



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**МИБ (Baa1/-BBB-): первичное размещение.****ОГК-2 (-/-/BB): «квази-риск» Газпрома (Ba1/BB+/BBB-).****Группа Черкизово (B1/-/-): итоги 9 мес. 2015 г. по US GAAP.****ЕвроХим (-/BB/BB): финансовые результаты 9 мес. 2015 г.**

МИБ (Baa1/-BBB-): первичное размещение.

Международный инвестиционный банк (МИБ) планирует 17 ноября сформировать книгу заявок инвесторов на новый выпуск облигаций объемом 5 млрд рублей. Индикатив ставки купона объявлен в диапазоне 11,8-12,0% годовых (УТР 12,15-12,36%), оферта через 2 года.

Выпуск размещается без премии к собственной кривой доходности уже обращающихся займов. Выпуск МИБ серии оз, имеющий дюрацию 1,4 года (оферта 30.05.2017 г.) и ставку купона 12%, торгуется ниже номинала. Таким образом, объявленный прайсинг нового займа не содержит торговых идей.

Комментарий.

Международный инвестиционный банк (МИБ) планирует 17 ноября сформировать книгу заявок инвесторов на новый выпуск облигаций серии оз объемом 5 млрд рублей. Индикативный диапазон ставки купона объявлен в диапазоне 11,8-12,0% годовых, что соответствует эффективной доходности 12,15-12,36% к оферте через 2 года. Организаторы размещения: Росбанк и Совкомбанк. Выпуск удовлетворяет требованиям для включения в ломбардный список ЦБРФ. Кроме того, облигации МИБа разрешены к размещению средств пенсионных накоплений НПФ и государственной управляющей компании.

МИБ интересен наличием 2-х рейтингов инвестиционной категории, что обусловлено наднациональным статусом банка и хорошей обеспеченностью собственным капиталом. Банк является международной межгосударственной организацией, что предусматривает безналоговый статус, специальный режим банковского регулирования, а также поддержку государственных органов стран-членов. Капитал банка сформирован за счет вклада средств следующих стран: Болгария, Венгрия, Вьетнам, Куба, Монголия, Россия, Румыния, Словакия, Чехия.

Собственный капитал МИБ на 30 июня составил 399,5 млн евро, что формировало 57% от валюты баланса Банка, по данным консолидированной МСФО-отчетности. Норматив достаточности капитала 1-го уровня (в соответствии с Базель-II) равен 61,8%.

Ликвидная позиция МИБ, учитывая значительный объем собственных средств в источниках фондирования, находится на комфортном уровне. Активы со сроком погашения менее 1 года превышали обязательства МИБ аналогичной срочности на 78,4 млн евро (по данным МСФО за 6м2015 г.). Подушку ликвидности формируют денежные средства, депозиты в банках и портфель ценных бумаг, которую МИБ оценивает в 93,4 млн евро.

МИБ имеет статус международной межгосударственной организации...

Источниками финансирования являются преимущественно взносы стран участниц в капитал МИБ, а также рыночное фондирование...

Собственный капитал формирует 57% от валюты баланса, что обеспечивает высокую финансовую устойчивость...

Основные направления деятельности МИБ – поддержка малого и среднего бизнеса в странах-членах и участие в финансировании социально значимых инфраструктурных проектов. В соответствии с обновленной стратегией МИБ значительная часть финансирования предоставляется не напрямую заемщикам, а через банки-партнеры. В качестве своих ключевых контрагентов МИБ рассматривает национальные институты развития, экспортно-импортные банки и агентства, международные финансовые организации и банки развития. Данная стратегия при отсутствии залогов обеспечила нулевой уровень просрочки по долгосрочным кредитам банкам, предоставленным для финансирования МСБ в 2014 г. и за 6м2015 г.

В то же время по корпоративному кредитному портфелю в 2014 – 2015 гг. происходит снижения качества обслуживания долга. Совокупный объем кредитов, по которым просрочена основная сумма долга и/или проценты на 30 июня вырос до 14,8 млн евро (11,7% от кредитного портфеля), в то время как на начало года данный показатель составлял 8,1 млн евро (7,2% от кредитного портфеля). Хотя просроченная задолженность и зарезервирована лишь наполовину, МИБ в состоянии абсорбировать данные потери за счет имеющегося запаса капитала при относительно небольшой доле корпоративного кредитного портфеля в активах (всего 18%).

Чистая прибыль МИБ за 6 месяцев 2015 г. составила 1,2 млн евро (-54% г/г). Негативное влияние на финансовые результаты оказал рост процентных расходов. Кроме того в будущем МИБ может понести потери от списания незарезервированных кредитов, по которым допущена просрочка (сумма данных кредитов на 30 июня составила 7,6 млн евро).

Среди ключевых рисков мы выделяем относительно небольшие масштабы бизнеса (активы МИБ на 30 июня составляли сумму эквивалентную 43 млрд руб.), ограниченные возможности по наращиванию ресурсной базы и высокую зависимость от долгового рынка. Выпущенные долговые ценные бумаги на 1 июля уже формировали 46% от совокупных обязательств Банка.

Позиционирование нового займа. В настоящее время в обращении находится 3 рублевых выпуска облигаций МИБ номинальным объемом 9 млрд руб. По займу серии 01 эмитент прошел оферту 30 октября. Ставка купона в размере 11,7% на период до следующей оферты через 2 года не заинтересовала большинство держателей. К погашению в рамках оферты было предъявлено бумаг на 1,5 млрд руб., что составляет 75,5% от объема займа в обращении. Выпуск серии 03, имеющий дюрацию 1,4 года (оферта 30.05.2017 г.) и ставку купона 12%, торгуется ниже номинала. Учитывая доходность обращающихся выпусков МИБ на вторичном рынке, прайсинг нового займа серии 04 выглядит не столь интересно. Если рыночная конъюнктура к 17 ноября не улучшится кардинальным образом, то отсутствие премии к вторичному рынку может ограничить интерес к размещению МИБ.

