

Пульс рынка

- ▶ **"Ястребиная" стенограмма FOMC вызвала коррекцию.** Заявление Б. Бернанке о том, что сворачивание стимулов преждевременно, чуть позже было нивелировано стенограммой с последнего заседания FOMC (1 мая). Ряд ("a number of") членов комитета готов сократить QE уже после июньского заседания (даже несмотря на публикацию разочаровывающего отчета по рынку труда в марте, а с тех пор ситуация улучшилась) в случае, если экономика к тому времени продемонстрирует сильный и устойчивый рост. Теперь восприятие инвесторами макроданных по США станет инвертированным: чем хуже статистика, тем лучше для рискованных активов, и наоборот. В этой связи, сегодня интерес представляет значение PMI и новые заявки на пособия по безработице. На финансовых рынках преобладали "медвежьи" настроения: американские индексы акций просели на 0,8%, 10-летние UST завершили день на уровне YTM 2,0%. Евробонды РФ продолжили дешеветь: Russia 42 потеряли еще 1,3 п.п. до 114,5% от номинала (G-спред - 160 б.п.).
- ▶ **На аукционе по ОФЗ произошла "осечка".** Аукцион по 7-летним ОФЗ 26210 на 33,6 млрд руб. был признан несостоявшимся из-за отсутствия конкурентных заявок внутри ориентира YTM 6,33-6,38%. Отсутствие спроса было обусловлено продолжившейся коррекцией ОФЗ (после того, как были озвучены ориентиры). В результате доходность ОФЗ 26210 ушла выше YTM 6,4% (желающих покупать ниже рынка не нашлось). "Осечка" на аукционе вчера усилила коррекцию: доходность 7-летних ОФЗ поднялась на 4 б.п. до YTM 6,44%, рост доходностей наблюдался и в 10-летних ОФЗ 26211 на 8 б.п. до YTM 6,78%. Одним из факторов коррекции рынка ОФЗ являются неоправдавшиеся ожидания (в том числе нерезидентов) снижения ставок РЕПО ЦБ. Мы ожидаем, что это должно произойти в июне-июле (на 25 б.п.) и, по нашим оценкам, уже заложено в котировки ОФЗ. В сравнении с рублевыми ставками денежного рынка (RUONIA ~6,3% годовых) рынок госбумаг выглядит перекупленным, поэтому потенциал для ценового роста обусловлен исключительно интересом со стороны нерезидентов, которому сейчас не способствует негативный внешний фон.
- ▶ **БРС (B+/Ba3/B+) вышел с длинным "субордом".** Вслед за Сбербанком для пополнения капитала 2-го уровня на рынок вышел БРС. Ориентир по ставке купона озвучен на уровне 10% год. к погашению через 10,5 лет. По нашим оценкам, банк может включить в капитал порядка 7,5 млрд руб. (239 млн долл.) нового субординированного долга. Отметим, что пут-опцион (оферта) через 5 лет не предусмотрен, эмитент выставил лишь call-опцион, в случае неисполнения которого ставка купона будет установлена на уровне начального кредитного спреда к mid-swaps (то есть в случае его неисполнения удорожания долга в относительном выражении не произойдет). По нашему мнению, отсутствие пут-опциона является фактором, снижающим привлекательность инструмента, который не компенсируется озвученным ориентиром по ставке купона. Так, субординированный бонд RUSB 18 (@ 10,75%), выпущенный по старым правилам, предлагает YTM 8,5%. Как следствие, за условие "loss-absorption" (в рамках Положения №395-П) и удлинение срока до погашения (почти в 2 раза) эмитент ограничился премией в 150 б.п. Также следует обратить внимание на наличие у эмитента права выкупить бонд по номиналу, если ЦБ дисквалифицирует бонд из капитала 2-го уровня. В этом случае выпуск, по сути, будет приравнен к старшему долгу, при этом ценовой рост будет ограничен наличием call-опциона. В итоге мы считаем, что лучшей альтернативой являются или sub RUSB 18, или sub АКВНС 18 (YTM 9,3%).
- ▶ **Евробонды МТС разместились без премии.** Премия, предполагаемая начальным ориентиром (5,375% год.) по 10-летним бумагам, была нивелирована за счет меньшего объема размещенных бумаг (500 млн долл.), чем планировалось (0,75-1 млрд долл.). Ставка купона (5%) соответствует G-спреду 300 б.п., на таком же уровне котируются бумаги МТС 20. В сравнении с рублевыми евробондами VIP 18 (YTM 8,12-8,32% = ОФЗ+204-223 б.п.) ориентир по 5-летним МТС 18 на уровне 8,25% год. по ставке купона (=ОФЗ+200-210 б.п.) выглядит интересным, но лучшей альтернативой, по нашему мнению, являются локальные бумаги инвестиционной категории Мегафон-6,7 (YTP 8,09% @ март 2018 г. = ОФЗ+182 б.п.).

