

ВЫСОКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ 2011 Г. – ОЖИДАЕМЫЙ РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Финансовые результаты по МСФО за 2011 г.

Сильные результаты за 2011 г. ЕвроХим, крупнейший в России производитель минеральных удобрений, вчера опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2011 г. Благоприятная конъюнктура рынков минеральных удобрений позволила компании добиться рекордных результатов (на уровне выручки и EBITDA) по итогам года: выручка возросла на 34% год к году до 131 млрд руб., EBITDA увеличилась на 62% до 48 млрд руб., а рентабельность по EBITDA составила 37% (+6 п.п. год к году). В то же время ввиду двукратного увеличения долга в абсолютном выражении долговая нагрузка ЕвроХима в терминах Долг/EBITDA за 12 мес. возросла до 2,0 против всего 1,4 на конец 1 п/г 2011 г. Несмотря на ряд негативных моментов, мы положительно оцениваем кредитное качество ЕвроХима – компания сохраняет умеренную долговую нагрузку, имеет комфортный график погашения обязательств и держит под контролем растущие капзатраты.

Рост средних цен на минеральные удобрения – основной фактор повышения финансовых показателей. За прошедший год объемы продаж в азотном и фосфорном сегментах (85% совокупной выручки) фактически не изменились относительно показателей 2010 г., в то время как средние цены на карбамид (FOB Южный) и аммиачную селитру (FOB Черное море) выросли на 48% и 35% соответственно, а в сегменте фосфорных удобрений средняя цена ДАФ за год увеличилась на 31%. Как следствие, выручка азотного сегмента увеличилась на 32% год к году до 53 млрд руб., а фосфорного – на 30% до 60 млрд руб. По итогам года ЕвроХиму удалось сохранить рентабельность на высоком уровне, несмотря на 27-процентное увеличение расходов, в основном обусловленное удорожанием сырья/материалов и топливных ресурсов (тарифы на природный газ в начале отчетного периода были повышены на 15%). Приобретение газовых активов в декабре 2011 г., потенциально обеспечивающих до 20% потребности производителя в газе, в дальнейшем позволит снизить зависимость компании от сырьевых цен. В свою очередь, коммерческие, административные и общие расходы возросли на 24% год к году.

Операционного денежного потока достаточно для покрытия капзатрат. По итогам 2011 г. операционный денежный поток повысился на 38% до 36 млрд руб., при этом капзатраты росли медленнее и увеличились на 17% до 24 млрд руб., что позволило компании сохранить положительное значение свободного денежного потока. Большая часть расходов ЕвроХима по-прежнему направляется на разработку месторождений Верхнекамское и Гремяченское (срок запуска последнего был перенесен на 2014 г.). Согласно заявленным планам менеджмента, в ближайшие два-три года годовой объем инвестиций останется на текущих уровнях.

Обращающиеся выпуски

EUICHEM (Bloomberg)

Выпуск	Валюта	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Eurochem '12	USD	300	7,88	21 мар 12	2,94
ЕвроХим-2	RJR	5 000	8,90	3 июл 15	9,00
ЕвроХим-3	RJR	5 000	8,25	23 ноя 15	9,03

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Ключевые показатели ЕвроХима

	МСФО, млн руб.			
	2009	2010	9М 11	2011
Выручка	73 577	97 788	98 269	131 298
Валовая прибыль	30 693	47 582	50 725	67 657
ЕБИТДА	13 689	29 863	36 293	48 344
Чистая прибыль	11 075	20 052	24 273	32 031
Общий долг	39 058	42 827	67 781	96 692
Краткосрочный долг	12 491	12 590	13 574	13 499
Долгосрочный долг	26 566	30 237	54 208	83 193
Чистый долг	28 381	33 930	56 054	67 319
Капитал	73 195	94 505	80 686	90 371
Активы	128 776	149 468	163 762	204 840
Операц. ден. поток	17 539	26 194	27 883	36 031
Ден. поток от инв. деят.	(27 041)	(14 331)	(15 187)	(53 703)
Ден. поток от фин. деят.	(7 880)	(13 342)	(10 109)	16 840
Капзатраты	(18 594)	(20 417)	(16 470)	(23 805)
Рентабельность EBITDA, %	18,6	30,5	36,9	36,8
EBITDA / Проценты	6,9	14,5	18,0	15,5
Долг / EBITDA	2,9	1,4	1,4	2,0
Чистый долг / EBITDA	2,1	1,1	1,2	1,4
Чистый долг / Капитал	0,4	0,4	0,7	0,7
Капитал / Активы	0,6	0,6	0,5	0,4
Доля краткосрочного долга, %	32,0	29,4	20,0	14,0