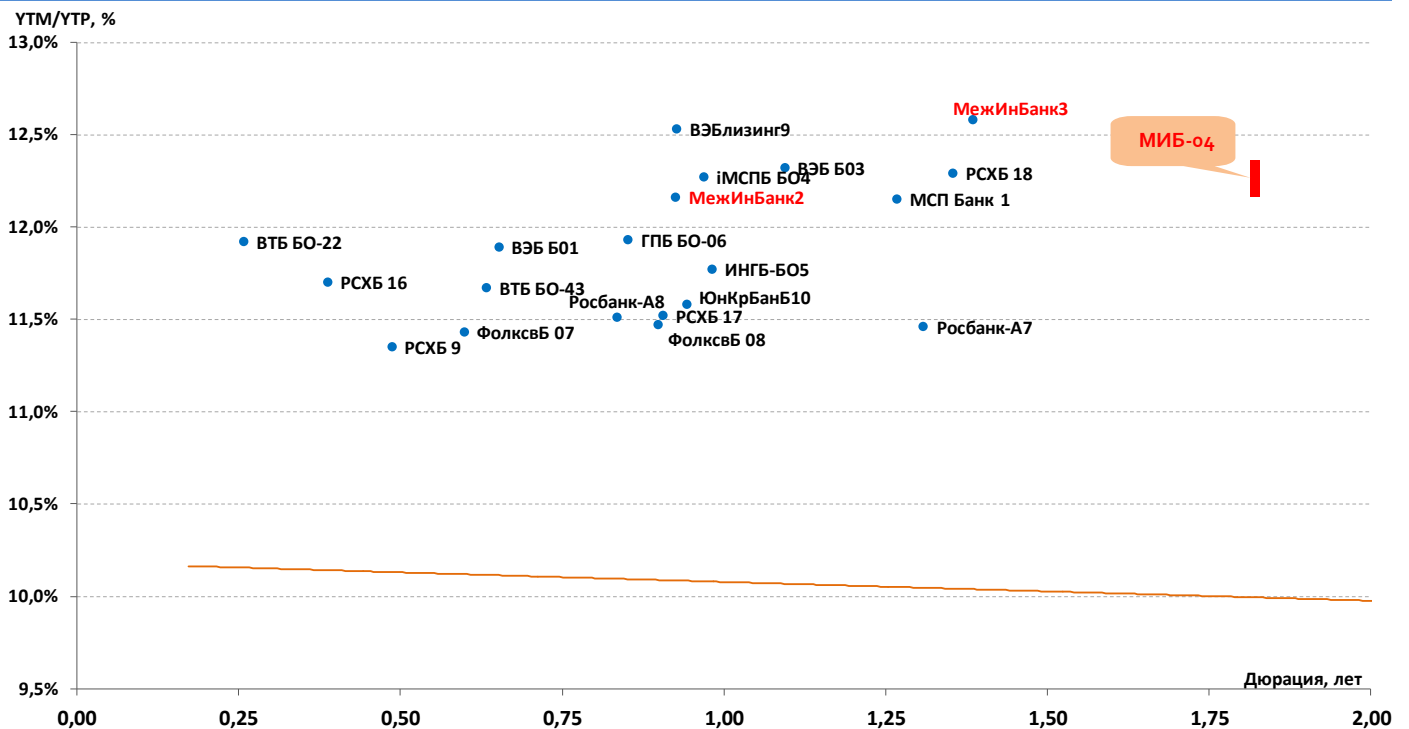
Дмитрий Монастыршин

Рост процентных расходов и потери по кредитному портфелю негативно отражаются на финансовых результатах...

...что не критично при имеющихся избыточных запасах ликвидности и собственного капитала...

Новый выпуск не содержит премии к вторичному рынку, что не предполагает торговой идеи...

Карта доходностей: Банки, финансовые институты



Ключевые финансовые показатели МИБ (консолидированная МСФО-отчетность)

Балансовые показатели, млн евро	2013	6м2014	2014	6м2015
Активы	411	500	612	702
Денежные средства и депозиты в банках	62	84	66	55
Доля в активах	15,0%	16,7%	10,8%	7,9%
Кредиты (net)	38	48	108	126
Доля в активах	9,1%	9,7%	17,7%	18,0%
NPL, %	0,0%	5,5%	7,2%	11,7%
Резервы (совокупн.) / NPL	0,00	1,26	0,44	0,45
Долгосрочные кредиты банкам	59	97	132	130
Доля в активах	14,3%	19,3%	21,6%	18,5%
Финансовые активы	136	156	162	219
Доля в активах	33,0%	31,1%	26,6%	31,1%
Средства клиентов	3	4	5	5
Доля в активах	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%
Средства, привлеченные от других банков	50	75	59	96
Доля в активах	12,1%	15,1%	9,6%	13,7%
Капитал	352	370	389	400
Доля в активах	85,7%	74,1%	63,7%	56,9%
Total Capital Adequacy Ratio	102,3%	95,3%	78,1%	67,3%
Показатели прибыльности, млн руб.	2013	6м2014	2014	6м2015
Чистые процентные доходы	12,9	6,3	12,0	4,5
Создание резервов под обесценение	-10,1	-3,6	-3,6	-3,6
Чистые непроцентные доходы	22,2	9,2	19,2	9,7
Операционные расходы	-22,4	-9,2	-23,4	-9,4
Прибыль за период	2,6	2,7	4,2	1,2
Качественные показатели деятельности	2013	6м2014	2014	6м2015
RoAA	0,7%	1,2%	0,8%	0,4%
RoAE	0,7%	1,5%	1,1%	0,6%
Cost / Income	64,0%	59,2%	84,7%	88,6%

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

ОГК-2 (-/-/BB): «квази-риск» Газпрома (Ba1/BB+/BBB-).

