

Дмитрий Назаров, [nds@ufs-federation.com](mailto:nds@ufs-federation.com)
**Еврохим выходит на рынок еврооблигаций. Рекомендуем участвовать в размещении**

ОАО «Еврохим» в ближайшее время планирует открыть книгу заявок на размещение выпуска еврооблигаций. Евробонд планируется разместить сроком 5 лет.

Для оценки справедливого уровня доходности по новому выпуску Еврохим мы ориентируемся на кривую доходности Северстали. Кредитное качество обеих компаний близко, хотя Еврохим имеет меньший масштаб бизнеса. В то же время, мы оцениваем рискованность бизнеса Северстали чуть выше в связи с большим влиянием макроэкономической ситуации на доходы Северстали. Еврохим имеет рейтинги BB от Fitch и Standard & Poor's тогда как рейтинги Северсталь от Standard & Poor's и Moody's на одну ступень выше. Это предполагает наличие премии к кривой доходности Северстали, не более 20 б.п. Таким образом, справедливая доходность для выпуска с погашением через 5 лет – составляет 5,3% годовых.

**Параметры выпуска**

Выпуск	Еврохим-17
Объем размещения, млн. долл	500-750
Срок обращения	5 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Доходность к погашению (по оценке UFS IC), % годовых	5,3

**Финансовые результаты, млрд. рублей**

	9М 2011	9М 2012
Выручка	98	125
ЕБИТДА	37	39
Финансовый долг	68	94
Чистый долг	56	75

**Основные коэффициенты**

	2011	9М 2012
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,1	0,1
Чистый долг/ЕБИТДА	1,8	1,5
Рентабельность по ЕБИТДА, %	37,9%	31,2%

**Кредитный рейтинг**

Standard and Poor's	Moody's	Fitch
BB	-	BB

**Ключевые моменты:**

- ✓ ОАО «Еврохим» - крупнейший в России производитель минеральных удобрений. По итогам 9 месяцев 2012 года эмитент на долю эмитента приходилось 27,0% российского рынка азотных удобрений и 22,0% российского рынка фосфорных удобрений;
- ✓ Эмитент входит в тройку европейских и десятку мировых производителей химических удобрений;
- ✓ Производственные мощности компании расположены в России, а также в Бельгии и Литве;
- ✓ После ввода в эксплуатацию калийных месторождений, компания к 2021 году планирует войти в тройку крупнейших производителей минеральных удобрений в мире;
- ✓ Выручка компании по итогам 9 месяцев составила 124,8 млрд. рублей, а показатель ЕБИТДА – 38,9 млрд. рублей;
- ✓ Финансовая устойчивость компании остается на высоком уровне, кредитный профиль – один из лучших среди российских компаний рейтинговой категории BB.



## Операционные и финансовые результаты

В 2012 году Еврохим продолжает показывать сильные результаты деятельности главным образом за счет увеличения объема продаж азотных удобрений. Так, в 3 кв. 2012 года объем продаж в азотном сегменте увеличился на 45,0% г/г после приобретения компаний «Еврохим Антверпен» и «Еврохим Агро». Данные по обеим компаниям начали консолидироваться в отчетности эмитента с этого года. В результате выручка азотного сегмента в 3 кв. 2012 года взлетела на 35,0% г/г, достигнув 25,4 млрд. рублей (около 54,0% всей выручки компании в 3 квартале).

Рост продаж в азотном сегменте скомпенсировал падение цен, которое наблюдалось в прошедшем квартале на все виды реализуемой продукции эмитента. Кроме того, слабые данные показал фосфорный сегмент, главным образом за счет сильного падения объема продаж железорудного сегмента, результаты которого традиционно консолидируются у эмитента в фосфорном сегменте. Объем продаж железной руды упал в 3 кв. на 22,0% г/г, отражая слабый спрос на металлопродукцию в мире. Тем не менее, это не помешало эмитенту нарастить квартальную выручку на 30,0% г/г. По итогам 9 месяцев выручка составила 124,8 млрд. рублей (+27,0% г/г).

