

### СИЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ЗА I ПОЛУГОДИЕ 2010 Г.

#### Компания опубликовала отчетность по МСФО

**Успешный II квартал обеспечил сильные операционные показатели за полугодие в целом.** Вчера ЕвроХим, производитель минеральных удобрений, опубликовал отчетность за I полугодие 2010 г. по МСФО. Результаты отразили заметное увеличение выручки и рост эффективности. Благодаря продолжающемуся восстановлению на рынках минеральных удобрений во II квартале текущего года ЕвроХим смог увеличить объем реализации в физическом выражении, что одновременно с повышением цен на продукцию компании обеспечило впечатляющий рост выручки во II квартале 2010 г. – на 38% по сравнению с соответствующим периодом 2009 г. В целом за полугодие выручка ЕвроХима составила 45,4 млрд руб. (+24,4% относительно уровня годичной давности). Рентабельность по EBITDA во II квартале нынешнего года также заметно увеличилась, составив 33% (против 23,6% в I квартале 2010 г.). В результате в целом за полугодие этот показатель составил 28,5%. На фоне успехов компании во II квартале обнародованный ранее прогноз по EBITDA на 2010 г., равный 600 млн долл (18 млрд руб), стал выглядеть даже весьма консервативным. Неудивительно, что при столь впечатляющем росте операционной прибыли руководство компании приняло решение о выплате промежуточных дивидендов в размере 1,6 млрд руб (см. наш комментарий от 11 августа 2010 г.). Так же, как и руководство недавно опубликовавшего финансовые результаты Акрона, менеджмент ЕвроХима отмечает практически полное восстановление спроса на удобрения на основных рынках и ожидает позитивной ценовой динамики ввиду небольших запасов и растущего спроса.

**Долговая нагрузка продолжает сокращаться.** Совокупный долг ЕвроХима на конец II квартала практически не изменился по сравнению с I кварталом и составил 41,6 млрд руб. Вследствие некоторого сокращения денежной позиции можно отметить небольшое увеличение величины чистого долга, однако никакой угрозы для безупречного кредитного профиля компании это не несет, и коэффициенты долговой нагрузки находятся на более чем комфортных уровнях – отношение чистого долга к EBITDA в годовом выражении равно 1,4. Что касается высокой доли краткосрочного долга на конец I полугодия (37%), то этот вопрос также не должен беспокоить кредиторов, так как уже после отчетной даты компания заметно улучшила ликвидную позицию, разместив пятилетние рублевые облигации. Кроме того, ЕвроХимом был привлечен синдицированный кредит на сумму 250 млн долл. сроком на пять лет.

#### Ключевые финансовые показатели Группы ЕвроХим

МСФО, млн руб.	2008	2009	I кв. 10	II кв. 10	I п/г 10	изм. I п/г 10 к I п/г 09, %
Выручка	112 174,0	73 577,0	21 609,0	23 780,4	45 389,4	24,4
ЕБИТДА	44 297,0	16 516,0	5 090,0	7 840,1	12 930,1	67,4
						изм. I п/г 10 к I кв. 09, %
Долгосрочный долг	9 093,0	12 491,0	13 885,0		15 366,4	10,7
Краткосрочный долг	42 872,0	35 282,0	27 668,0		26 196,4	(5,3)
Совокупный долг	51 965,0	47 773,0	41 553,0		41 562,8	0,0
Чистый долг	25 258,0	36 545,0	33 406,0		35 449,4	6,1
Капитал	61 037,0	73 195,0	77 578,0		73 013,1	(5,9)
Рентабельность EBITDA (%)	39,5	22,4	23,6	33,0	28,5	
Долг/ЕБИТДА	1,2	2,9	2,3*		1,6**	
Чистый долг/ЕБИТДА	0,6	2,2	1,9*		1,4**	
Долг/Капитал	0,9	0,7	0,5		0,6	
Доля краткосрочного долга (%)	17,5	26,1	33,4		37,0	
Ден. ср-ва/Кр. долг	2,9	0,9	0,6		0,4	
Капвложения	14 731,0	18 594,0	2 994,0		7 263,7	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

\*\*ЕБИТДА приведенная к годовому значению

**Мы не ожидаем ухудшения кредитных метрик по итогам 2010 г.** ЕвроХим продолжает реализацию масштабной программы по освоению Гремячинского и Верхнекамского калийных месторождений, а инвестпрограмма на 2010 г. запланирована на уровне 760 млн долл. (около 23 млрд долл.). С учетом текущей денежной позиции ЕвроХима, а также роста операционной прибыли, компании вполне по силам осуществить инвестиции в таком объеме без существенного привлечения нового долга. Таким образом, мы не видим оснований для того, чтобы по итогам 2010 г. долговая нагрузка ЕвроХима вышла за пределы значений, установленных ковенантами по синдицированному кредиту, согласно которым долг компании не должен превышать EBITDA более чем в три раза. Не стоит также забывать о том, что компания обладает весьма эффективным «страховым инструментом» для поддержания долговой нагрузки на приемлемом уровне, а именно пакетом акций ведущего немецкого производителя калийных удобрений K+S (ЕвроХим владеет 10% акций K+S Group). Стоимость этого пакета на конец I полугодия оценивалась на уровне 27,7 млрд руб. Однако необходимо заметить, что при нынешней благоприятной конъюнктуре рынка компания вряд ли станет продавать акции K+S.

**Рублевый выпуск ЕвроХима выглядит дорогим, повод присмотреться к еврооблигациям EUCHEM'12.** Не умаляя достоинств кредитного профиля компании, мы все же считаем, что рублевый выпуск ЕвроХим-2, предлагающий доходность около 8,04% на срок до четырех лет (спред к ОФЗ составляет 120 б.п.), является дорогим с точки зрения сравнительной стоимости (relative value). Более интересно, на наш взгляд, смотрятся длинные выпуски компании АЛРОСА (B+/Ba2/B+), торгующиеся с доходностью -9,1% также на срок четыре года (спред к ОФЗ равен порядка 235 б.п.). И хотя разница в кредитных рейтингах эмитентов составляет 1–2 пункта, мы считаем, что в настоящий момент эта разница весьма условна, учитывая, что АЛРОСА уверенно движется к тому, чтобы по итогам текущего года снизить долговую нагрузку, выраженную коэффициентом Чистый долг/EBITDA, до уровня 3. Что касается еврооблигаций EUCHEM'12 (YTM 5,3% @ сентябрь 2012 г.), то мы находим их довольно привлекательными на текущих уровнях, учитывая, что предлагаемая ими премия к свопам на 60 б.п. больше, чем предлагают еврооблигации НМТП (BB+?Ba1/NR), рейтинг которого выше лишь на одну ступень.

# Департамент по операциям с долговыми инструментами

## Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

## Управление продаж и торговли

### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырскова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Экономика

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

### Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

## Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010