ОГК-2, входящее в Газпром энергохолдинг, 19 ноября с 11:00 до 15:00 МСК проведет сбор заявок инвесторов на облигации объемом 10 млрд руб.; размещение выпуска запланировано на 24 ноября. Ориентир по ставке составляет 12,0-12,25% (УТР 12,36-12,63%) годовых к оферте через 2,5 года. Несмотря на относительно высокий уровень долговой нагрузки ОГК-2 (показатель чистый долг/ЕБИТДА по итогам I п/г 2015 г. составил 3,8х), в конце октября Fitch присвоил компании рейтинг «BB» со «Стабильным» прогнозом ввиду поддержки со стороны ее конечного мажоритарного акционера – ПАО Газпром. Кроме того, основным кредитором компании является Газпром (94% портфеля), что минимизирует риски возникновения проблем с пролонгацией существующих займов.

На наш взгляд, финансирование инвестпрограммы ОГК-2 Группой Газпром при ее непосредственном участии в вертикальной интеграции газовой компании фактически позволяет говорить относительно кредитного риска ОГК-2 о «квази» кредитном риске Газпрома (Ba1/BB+/BBB-), в результате чего, обозначенный ориентир по ставке купона выглядит интересно; ждем формирование спроса на выпуск облигаций по нижней границе.

ОГК-2 - крупнейшая российская компания тепловой генерации установленной мощностью 18,4 ГВт, контролируемая ПАО «Газпром»...

Комментарий. ОГК-2 - крупнейшая российская компания тепловой генерации установленной мощностью 18,4 ГВт с долей рынка около 7% общероссийского объема электроэнергии и свыше 11 % по выработки ТЭС. Основным акционером компании является Газпром энергохолдинг (77,3%), находящийся под контролем ПАО «Газпром».

Основными видами деятельности ОГК-2 являются производство и продажа электрической энергии и мощности на оптовом рынке: по итогам 2014 г. в структуре выручки 67% - продажа э/э на открытом рынке и 24% - мощности (доля продаж э/э на регулируемом рынке и тепловой энергии составляет менее 10%). При этом долгосрочные договора предоставления мощности позволяют ОГК-2 генерировать стабильный денежный поток и получать гарантированную отдачу от инвестиций.

В структуре топливного баланса ОГК-2 доминирует природный газ – 64,9%, основным поставщиком которого по долгосрочным контрактам является «материнская» группа Газпром. Уголь в топливном балансе занимает 34,8%.

За I п/г 2015 г. ОГК-2 сократило выработку э/э на 1,7% - до 32,4 млрд кВтч. Выручка компании составила 56,1 млрд руб., увеличившись на 0,7% по сравнению с аналогичным периодом 2014 г. благодаря вводу в рамках ДПМ в конце 2014 г. нового энергоблока ПГУ-420 Череповецкой ГРЭС. Показатель ЕБИТДА за 6 мес. 2015 г. сократился на 26,8% - до 6,05 млрд руб. в основном за счет роста расходов на топливо. Рентабельность по ЕБИТДА за полугодие сократилась до 10,8% (14,9% - по итогам I п/г 2014 г.). Прибыль ОГК-2 за 6 мес. 2015 г. составила 3,3 млрд руб., снизившись на 25,9%.

МСФО (млн руб.) I п/г 2015 г.	Россети (Ba2/BB+/-)	РусГидро (Ba2/BB/BB+)	МРСК Центра (-/BB-/-)	Энел (Ba3/-/-)	ОГК-2 (-/BB)
Выручка	391 895	170 788	38 905	35 547	56 071
ЕБИТДА	114 500	34 427	7 803	5 773	6 053
Чистая прибыль	24 092	18 582	1 165	-1 521	3 316
Активы	2 031 121	924 497	94 452	137 471	183 651
Капитал	1 066 368	609 658	39 168	79 340	114 068
Ден. средства и экв.	93 256	42 152	1 203	12 759	6 711
Долг	612 277	192 024	36 830	30 352	47 138
краткосрочный	127 719	83 144	9 667	7 420	6 560
долгосрочный	484 558	108 880	27 163	22 932	40 578
Чистый долг	519 021	149 872	35 627	17 593	40 427
Долг/LTM ЕБИТДА	2,5	2,9	2,3	2,0	4,4
Чистый долг/LTM ЕБИТДА	2,1	2,3	2,3	1,2	3,8

Источник: данные компаний, PSB Research

Кредитный портфель ОГК-2 по итогам полугодия 2015 г. составлял 47,1 млрд руб. и на 94% состоял из «внутрикорпоративных займов (Газпром), с более выгодной, по

При относительно высоком уровне долга ОГК-2 (показатель чистый долг/ЕБИТДА по итогам I п/г 2015 г. составил 3,8х), 94% портфеля приходится на внутрикорпоративные займы (Газпром)...

сравнению с рыночной, процентной ставкой», по данным компании. Временная структура долга выглядит относительно комфортно – на долгосрочную часть долга приходится 86% портфеля. В 2016 г. ОГК-2 придется рефинансировать 21,6 млрд руб. внутрикорпоративных займов и 2,9 млрд руб. – банковских кредитов; в 2016 г. – еще 16,1 млрд руб. внутрикорпоративных займов.

