

ВЫСОКИЕ ЦЕНЫ НА МИНУДОБРЕНИЯ ПОЗВОЛИЛИ ДОБИТЬСЯ РЕКОРДНЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ

Финансовые показатели за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО

Достойные результаты. Вчера ЕвроХим, один из крупнейших в России производителей минеральных удобрений, опубликовал финансовые результаты за 9 мес. 2011 г. по МСФО, которые отразили значительное увеличение выручки, EBITDA и рентабельности – благодаря продолжающемуся росту цен на минеральные удобрения. По сравнению с уровнем годичной давности выручка компании возросла на 41% до 98 млрд руб., EBITDA увеличилась на 91% до 37 млрд руб., а рентабельность по EBITDA достигла 37% (+10 п.п.). Уровень долговой нагрузки в терминах Долг/EBITDA с начала года не изменился и составил 1,4, что обусловлено ростом абсолютной величины долга за этот период на 58% до 67 млрд руб. В целом, мы положительно оцениваем кредитное качество ЕвроХима. Среди основных факторов его устойчивости – благоприятная рыночная конъюнктура, контролируемый уровень долговой нагрузки и комфортный график погашения задолженности.

Динамичный рост выручки и EBITDA по итогам 3 кв. Стабильный спрос на минеральные удобрения в совокупности с увеличением цен продукцию (в большей степени на ДАФ и карбамид) стали основными факторами роста финансовых показателей в 3 кв. 2011 г. Так, выручка ЕвроХима составила 36,2 млрд руб., что на 17% выше показателя 2 кв. 2011 г., EBITDA увеличилась на +22% за квартал до 13,6 млрд руб. При этом производственные затраты выросли не столь значительно (+10%), что позволило повысить рентабельность по EBITDA на 2 п.п. до 38%. Основная доля выручки в 3 кв. пришлась на фосфорный сегмент (53%, или 18 млрд руб.), что при снижении объема продаж в данном сегменте на 6% квартал к кварталу было достигнуто за счет более значительного роста цен на фосфорные удобрения, чем на азотные.

Внушительные денежные потоки на фоне масштабной инвестиционной программы. ЕвроХим продолжает реализацию программы по разработке калийных месторождений – Верхнекамского и Гремячинского (запуск второго планируется в 2013г.). Согласно ранее объявленному плану менеджмента, инвестпрограмма на 2011 г. запланирована на уровне 34 млрд руб. По итогам 9 мес. 2011 г. операционный денежный поток вырос на 63% год к году и достиг 27,8 млрд руб. При этом рост капиталовложений был менее существенным и составил +21% год к году (до 16,5 млрд руб.). В результате свободный денежный поток вырос до 11,4 млрд руб. с 3,5 млрд руб. годом ранее. Кроме расходов на инвестиционную деятельность, в 3 кв. 2011 г. компания потратила дополнительно 29 млрд руб. на выкуп собственных акций у основного акционера (9% от уставного капитала).

Обращающиеся выпуски ЕвроХима

Выпуск	Купон %	Оф/Пог	Валюта	Дох-ть %
Eurochem12	7,88	21.03.2012	USD	3,48
ЕвроХим-2	8,90	03.06.2015	RUB	9,24
ЕвроХим-3	8,25	18.11.2015	RUB	9,71