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Ожидаемый рост долговой нагрузки на фоне агрессивной инвестиционной стратегии. В 4 кв. 2011 г. совокупный долг ЕвроХима увеличился на 29 млрд руб. (+ 43% за квартал) до 97 млрд руб. вследствие привлечения долгосрочного кредита Сбербанка для финансирования новых приобретений. В результате долговая нагрузка в терминах Долг/ЕБИТДА на конец 2011 г., как мы и ожидали, возросла до 2,0 против 1,4 кварталом ранее. Среди положительных моментов можно выделить улучшение структуры кредитного портфеля – доля краткосрочного долга снизилась до 14%, при этом денежные средства на балансе покрывали краткосрочные обязательства на 60%, кроме того, компания имеет запас ликвидности объемом 20 млрд руб. на банковских депозитах. В марте ЕвроХиму предстоит погасить евробонд на сумму 300 млн долл. (около 9 млрд руб.), а в течение года – выплатить банковские кредиты на 4 млрд руб. В то же время мы не исключаем возможного возвращения эмитента на публичный рынок с новым предложением при сохранении благоприятной конъюнктуры во 2 кв. 2012 г. Согласно графику погашения, следующий пик выплат приходится на 2015 г. Активная инвестиционная деятельность в сочетании с масштабной инвестиционной программой по разработке новых месторождений калийных руд, на наш взгляд, не позволит компании значительно снизить долговую нагрузку в среднесрочной перспективе.

Умеренные прогнозы на 2012 г.; кредитный профиль сохранит устойчивость. По нашему прогнозу, цены в сегменте азотных удобрений в 2012 г. скорректируются на 10–15% до 430–460 долл. за тонну аммиака. Более существенного падения цен на азотные удобрения мы не ожидаем, поскольку предложение на рынке азотных удобрений в 2012 г., по оценкам специализированного агентства Fertecon, по-прежнему будет недостаточным, что позволит производителям сохранять высокий уровень загрузки мощностей в течение 2012 г. Мы полагаем, что благоприятная рыночная конъюнктура будет способствовать сохранению устойчивости кредитного профиля ЕвроХима, несмотря на продолжение реализации инвестиционной программы и произошедший рост долговой нагрузки. Среди основных положительных аспектов кредитного профиля ЕвроХима – дополнительный запас ликвидных средств в виде пакета акций немецкого производителя калийных удобрений K+S (8,07% на сумму 22,5 млрд руб. на 31.12.2011 г., по данным отчетности), а также комфортный график погашения обязательств.

Интересных идей в бумагах эмитента нет. В настоящее время предложение долговых обязательств ЕвроХима на рынке ограничено, как следствие, публикация финансовых результатов не отразится на котировках бумаг. Единственный евробонд EUROCHEM'12 подлежит погашению уже в марте. Рублевые выпуски ЕвроХим-2 (УТР 9%@июль 2015) и ЕвроХим-3 (УТР 9%@ноябрь 2015) не особенно ликвидны и торгуются со средним спредом к ОФЗ в размере 200 б.п., что, по нашему мнению, справедливо.

См. таблицу на следующей странице.

Финансовые результаты по МСФО за 2011 г.