Вместе с тем, показатель Долг/ЕБИТДА по итогам I п/г 2015 г. увеличился до 4,4х (Чистый долг/ЕБИТДА – до 3,8х) на фоне снижения рентабельности, что заметно выше по сравнению с сопоставимыми компаниями сектора (Энел). При этом у ОГК-2 существует потребность в дальнейшем финансировании масштабной инвестпрограммы – установленная мощность ОГК-2 к 2018 г. должна увеличиться до 18,890 МВт (с учетом вывода из эксплуатации 1,383 МВт устаревших неэффективных мощностей) при инвестировании в 2016-2018 гг. порядка 38,6 млрд руб.



Источник: данные компании, PSB Research

В 2015-2016 гг. по ДПМ ожидается ввод 1470МВт новых мощностей, что уже со второй половины 2016 г. должно начать позитивно сказываться на долговой нагрузке компании...

Отметим, что в 2015-2016 гг. по ДПМ должны быть введены в эксплуатацию 1470МВт новых мощностей (в основном в середине 2016 г.), что уже со второй половины 2016 г. должно начать позитивно сказываться на долговой нагрузке компании. При этом основным кредитором компании остается материнский Газпром, что минимизирует риски возникновения проблем с пролонгацией существующих займов.

Несмотря на относительно высокий уровень долговой нагрузки ОГК-2, в конце октября Fitch присвоил компании рейтинг «ВВ» со «Стабильным» прогнозом ввиду поддержки со стороны ее конечного мажоритарного акционера – ПАО Газпром. Агентство отмечает, что рейтинг компании на самостоятельной основе («ВВ-») подкрепляется позицией ОГК-2 как одного из крупнейших производителей электроэнергии в России и генерированием денежного потока от продаж мощности в соответствии с договорами предоставления мощности.

Позиционирование выпуска облигаций. ОГК-2 на фоне снижения ставок на рынке планирует диверсифицировать свой кредитный портфель – 19 ноября с 11:00 до 15:00 МСК компания проведет сбор заявок инвесторов на облигации объемом 10 млрд руб. Размещение выпуска запланировано на 24 ноября. Ориентир по ставке составляет 12,0-12,25% (УТР 12,36-12,63%) годовых к оферте через 2,5 года.

Ликвидность вторичного рынка облигаций сектора электроэнергетики относительно невысокая и фактически ограничена выпусками ФСК ЕЭС (Ва1/ВВ+/ВВВ-). Вместе с тем, в качестве ориентира недавно размещенные выпуски Энел (Ва3/–/–) и РусГидро (Ва2/ВВ/ВВ+) с дюрацией 2,2-2,25 года торгуются с доходностью на уровне 12,25% годовых. Последние рыночные размещения облигаций эмитентов с сопоставимым рейтингом – ВымпелКом, Силовые Машины, ИКС5 – также проходили с доходностью в диапазоне 12,25%-12,68% годовых при оферте через 2,0-3,5 года.

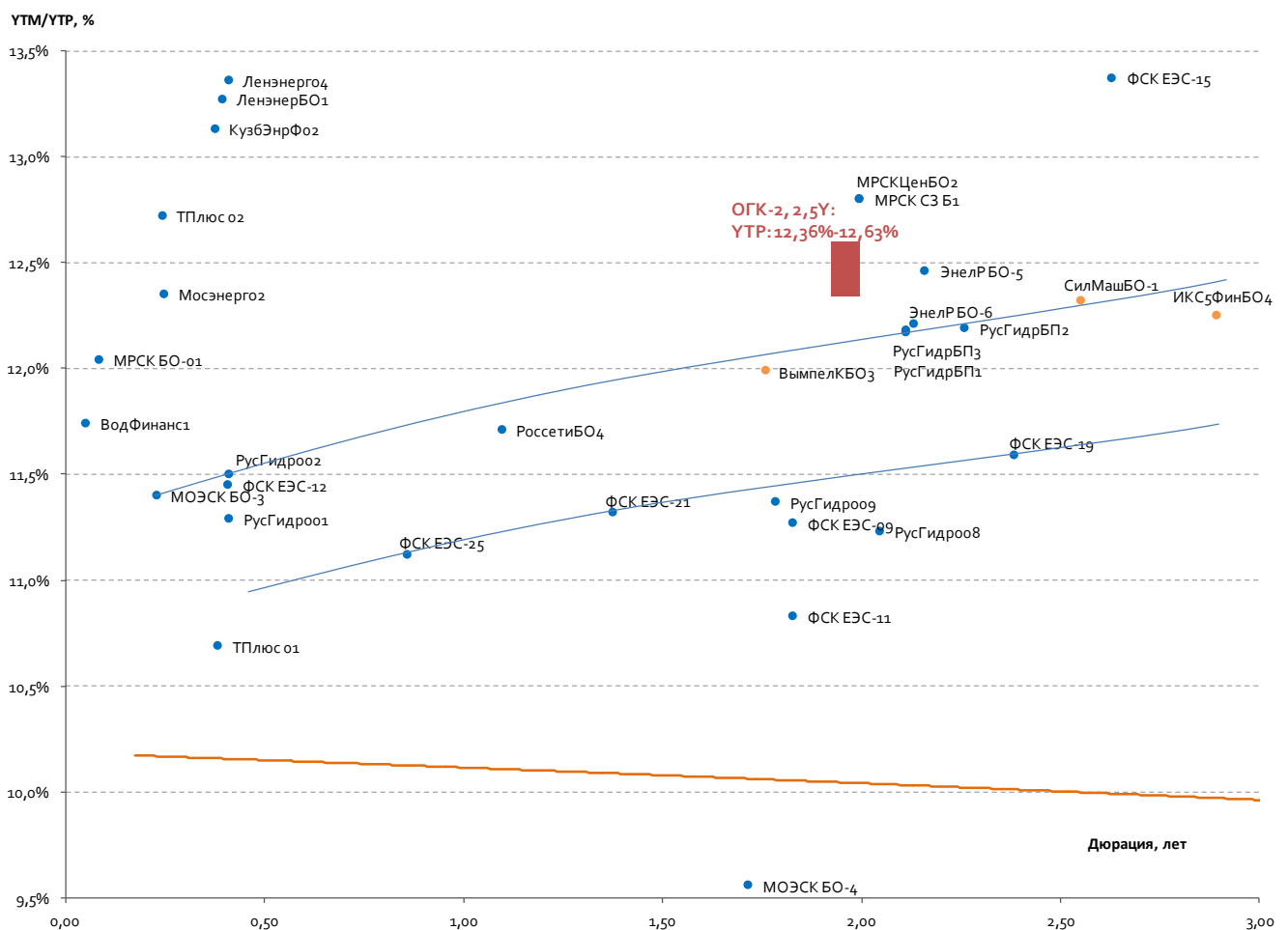
На наш взгляд, финансирование инвестпрограммы ОГК-2 Группой Газпром при ее непосредственном участии в вертикальной интеграции газовой компании фактически позволяет говорить относительно кредитного риска ОГК-2 как о «квази» кредитном риске Газпрома (Ва1/ВВ+/ВВВ-). В результате, ориентир по ставке на уровне 12,0-12,25% (УТР 12,36-12,63%) годовых к оферте через 2,5 года выглядит интересно; ждем формирование спроса на выпуск по нижней границе ориентира.

