокой себестоимости производства в Антверпене, рентабельность по EBITDA росла за счет контроля над прочими операционными затратами</p>	<p>Структура продаж по сегментам претерпела существенные изменения: доля азотного сегмента возросла за 2 кв. с 39% до 56%, доля фосфорного - снизилась с 47% до 39%. В структуре EBITDA вклад азотного сегмента вырос с 54% до 62% за 2 кв. 2012 г., а доля фосфорного, соответственно, сократилась с 37% до 35% на фоне более слабой рыночной конъюнктуры.</p> <p>Более высокая себестоимость производства завода в Антверпене, привела не к столь впечатляющему росту валовой рентабельности (+0,3 п.п. кв./кв.). При этом отсроченное на июль повышение цен на газ в РФ (на 15%) поддержало этот показатель. Важно отметить, что рентабельность по EBITDA возросла преимущественно за счет более низких темпов роста контролируемых операционных расходов - затрат на дистрибуцию, продажи и общеадминистративные расходы.</p> <p>Операционный денежный поток за 2 кв. 2012 г. составил 11,1 млрд руб. против 5,8 млрд руб. годом ранее, что было достаточно для инвестиций (11,3 млрд руб.), в том числе капложений в объеме 6,4 млрд руб.</p>
<p>Консолидация K+S Nitrogen с 3 кв. приведет к снижению маржи</p>	<p>2 июля 2012 г. группа закрыла сделку по приобретению K+S Nitrogen (теперь - ЕвроХим Агро), дистрибутора азотных удобрений, у которого был эксклюзивный контракт на продажу удобрений с завода в Антверпене. Предварительная цена покупки - 200 млн евро с оплатой наличными. Результаты ЕвроХим Агро будут консолидированы с 3 кв. 2012 г. Согласно отчетности немецкой K+S, рентабельность по EBITDA данного бизнеса в 2011 г. составила 6,2% при выручке 1,2 млрд евро. В этой связи мы ожидаем снижения рентабельности группы в 3 кв. 2012 г., но эффект будет несколько сглажен за счет интеграции ЕвроХим-Антверпен и Евро-Хим Агро. Также давление окажет повышение цен на газ, произошедшее с 1 июля 2012 г. Однако компания отмечает, что с июля начались поставки газа с собственной Севернефть-Уренгой (см. наш обзор от 23 января 2012 г.), что частично компенсирует повышение тарифов.</p>
<p>Долговая нагрузка остается на уровне 1,23x</p>	<p>На конец 2 кв. 2012 г. общий долг компании составил 91,1 млрд руб. (+12% кв./кв.), при этом чистый долг повысился лишь на 5% до 69,4 млрд руб. Соотношение чистого долга группы к LTM EBITDA составило 1,23x (с учетом оценочного показателя EBITDA ЕвроХим-Антверпен за 12 месяцев), что соответствует показателю на конец 1 кв. 2012 г.</p>
<p>Бумаги ЕвроХим неликвидны</p>	<p>Торговых идей в бумагах эмитента нет, обращающиеся выпуски ЕвроХим-2,3 имеют низкую торговую ликвидность.</p>

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляцию по осени считают

Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ключевые ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: шаг вперед, два назад

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+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

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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

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.