Источники: Bloomberg, Cbonds.info

Ключевые показатели ЕвроХима

	МСФО, млн руб.			
	2 009	9М 10	2010	9 мес. 11
Выручка	73 577	69 651	97 788	98 269
Валовая прибыль	30 693	34 789	47 582	50 725
ЕБИТДА	13 689	19 013	29 863	36 293
Чистая прибыль	11 075	11 729	20 052	24 273
Общий долг	39 058	28 724	42 827	67 781
Краткосрочный долг	12 491	12 557	12 590	13 574
Долгосрочный долг	26 566	16 167	30 237	54 208
Чистый долг	28 381	22 602	33 930	56 054
Капитал	73 195	84 014	94 505	80 686
Активы	128 776	136 376	149 468	163 762
ОПД	17 539	17 156	26 194	27 883
Ден. поток от инв. деят.	(27 041)	(13 065)	(14 331)	(15 187)
Ден. поток от фин. деят.	(7 880)	(8 381)	(13 342)	(10 109)
Капзатраты	(18 594)	(13 587)	(20 417)	(16 470)
Рентаб. по EBITDA (%)	18,6	27,3	30,5	36,9
EBITDA/проценты	6,9	13,2	14,5	18,0
Долг / EBITDA	2,9	1,3	1,4	1,4
Чистый долг / EBITDA	2,1	1,0	1,1	1,2
Чистый Долг/Капитал	0,4	0,3	0,4	0,7
Капитал / Активы	0,6	0,6	0,6	0,5
Доля краткоср. Долга,(%)	32,0	43,7	29,4	0,2

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Дальнейшие инвестиционные планы могут ослабить денежные потоки компании. Помимо разработки новых месторождений, ЕвроХим в последние месяцы заметно активизировался в сфере M&A. В конце сентября эмитент объявил о приобретении новых активов BASF во Франции и Бельгии по производству аммиачной селитры (общая сумма сделки составила 700 млн евро, а ее закрытие планируется в 1 кв. 2012 г.) и подтвердил заинтересованность в покупке газовых активов (в октябре компания уже подала заявку в ФАС на покупку компании «Севернефть-Уренгой»). Активная инвестиционная деятельность в сочетании с масштабной инвестиционной программой (в период с 2011–2015 гг. в разработку калийных месторождений будет вложено порядка 3,9 млрд долл.) окажут негативное влияние на свободные денежные потоки в последующие два–три года и неизбежно приведут к новым заимствованиям. Так, уже после отчетной даты ЕвроХим объявил о получении долгосрочного кредита от Сбербанка на сумму 20 млрд руб., которые, как мы полагаем, и будут использованы для финансирования новых приобретений.

Снижение долговой нагрузки не ожидается, кредитный профиль останется крепким. В 3 кв. 2011 г. совокупный долг ЕвроХима увеличился на 25 млрд руб. (или +60% за квартал) до 67 млрд руб. – в результате привлечения в августе пятилетнего предэкспортного кредита объемом 1,3 млрд долл., треть которого была направлена на рефинансирование синдицированного кредита. В результате показатели долговой нагрузки в терминах Долг/ЕБИТДА и Чистый Долг/ЕБИТДА выросли до 1,4 и 1,2 с 1,1 и 0,9 на конец 2 кв. 2011 г. соответственно. Согласно нашей оценке, активные заимствования эмитента (с учетом упомянутого выше долгосрочного кредита от Сбербанка) приведут к росту показателя Долг/ЕБИТДА до 1,8–1,9 по итогам года. Однако крупные заимствования не станут серьезной проблемой для ЕвроХима, а его кредитные метрики в дальнейшем останутся сильными. Часть привлеченных средств (около 20%) была направлена на рефинансирование текущей задолженности, что позволило снизить долю краткосрочных обязательств до 20% (или 13,5 млрд руб.) от совокупного долга с 63% (или 27 млрд руб.) на конец июня текущего года. Согласно графику погашения, следующий пик выплат приходится лишь на 2015 г. Дополнительным фактором поддержки кредитного профиля является значительный запас ликвидности в виде пакета акций компании K+S (8,1%, рыночная стоимость данного пакета на 30.09.2011 г. составила 27 млрд руб.), а также денежные средства на балансе в размере 11 млрд руб. на конец рассматриваемого периода.

Интересных идей в бумагах эмитента нет. Публикация высоких результатов, на наш взгляд, не отразится на котировках бумаг ни на внутреннем, ни на внешнем рынках. Единственный евробонд компании, EUROСHEM'12 с погашением в 1 кв. следующего года, торгуется чуть выше номинала с доходностью 3,48%. Рублевые выпуски ЕвроХим-2 и ЕвроХим-3, не отличающиеся большой ликвидностью в последние несколько месяцев, предлагают справедливую, по нашему мнению, доходность на уровне 9,3–9,6%.

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

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@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
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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 Мырсыкова, myrsikovannv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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 2011