На наш взгляд, кредитный риск ОГК-2 является квази кредитным риском Группы Газпром (Ва1/ВВ+/ВВВ-), в результате чего ждем формирование спроса на выпуск облигаций по нижней границе.

Эмитенты	Рейтинг (M/S&P/F)	Объем, млрд руб.	Ставка	УТР/УТМ	Оферта/ Погашение, лет
Телекомы и инвестиции					
ВымпелКом	Ва3/ВВ/-	25	11,90%	12,25%	2
МегаФон	Ва1/ВВ+/ВВ+	15	11,40%	11,72%	2
АФК Система	В1/ВВ/ВВ-	5	12,50%	12,89%	3
Машиностроение					
Силовые машины	Ва2/-/-	10	12,30%	12,68%	3
Металлургия					
НЛМК	Ва1/ВВ+/ВВВ-	5	11,10%	11,41%	2
Ритейл и АПК					
Магнит (БО-11)	-/ВВ+/-	10	11,70%	12,04%	1,5
Магнит (БО-001Р-01)	-/ВВ+/-	10	11,20%	11,52%	1,5
ИКС 5 Финанс	Ва3/ВВ-/ВВ	5	11,90%	12,25%	3,5

Источники: данные компаний, Cbonds, Интерфакс, PSB Research

Доходности облигаций электроэнергетических компаний



Дмитрий Грицкевич

Группа Черкизово (B1/-/-): итоги 9 мес. 2015 г. по US GAAP.

Черкизово представило результаты за 9 мес. 2015 г. по US GAAP. Компания получила рост выручки на 15% г/г до 56 млрд руб. за счет сегментов мясопереработки и птицеводства, отразив снижение прибыльности: показатель EBITDA сократился на 13,5% г/г до 9,9 млрд руб., EBITDA margin – на 6 п.п. до 18%. Причиной снижения маржи стал рост эксплуатационных расходов в связи с расширением деятельности, запуск рекламной кампании, расходы на компоненты комбикормов, выраженные в иностранной валюте. Тем не менее, результаты Черкизово довольно неплохие для сектора с точки зрения рентабельности. Уровень долга Черкизово по итогам 9 мес. вырос до 32,2 млрд руб. («+16% к 2014 г.). Показатель Чистый долг/EBITDA составил 2,0х против 1,5х в 2014 г. Долговая нагрузка группы умеренная, но риски рефинансирования смотрятся высокими. Впрочем, по состоянию на конец июня 2015 г. у Черкизовы имелись невыбранные кредитные линии на 18,65 млрд руб., в октябре группа разместила 5-летние облигации Черкизово Б1Р1 на 5 млрд руб. Данных средств будет достаточно для исполнения коротких обязательств, в том числе погашения выпуска БО-04 на 3 млрд руб. в апреле 2016 г. Ликвидность новых бондов Черкизово на вторичном рынке минимальная, короткий выпуск БО-04 в цене выше номинала (100,17%), что ограничивает их привлекательность для покупки.

Черкизово представил финансовые результаты за 9 мес. 2015 г. по US GAAP...

Выручка выросла на 15% г/г до 56 млрд руб., EBITDA снизилась на 13,5% г/г до 9,9 млрд руб., EBITDA margin составила 18% против 24% годом ранее...

Давление на рентабельность оказал рост эксплуатационных расходов, запуск рекламной кампании, расходы на компоненты комбикормов в иностранной валюте...

Долг Черкизово по итогам 9 мес. вырос на 16% к 2014 г. до 32,2 млрд руб., Чистый долг/EBITDA составило 2,0х против 1,5х в 2014 г...

Комментарий. Группа Черкизово вчера представила результаты за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по US GAAP. В январе-сентябре 2015 г. компания получила рост выручки на 15% г/г до 56 млрд руб. за счет сегментов мясопереработки и птицеводства, отразив при этом снижение прибыльности бизнеса – показатель EBITDA сократился на 13,5% г/г до 9,9 млрд руб., EBITDA margin уменьшилась на 6 п.п. до 18%.

По данным группы, причиной снижения маржи стал рост эксплуатационных расходов в связи с расширением деятельности во всех сегментах бизнеса, запуск рекламной кампании на федеральном уровне (затраты составили 0,7% выручки за 9 мес.), а также расходы на компоненты комбикормов, выраженные в иностранной валюте в сегменте птицеводство. Тем не менее, в целом результаты Черкизово довольно неплохие для сектора, в том числе с точки зрения прибыльности бизнеса.