Темы выпуска

- ▶ "Тонкая настройка" бюджета
- ▶ ЕвроХим: железная руда помогла повысить рентабельность

"Тонкая настройка" бюджета

В 2014 г. бюджет может потерять 660 млрд руб. ...

Как стало известно вчера, в связи со снижением Минэкономразвития прогноза по росту ВВП и курсу USD/RUB (рубль будет более крепким) в 2014 г. федеральный бюджет может недосчитаться 660 млрд руб. доходов.

...это создает угрозу запущенному с 2013 г. бюджетному правилу...

И хотя такие "потери" создают серьезную дополнительную нагрузку на бюджет, мы считаем, что при иных обстоятельствах параметры бюджетного плана на 2014 г. (т.е. на весьма отдаленную перспективу) не выносились бы на обсуждение столь заблаговременно. Интерес к 2014 г., на наш взгляд, подстегнули более глубинные причины. Так, расчеты показывают, что если исходить из выпадающих доходов в размере 660 млрд руб., дефицит федерального бюджета в 2014 г. может вырасти с изначально запланированных 0,2% ВВП до 1,1% ВВП (794 млрд руб.), а это создает угрозу исполнению запущенного с 2013 г. бюджетного правила. Согласно нему, расходы бюджета не могут более чем на 1% превышать заложенные в бюджетном плане доходы, что призвано ограничить "аппетиты" властей по экспансии расходов.

Судя по оперативной реакции ведомства по предотвращению данного сценария (вчера А. Силуанов озвучил одно из решений по ограничению дефицита в 2014 г.), быстрое достижение "потолка" по бюджетному правилу после того, как само оно было введено совсем недавно, судя по всему, в глазах Минфина выглядит неприемлемым. Это не может не радовать.

...что Минфин планирует решить за счет неиспользования "условно расписанных" на 2014 г. расходов в размере 350 млрд руб.

Одним из ключевых негативных моментов, осознание которого, судя по всему и побудило ведомство к заблаговременному решению проблемы, является то, что избежать роста дефицита >1% ВВП в 2014 г. в такой ситуации можно только за счет сокращения расходов, а при вялом росте экономики это, по сути, может означать частичное урезание фискальных стимулов, и создает предпосылки для некоторого смягчения бюджетного правила на будущее. Поскольку сократить основные расходы не представляется возможным (как призналось вчера само ведомство), в качестве основного способа ограничения дефицита в 2014 г. А. Силуанов назвал сокращение так называемых "условно утвержденных" расходов, размер которых составляет около 355 млрд руб. на 2014 г. Это "замороженные" расходы в рамках появившейся в последние годы практики резервирования части расходов (на 2013 г. около 200 млрд руб.), расписанных на второстепенные нужды бюджета. Эти средства в кризисной ситуации могут быть перераспределены в пользу более важных статей или вовсе не быть потраченными.

...в таком случае дефицит в 2014 г. вырастет не до 1,1% ВВП, а только до 0,6-0,8% ВВП...