Основные финансовые показатели компании химического и металлургического секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Кап.затр.	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый Долг / ЕБИТДА	Кэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы
Химическая промышленность											
		2 316	520	22,4	585	0,9	1 580	2,9	2,2	1,6	0,6
		1 182	213	18,0	118	0,8	1 099	4,9	3,8	1,1	0,5
Металлургия и горное дело											
		9 772	1 237	12,7	441	3,9	7 998	6,5	5,9	1,1	0,3
		9 541	1 587	16,6	754	2,1	7 227	4,6	2,7	2,1	0,4
		5 081	1 140	22,4	1 613	0,5	2 074	1,8	1,5	1,4	0,7
		6 140	1 414	23,0	1 121	1,2	2 495	1,8	0,9	2,7	0,7
		8 165	596	7,3	239	5,4	13 869	23,3	22,9	0,7	0,3
		5 754	652	11,3	610	0,9	5 998	9,2	8,6	0,8	0,3
		497	253	50,9	152	1,5	331	1,3	0,6	3,7	0,7
		4 734	899	19,0	322	2,0	5 126	5,7	5,3	0,7	0,2
2009		850	135	15,9	192	1,4	691	4,9	4,7	0,6	0,4
		4 690	825	17,6	468	1,3	2 984	3,4	2,9	0,6	0,3
		2 454	592	24,1	395	1,1	3 900	3,7	3,6	0,5	0,3
Развитые страны											
		61 021	3 661	6,0	2 709	2,8	24 897	6,8	5,1	1,4	0,5
		50 368	6 548	13,0	3 121	0,4	15 715	2,4	2,1	1,2	0,4
		18 439	350	1,9	1 622	0,8	9 634	27,5	23,3	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
		32 270	4 098	12,7	1 847	1,5	13 115	3,2	2,7	1,9	0,2
		5 122	661	12,9	673	2,0	604	0,9	0,4	1,7	0,7
Химическая промышленность											
		3 219	983	30,5	672	1,3	1 405	1,4	1,1	1,3	0,6
		1 539	337	21,9	179	0,6	1 176	3,5	2,8	1,2	0,5
Металлургия и горное дело											
		13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3
		13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	2,1	0,4
		7 719	1 595	20,7		0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6
		8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,6	2,7	0,7
		10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	0,7	0,4
		9 746	1 873	19,2	990	(0,15)	7 498	4,0	3,8	0,8	0,3
		706	338	47,9	138	2,23	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7
		7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3
2010		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0		0,4
		5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3
		3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4
Развитые страны											
	BBB-/Baa3/BBB	78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
	BBB+/A2/NR	38 651	3 556	9,2	3 765	1,3	15 290	4,3	4,0	1,2	0,5
	BBB-/Baa3/BBB-	21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
	BB/Ba3/BB+	21 616	1 772	8,2	1 509	1,1	11 167	6,3	5,3	1,9	0,2
	NR	7 891	1 673	21,2	984	1,6	2 342	1,4	1,3	1,7	0,7
Химическая промышленность											
	BB-/BB	4 467	1 645	36,8	810	44,5	3 003	1,8	1,8	2,6	0,4
	/B1/B+	2 097	637	30,4	393	1,1	1 296	2,0	1,8	1,4	0,5
Металлургия и горное дело											
	B+/B1/BB-	16 695	3 139	18,8	1 200	1,9	7 594	2,4	2,1	1,9	0,4
	BB/Ba2/BB-	16 800	4 200	25,0	1 344	1,7	5 985	1,4	1,0	1,6	0,4
2011П	MMK WR/Ba3/BB+	10 000	1 550	15,5	1 100	0,4	3 964	2,6	2,5	1,3	0,5
	НЛМК BBB-/Baa3/BBB-	11 900	2 499	21,0	2 000	0,9	3 499	1,4	1,2	2,0	0,7
	РУСАЛ NR	12 000	2 723	22,7	800	3,3	11 042	4,1	3,5	1,7	0,5
	Мечел B1	13 450	2 339	17,4	1 800	0,4	8 836	3,8	3,6	1,3	0,3
	Распадская /B1/B+	854	427	50,0	176	2,0	304	0,7	(0,4)	8,4	0,8
	Металлоинвест /Ba3/BB-	8 703	2 959	34,0	460	3,9	5 038	1,7	1,6	1,4	0,4
	Кокс B/B2/-	1 814	290	16,0	212	1,5	1 249	4,3	4,0	0,8	0,4
	СУЭК Ba3	5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
	АЛРОСА BB-/Ba3/BB-	5 074	2 000	39,4	600	2,3	3 000	1,5	1,3	1,1	0,3
Химическая промышленность											
		5 750	1 897	33,0	1 379	1,0	2 559	1,3	1,2	1,4	0,6
		2 032	529	26,0	238	1,7	1 310	2,5	1,8	1,6	0,5
Металлургия и горное дело											
		20 809	3 637	17,5	1 282	1,7	7 310	2,0	1,7	2,1	0,4
		20 160	4 878	24,2	1 613	1,8	5 732	1,2	0,7	1,7	0,5
2012П	MMK	10 600	1 645	15,5	800	1,7	4 024	2,5	2,4	1,3	0,5
	НЛМК	13 915	2 857	20,5	2 128	0,9	3 727	1,3	1,2	1,9	0,7
	РУСАЛ	13 895	3 153	22,7	926	3,0	10 110	3,2	2,5	2,0	0,5
	Мечел	14 794	2 573	17,4	1 701	1,0	8 886	3,5	3,3	1,4	0,3
	Распадская	1 031	559	54,2	253	1,7	-	-	-	4,0	0,9
	Металлоинвест	10 540	3 413	32,4	517	4,2	3 094	1,3	0,9	1,8	0,5
	Кокс	2 015	363	18,0	202	1,8	1 256	3,5	2,8	0,8	0,4
	СУЭК	4 272	1 410	33,0	533	1,2	2 965	2,1	2,0	0,8	0,3
	АЛРОСА	5 747	1 667	29,0	753	1,5	2 867	1,7	1,6	1,0	0,4

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

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

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 по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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, myrsikovav@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, kondratievsv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2012