Отметим, что за 9 мес. 2015 г. Черкизово увеличило объем продаж в сегменте Птицеводство на 10% г/г до 341,37 тыс. тонны, цена в рублях увеличилась на 9% г/г до 94,93 руб./кг. В Мясопереработке продажи выросли на 32% г/г до 135,247 тыс. тонн, ср. цена реализации в рублях выросла на 5% до 173,06 руб./кг. В Свиноводстве продажи практически не изменились, составив 119,028 тыс. тонн свинины в живом весе, ср. цена реализации в рублях увеличилась на 9% до 104,89 руб./кг.

В 4 кв. 2015 г. компания ждет позитивных тенденций во всех сегментах, в первую очередь связанных с устойчивыми объемами продаж на рынке. При этом прибыльность сегмента Птицеводство продолжит находиться под давлением возросших эксплуатационных расходов.

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Группа Черкизово (МСФО)		
	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %
Выручка	48,7	56,0	15,1
EBITDA	11,5	9,9	-13,5
EBITDA margin	23,5%	17,7%	-5,8 п.п.
Чистая прибыль	8,0	6,1	-24,5
margin	16,5%	10,8%	-5,7 п.п.
	2014	9 мес. 15	Изм. %
Активы	80,5	n/a	-
Денежные средства и их эквиваленты	1,7	1,7	1,3
Долг	27,8	32,2	16,0
краткосрочный	13,5	21,6	60,4
долгосрочный	14,3	10,6	-25,8
Чистый долг	26,1	30,5	17,0
Долг/EBITDA	1,6	2,1	
Чистый долг/EBITDA	1,5	2,0	

Источники: данные компании, PSB Research

Короткий долг, вероятно, будет рефинансирован за счет размещенных облигаций на 5 млрд руб. и открытых кредитных линий...

Ликвидность новых бондов минимальная, короткий выпуск БО-04 выше номинала, что ограничивает их привлекательность...

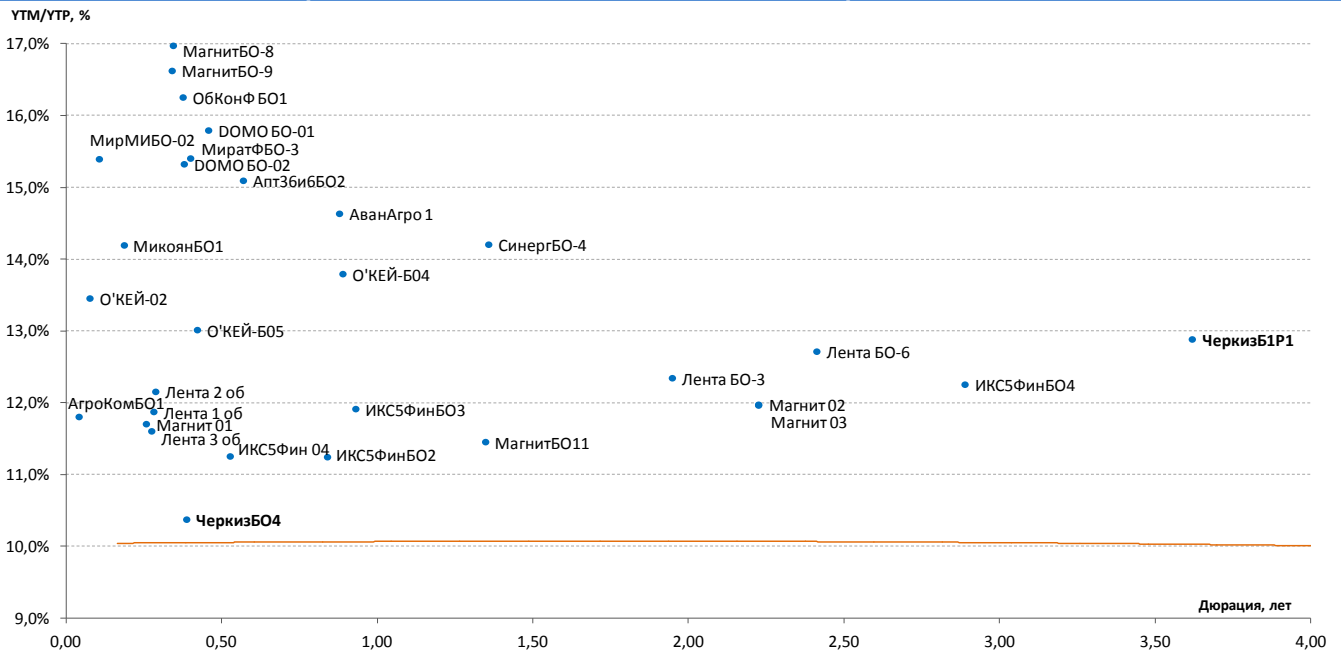
Уровень долга Черкизово по итогам 9 мес. подрос – размер долга достиг значения 32,2 млрд руб. («+16% к 2014 г.), соотношение Долг/ЕБИТДА составило 2,1х против 1,6х в 2014 г., Чистый долг/ЕБИТДА – 2,0х против 1,5х соответственно.

В целом, долговая нагрузка группы умеренная, при этом риски рефинансирования короткого долга в объеме 21,6 млрд руб. при запасе денежных средств на счетах и депозитах в размере 1,7 млрд руб. смотрятся довольно высокими.

В то же время по состоянию на конец июня 2015 г. у Черкизово имелись невыбранные кредитные линии на 18,65 млрд руб. (по данным МСФО-отчетности), а в октябре группа разместила 5-летние облигации Черкизово Б1Р1 на 5 млрд руб. со ставкой купона 12,5% годовых. Данных средств достаточно для исполнения коротких обязательств, в том числе погашения выпуска БО-04 на 3 млрд руб. в апреле 2016 г.