Если ведомство откажется от исполнения этой части расходов, то дефицит бюджета в 2014 г. вырастет не до 1,1% ВВП, а всего до 444 млрд руб., или 0,6% ВВП. У нас есть определенные опасения, связанные с тем, что "потери" бюджета в связи с пересмотром экономических параметров в действительности превысят озвученные Минфином 660 млрд руб., но по нашим оценкам, это превышение будет в пределах ~200 млрд руб. Если оценка Минфина по общему объему выпадающих нефтегазовых доходов (из-за снижения курса USD/RUB с 33 до 32,1 руб., сокращения оценки экспорта) в 334 млрд руб. видится нам реалистичной, то выпадающие в связи с ухудшением макропоказателей нефтегазовые доходы, по нашим оценкам, могут составить не 330 млрд руб., а вплоть до 500 млрд руб. На это косвенно указывают чрезмерно оптимистичные двузначные темпы их прироста в изначальной версии бюджетного плана. В любом случае, даже с учетом наших корректировок, дефицит бюджета в 2014 г. в таком случае не должен превысить 0,8% ВВП.

...что при прочих равных не должно создать давления на рынок ОФЗ

С учетом заложенных сейчас в бюджетном плане источников покрытия дефицита, такой разрыв в 2014 г., компенсировать, по нашим оценкам, будет возможно без сильного давления на рынок ОФЗ (при условии, что цены на нефть не упадут ниже заложенных в бюджете ~90 долл./барр.), поскольку даже в случае нереализации плана по приватизации (330 млрд руб. в 2014 г.), этот недостаток может быть частично покрыт за счет нефтегазовых доходов.

ЕвроХим: железная руда помогла повысить рентабельность

Результаты оцениваем
нейтрально

ЕвроХим (BB/-/BB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2013 г., которые мы оцениваем в целом нейтрально. Выручка выросла на 12% кв./кв. благодаря ее увеличению в фосфорном сегменте на 31% кв./кв. при стабильном показателе в азотном. Валовая прибыль росла медленнее (+10% кв./кв.), в частности, из-за особенностей учета запасов (изменение остатков незавершенного производства и готовой продукции привело к расходам в размере 1,3 млрд руб. в 1 кв. против доходов в 2,8 млрд руб. кварталом ранее), что является, скорее, сезонным фактором. При этом основные производственные затраты - на материалы и комплектующие, на газ и э/энергию - снизились на 1% и 2% кв./кв., соответственно. На фоне сокращения коммерческих и общехозяйственных расходов на 7% кв./кв., показатель EBITDA повысился на 20% кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 1,9 п.п. до 26,5%.

Повышение долга в
связи с выкупом
собственных акций

Краткосрочная часть долга на конец 1 кв. составила 14%, или 15 млрд руб., она полностью покрывается накопленными денежными средствами (16 млрд руб.). Чистый долг в абсолютном выражении увеличился за квартал на 5,8 млрд руб. до 88,9 млрд руб. (привлечены новые заемные средства, которые были направлены на выкуп собственных акций (7,3 млрд руб.)), его отношение к LTM EBITDA (с корректировкой на консолидацию ЕвроХим Антверпен и Еврохим Агро), по оценкам самой компании, достигло 1,73x (1,53x на начало квартала).

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.	1 кв. 2012	изм.
Выручка	46,7	41,7	+12%	35,8	+30%
Валовая прибыль	17,3	15,7	+10%	16,3	
Валовая рентабельность	37,0%	37,8%	-0,8 п.п.	45,4%	
EBITDA	12,4	10,3	+20%	11,3	+9%
Рентабельность по EBITDA	26,5%	24,6%	+1,9 п.п.	31,6%	
Чистая прибыль	4,8	8,0	-40%	13,7	-65%
Операционный поток	8,8	5,2	+69%	11,0	-20%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-4,6	-8,1	-43%	13,3	-
Капвложения	-7,3	-9,4	-22%	-6,0	
Финансовый поток	-3,7	-0,4	+9,2x	-16,9	
в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2013			31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	104,9			99,0	+6%
Краткосрочный долг	15,0			6,8	+2,2x
Долгосрочный долг	89,9			92,2	-2%
Чистый долг	88,9			83,1	+7%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,73x**			1,53x**	-

* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

** pro-forma, с учетом приобретенных ЕвроХим Антверпен и Еврохим Агро, по собственным оценкам компании

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В азотном сегменте
выручка осталась на
том же уровне...

