БАНК ЗЕНИТ
БАНКОВСКАЯ ГРУППА ЗЕНИТ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталия Толстошеина n.tolstosheina@zenit.ru
Кирилл Сычев k.sychev@zenit.ru

ЕвроХим (BB/-/BB): нейтральные финансовые результаты за 9М14, еврооблигации компании имеют более интересные альтернативы

Вчера крупнейший в России производитель минеральных удобрений, ЕвроХим, опубликовал финансовые результаты за 9М14, которые мы оцениваем как нейтральные. За 9М14 долларовая выручка Компании сократилась на 6.3% до 3 942 млн долл., в то время как показатели EBITDA и EBITDA margin, напротив, увеличились соответственно на 2.3% до 1 091 млн долл. и на 2.4 пп до 27.7%. Отчетный период ЕвроХим завершил с отрицательным свободным денежным потоком, однако, в результате продажи собственных акций, сократил чистый долг и долговую нагрузку в терминах net debt/EBITDA до 1.9x на 30 сентября 2014 г. против 2.0x на 31 декабря 2013 г.

За 9М14 выручка ЕвроХима по МСФО снизилась на 6.3% г/г до 3 942 млн долл., что стало следствием снижения цен на основные виды продукции компании, а также объема продаж железорудного концентрата на 2.5% г/г до 4 160 тыс. тонн. В частности, за 9М14 средние цены на приллированный карбамид снизились на 9% г/г до 319 долл. за тонну, аммиачную селитру – на 4% г/г до 280 долл. за тонну, моноаммонийфосфат (МАФ) – на 1% г/г до 473 долл. за тонну, железную руду – на 22% г/г до 107 долл. за тонну. Негативный эффект снижения цен реализации на динамику выручки частично нивелировало увеличение объема реализации азотных и фосфорных продуктов, а также комплексных удобрений в натуральном выражении в пределах 1%-3% г/г.

За 9М14 себестоимость продукции ЕвроХима снизилась на 10.3% г/г до 2 384 млн долл., что стало следствием снижения расходов по основной статье затрат (на сырье и материалы) на 9.1% г/г до 1 082.4 млн долл. По нашим оценкам, основным фактором уменьшения затрат на сырье и материалы в долларовом эквиваленте стало замораживание в 2014 году внутренних цен на газ, являющегося основным сырьем для производства аммиака, карбамида и карбамидо-аммиачной смеси, и заметное ослабление курса рубля к доллару. В результате более существенного снижения себестоимости по сравнению с динамикой выручки, за 9М14 EBITDA ЕвроХима увеличилась на 2.3% г/г до 1 091 млн долл., EBITDA margin – на 2.4% пп до 27.7%.

Отчетный период ЕвроХим завершил с отрицательным свободным денежным потоком на уровне 76 млн долл., в то время как за 9М13 его значение было положительным (8 млн долл.). Ухудшение результата стало следствием увеличения инвестиций в расширение чистого оборотного капитала до 205.6 млн долл. за 9М14 против 38.7 млн долл. за 9М13, а также роста расходов на CAPEX (включая лицензии) на 5.9% г/г до 767 млн долл. В то же время, за 9М14 ЕвроХим аккумулировал денежные средства на сумму 315 млн долл. в результате продажи обыкновенных акций ОАО «МХК «ЕвроХим» компании, находящейся под общим контролем с ЕвроХимом, и материнской компании ЕвроХима (данные компании находятся за периметром консолидации отчетности Группы ЕвроХим по МСФО). Полученные от продажи акций средства ЕвроХим направил на пополнение денежных средств на счетах и депозитов, в результате чистый долг компании за 9М14 сократился на 4.8% до 2 599 млн долл., отношение net debt/EBITDA – до 1.9x на 30 сентября 2014 г. против 2.0x на 31 декабря 2013 г. Текущие риски рефинансирования ЕвроХима мы оцениваем как невысокие, поскольку запас ликвидности компании в виде остатка денежных средств на счетах и депозитов по состоянию на 30 сентября 2014 г. (801 млн долл.) превышает краткосрочный долг

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима по МСФО за 9М14

млн долл.	9М14	9М13	%%
Выручка	3 942	4 209	-6.3%
EBITDA	1 091	1 066	2.3%
Операционная прибыль	855	811	5.4%
Чистая прибыль/(убыток)	63	307	-79.5%
Рентабельность по EBITDA	27.7%	25.3%	2.4 пп
Операционная рентабельность	21.7%	19.3%	2.4 пп
Чистая рентабельность	1.6%	7.3%	-5.7 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	993	870	14.1%
Чистый операцион. ден. поток*	690	732	-5.6%
CAPEX (включая лицензии)	767	724	5.9%
Свободный денежный поток	(76)	8	-
CAPEX+M&A	842	744	13.2%
CAPEX/EBITDA	0.7x	0.7x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.8x	0.7x	-
млн долл.	**9М14**	**2013**	**%%**
Активы	7 968	8 015	-0.6%
в т.ч. ден. ср-ва и депозиты	801	580	38.1%
Долг	3 401	3 312	2.7%
доля краткосрочного долга	19.2%	7.7%	11.5 пп
Чистый долг	2 599	2 732	-4.8%
Капитал	3 512	3 722	-5.6%
Долг/EBITDA LTM	2.5x	2.5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.9x	2x	-
Долг/Капитал	1x	0.9x	-

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

на уровне 652 млн долл.

Последние сделки в выпуске еврооблигаций компании, EUCHEM'17, проходили по цене 97.9%, что соответствует спрэду около 500 бп к UST, при этом текущие биды по выпуску находятся на уровне 96.2% (спрэд к UST – 560 бп). По нашему мнению, еврооблигации EUCHEM'17 имеют более интересные альтернативы. В частности, последние сделки в еврооблигациях СИБУРа (-/Ba1/BB+), SIBUR'18, проходили по цене 90.6%, что соответствует спрэду к UST на уровне 560 бп. Среди рублевых облигаций компании мы отдаем предпочтение более короткому выпуску, ЕвроХим 02, доходность которого при дюрации 0.61 года по последним сделкам составляет 12.7% (спрэд к ОФЗ – 280 бп), по бидам – 13.6% (спрэд к ОФЗ – 370 бп).

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: http://www.zenit.ru

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталия Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.
Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.
Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.
Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.