Ликвидность новых бондов Черкизово на вторичном рынке минимальная, а более короткий выпуск БО-04 в цене выше номинала (100,17%), что ограничивает их привлекательность для покупки.

Карта доходностей: Ритейл и пищевая промышленность



Александр Полюттов

ЕвроХим (-/BB/BB): финансовые результаты 9 мес. 2015 г.

ЕвроХим представил отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО. Выручка компании в январе-сентябре сократилась на 11% г/г до 3,49 млрд долл., показатель EBITDA напротив выросла на 11,5% г/г до 1,22 млрд долл., при этом EBITDA margin составила почти 35%, прибавив г/г на 7,2 п.п. Влияние на выручку ЕвроХима оказало снижение цен на производимую продукцию. Рост прибыльности бизнеса компании был связан в первую очередь с ослаблением рубля, что позитивно сказалось на издержках, в то время как 81% продаж пришлось на экспорт в долларах и евро. Долговая нагрузка за 3 кв. 2015 г. кардинально не изменилась – метрика Долг/EBITDA осталась на уровне 2,0х, Чистый долг/EBITDA немного улучшилась с 1,7х до 1,6х. Риски рефинансирования были низкие с учетом денежных средств на счетах и имеющихся свободных кредитных ресурсов. Публикация сильных результатов за 9 мес. 2015 г., скорее всего, не скажется на котировках евробонда EuroChem-17 (4,28%/1,91 г.), который по доходности находится на уровне бумаг рейтинговой группы «BB+/BBB-», но вполне может поддержать в период нестабильности на финансовых рынках.

ЕвроХим представил результаты за 9 мес. 2015 г. по МСФО...

Выручка сократилась на 11% г/г до 3,49 млрд долл., EBITDA напротив выросла на 11,5% г/г до 1,22 млрд долл...

EBITDA margin составила почти 35%, прибавив г/г на 7,2 п.п....

Этому способствовало ослабление рубля, в то время как 81% выручки группы приходилось на экспорт...

Комментарий. ЕвроХим представил отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО. Выручка компании в январе-сентябре сократилась на 11% г/г до 3,49 млрд долл., показатель EBITDA напротив выросла на 11,5% г/г до 1,22 млрд долл., при этом EBITDA margin составила почти 35%, прибавив г/г на 7,2 п.п.

Влияние на выручку ЕвроХима оказало снижение цен на производимую продукцию (удобрения и железную руду), за исключением хлоркалия (за 9 мес. 2015 г. рост на 2% г/г до 291 долл./т). При этом увеличение объемов продаж (фосфорных и комплексных удобрений на 3% г/г до 3,07 млн т) не смогло полностью перекрыть снижение цен на рынке удобрений.

В свою очередь, заметный рост прибыльности бизнеса ЕвроХим был связан в первую очередь с ослаблением национальной валюты, что позитивно сказалось на издержках (по данным компании, 40% операционных затрат было в рублях), в то время как 81% продаж компании пришлось на экспорт (в долларах и евро).

В 4 кв. давление на финансовые результаты ЕвроХим, вероятно, продолжат оказывать слабые цены на удобрения, хотя прибыльность бизнеса на фоне ослабления рубля может и не пострадать. Вместе с тем, компания видит позитивные сигналы для стабилизации цен на удобрения до конца года.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	ЕвроХим (МСФО)		
	9 мес.2014	9 мес.2015	Изм. %
Выручка	3 942	3 490	-11,4
Операционный денежный поток	787	1 028	30,6
EBITDA	1 091	1 217	11,5
EBITDA margin	27,7%	34,9%	7,2 п.п.
Чистая прибыль	63	621	884,9
margin	1,60%	17,8%	16,2 п.п.
	2014	9 мес.2015	Изм. %
Активы	6 321	6 395	1,2
Денежные средства и эквиваленты	377	578	53,5
Долг	3 058	3 246	6,2
краткосрочный	839	874	4,1
долгосрочный	2 218	2 372	6,9
Чистый долг	2 681	2 668	-0,5
Долг/EBITDA	2,0	2,0	
Чистый долг/EBITDA	1,8	1,6	

Источники: данные компании, PSB Research

Долговая нагрузка за 3 кв. 2015 г. кардинально не изменилась – Долг/EBITDA осталась на уровне 2,0х, Чистый долг/EBITDA улучшилась до 1,6х ...

Долговая нагрузка за 3 кв. 2015 г. кардинально не изменилась – метрика Долг/EBITDA осталась на уровне 2,0х, Чистый долг/EBITDA немного улучшилась с 1,8х в 2014 г. и 1,7х по итогам 1 пол. 2015 г. до 1,6х по результатам 9 мес. 2015 г. Хотя в абсолютных цифрах размер долга подрос за январь-сентябрь на 6% к 2014 г. до 3,25 млрд долл. Рост прибыльности бизнеса положительно сказался на кредитных метриках группы.

Компания ранее рассчитывала удерживать метрику Чистый долг/EBITDA в пределах 2,0х...

Риски рефинансирования короткого долга незначительные...

Результаты группы за 9 мес. поддержат котировки EuroChem-17 в период нестабильности на рынках...

Короткий долг в размере 874 млн долл. на 66% покрывался запасом денежных средств на счетах на сумму 578 млн долл. Кроме того, по данным компании, на конец сентября имелись невыбранные кредитные линии на сумму порядка 244 млн долл. В начале сентября ЕвроХим привлек 4-летнее предэкспортное финансирование на 750 млн долл. с 2-летним льготным периодом и процентной ставкой в размере одномесячного Libor+3%.

К тому же группа продолжает генерировать солидный операционный денежный поток (за 9 мес. 2015 г. составил 1,03 млрд долл.), которого достаточно для обслуживания долга, а также реализации инвестиционной программы.