Объемы продаж в сегменте азотных удобрений в 1 кв. повысились на 4% кв./кв. за счет роста объемов реализации сложных удобрений (+34% кв./кв.) при сокращении продаж карбамида и аммиачной селитры на 21% и 7%, соответственно. При этом цены реализации показали разнонаправленную динамику (-6,8% кв./кв. в долл. США на сложные удобрения, +2,5% кв./кв. на карбамид, +11% кв./кв. на амселитру), что привело в итоге к сохранению выручки этого сегмента на том же уровне - 26,4 млрд руб.

... а в фосфорном
сегменте она выросла
на 31% кв./кв.

В сегменте фосфорных удобрений наблюдалось сезонное улучшение конъюнктуры: объемы продаж ДАФ выросли на 67% кв./кв. при снижении цены на 6,3% кв./кв. При этом объемы железорудного концентрата (ЖРК), который учитывается в этом сегменте, снизились на 11% кв./кв. при значительном росте цен реализации (+21% кв./кв.). В итоге выручка фосфорного сегмента повысилась на 31% кв./кв. до 15,2 млрд руб.

Маржа фосфорного сегмента росла за счет ЖРК

Рентабельность по EBITDA азотного сегмента осталась практически на уровне предыдущего квартала - 30,7%, при росте этого показателя в фосфорном сегменте с 19,3% до 22% - по нашим оценкам, за счет резкого всплеска цен на ЖРК.

Компания ожидает во 2 кв. снижения показателей азотного сегмента при стабильности в фосфорном сегменте

В азотном сегменте компания ожидает снижения цен на карбамид в связи с открытием "экспортного окна" для китайских производителей, при этом, по оценкам менеджмента, они не опустятся ниже 340-350 долл./т (в мае снизились до 350 долл./т с 380 долл./т в апреле). С другой стороны, проведение тендеров в Индии обеспечит спрос и стабильность цен. Однако в целом ряд таких факторов, как прохладная погода, повышенный уровень запасов в США (активный импорт карбамида) и проведение плановых ремонтных работ на заводе в Антверпене (2 недели в июне), по прогнозам самой компании, понизит показатели 2 кв. 2013 г.

В фосфорном сегменте компания наблюдает восстановление спроса на основных рынках - Латинской Америке и Индии. В связи с этим ожидаются стабильные показатели сегмента во 2 кв. с возможным улучшением ситуации во 2П 2013 г.

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 могут быть профинансированы из операционного потока

Операционный денежный поток в 1 кв. вырос существенно - на 69% кв./кв. до 8,8 млрд руб. из-за снижения инвестиций в оборотный капитал (915 млн руб. против 3,8 млрд руб. в 4 кв.). Капзатраты в объеме 7,3 млрд руб. 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.).

Среди негативных моментов отмечаем, что в 1 кв. компания продолжила выкуп собственных акций у материнской EuroChem Group S.E. еще на 7,3 млрд руб. (9,3 млрд руб. во 2П 2012 г.). В итоге был привлечен новый долг в объеме 4,3 млрд руб. После отчетной даты, в апреле 2013 г., были выкуплены акции на 626 млн руб. Кроме того, в апреле была завершена сделка по покупке 47,67% доли в ОАО "Мурманский морской торговый порт" за 3,1 млрд руб., однако она не окажет давления на свободный денежный поток, поскольку в 4 кв. была внесена большая часть суммы - 2,5 млрд руб. в качестве предоплаты, в апреле 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. Наша рекомендация от 8 февраля 2013 г. покупать EUROCHEM 17 в ожидании сокращения избыточной премии к SIBRSE 18 реализовалась: спред между ними сократился с 50 б.п. до 20 б.п., котировки EUROCHEM 18 выросли на 0,7 п.п. В настоящий момент мы считаем, что бонды эмитента справедливо оценены.

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	

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

Макростатистика марта споткнулась на инвестициях

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

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

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

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

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

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
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 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.