За 9 мес. общий объем инвестиций достиг 670 млн долл., в 3 кв. – 312 млн долл., которые в том числе пошли на новые инвестиционные проекты, включая строительство аммиачного завода. По калийным проектам на 30 сентября группа проинвестировала 292 млн долл., из которых 154 млн долл. в Усольский проект и 138 млн долл. – в проект ВолгаКалий.

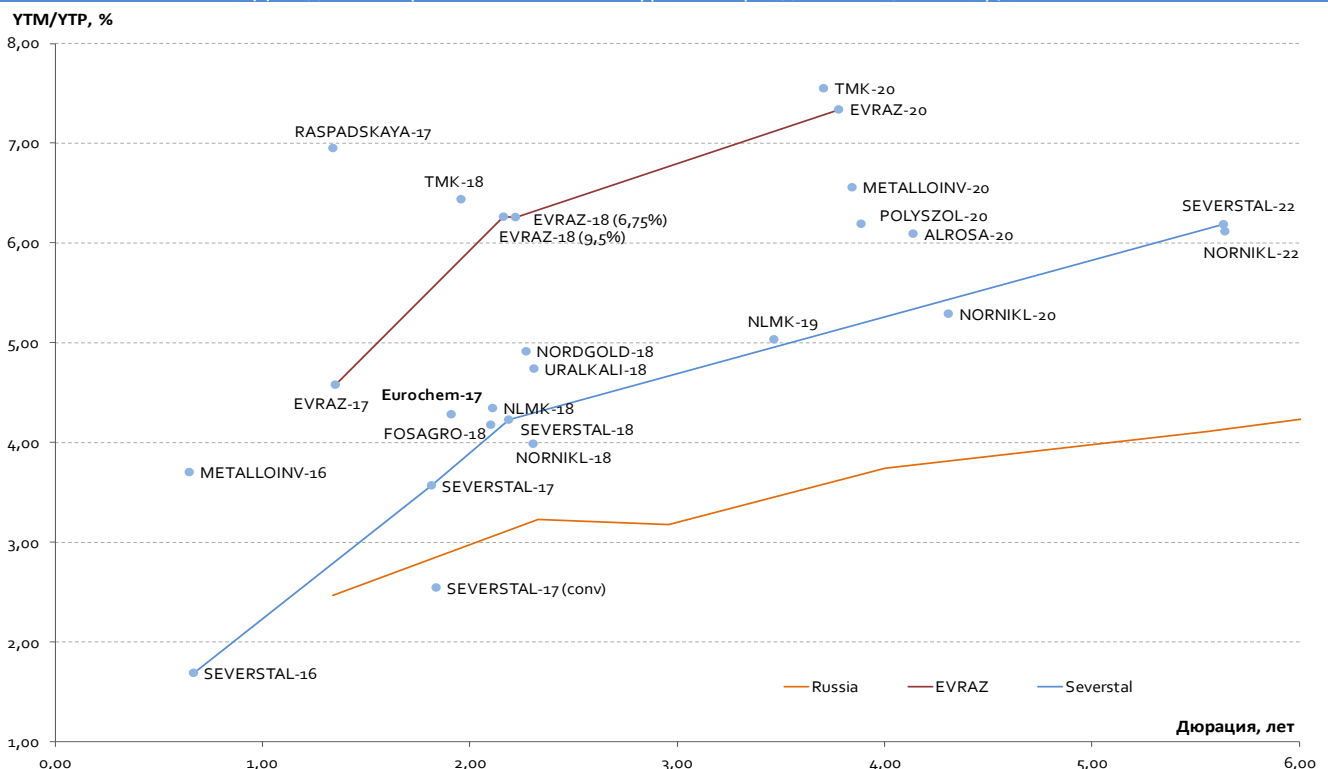
Напомним, ЕвроХим привлек безрегрессное проектное финансирование объемом 750 млн долл. с плавающей процентной ставкой и сроком на 8 лет для освоения калийных месторождений, из которых по итогам 9 мес. было выбрано 278 млн долл. Всего в калийные проекты ЕвроХим инвестировал 2,7 млрд долл.

По данным ЕвроХим, в сентябре-октябре компания выплатил акционерам дивиденды в размере 400 млн долл., из которых 386 млн долл. были выплачены в сентябре (т.е. уже учтены в отчетности за 9 мес. и не приведут к значительному оттоку средств в 4 кв.), оставшиеся 14 млн долл. – в октябре. В целом, выплата солидных дивиденды не привела к ухудшению кредитного качества группы, но сохранение данных средств в компании могло бы оградить от заимствований в будущем, учитывая инвестиционную активность ЕвроХима.

В целом, менеджмент ЕвроХим ранее рассчитывал удерживать метрики Чистый долг/EBITDA в пределах 2,0х (против 1,6х по итогам 9 мес. 2015 г.) с учетом всех реализуемых инвестпроектов.

Публикация сильных результатов за 9 мес. 2015 г., скорее всего, не скажется на котировках еврообонда EuroChem-17 (4,28%/1,91 г.), который по доходности находится на уровне бумаг рейтинговой группы «BB+/BBB-», но вполне может поддержать в период нестабильности.

Доходности еврооблигаций: Металлургия и горнодобывающий сектор, Химия



Контакты:

ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашеев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Екатерина Крылова KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

Алексей Егоров EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86

Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12

Дмитрий Иванов Ivanovdv@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

Константин Квашнин Kvashninkd@psbank.ru +7 (495) 705-90-69

Собаев Руслан sibaevrd@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96

Борис Холжигитов KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

Устинов Максим ustinovmm@psbank.ru +7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин Skabelin@psbank.ru +7(495) 411-51-34

Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили DavitiashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

© 2015 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.