В 2012 году Еврохим также столкнулся с чрезвычайно высоким ростом себестоимости, которая за 9 месяцев 2012 года выросла на 75,0% г/г, за счет консолидации активов компаний «Еврохим Антверпен», «Еврохим Агро» и «Севернефть-Уренгой». В результате показатель EBITDA вырос в 3 кв. только на 5,0% г/г, составив 38,9 млрд. рублей. При этом в 3 кв. 2012 года показатель EBITDA упал на 14,0% г/г, составив 11,7 млрд. рублей. Разумеется, это привело к падению операционной рентабельности, маржа EBITDA упала по итогам 9 месяцев 2012 года до 31,2% против 37,9% по итогам 2011 года.

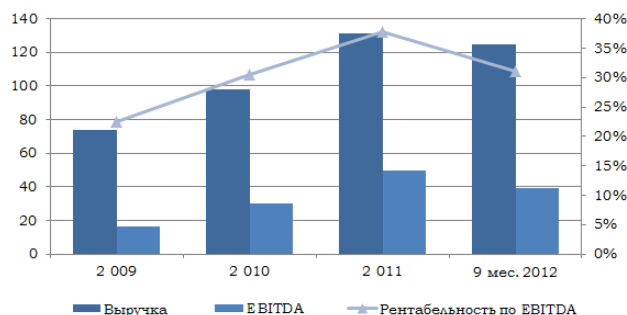
По итогам 9 месяцев компания заработала 33,7 млрд. рублей (+1,0%), хотя в 3 квартале чистая прибыль упала на 6,0% г/г.

В целом Еврохим, как и многие другие компании также почувствовали на себе негативное влияние макроэкономических факторов, падение спроса и цен на продукцию. Менеджмент компании выразил умеренный оптимизм относительно 4 квартала, а также начала 2013 года.

## Денежные потоки

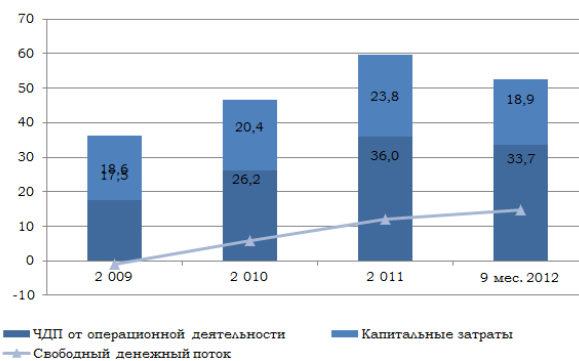
Неблагоприятная конъюнктура на рынках в 3 квартале отразилась и на денежных потоках компании. Так, операционный денежный поток упал за квартал на 6,0% г/г до 11,6 млрд. рублей. Хотя, по итогам 9 месяцев он вырос на 21,0% г/г, составив 33,7 млрд.

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFS IC

Динамика ЧДП от операционной деятельности, капитальных затрат и свободного денежного потока, млрд. рублей



Источник: данные компании, расчеты UFS IC



рублей. Столь сильный рост опять же связан с консолидацией показателей компаний «Еврохим Антверпен» и «Еврохим Агро». Объем CAPEX остается на умеренно низком уровне, по итогам 9 месяцев он составил 18,9 млрд. рублей (+15,0% г/г). Основной объем затрат по-прежнему приходится на прокладку стволов на Гремячинском и Верхнекамском месторождении. Заметим, что технология, которую Еврохим применял при разработке Гремячинского месторождения, не оправдала себя. В связи с этим, компания была вынуждена отложить сроки начала промышленной добычи калия на месторождении на 2016 год. Кроме этого, компания была вынуждена списать капитализированные расходы на разработку месторождения в объеме 3,1 млрд. рублей, что во многом и привело к существенному снижению чистой прибыли в отчетном квартале.

Тем не менее, за счет сильного роста денежного потока от операционной деятельности за 9 месяцев 2012 года, свободный денежный поток компании составил 14,8 млрд. рублей (+30,0% г/г). Это в сочетании с положительным сальдо по привлечению кредитных ресурсов от банков, позволило Еврохиму более чем в 2 раза увеличить объем денежных средств на счетах, что существенно улучшило ликвидность баланса компании.

### Финансовая устойчивость и ликвидность

За 9 месяцев 2012 года финансовая устойчивость эмитента существенно не изменилась. С начала года совокупный долг снизился на 3,2% до 93,6 млрд. рублей, а чистый долг упал на 15,3% до 74,7 млрд. рублей за счет увеличения остатков денежных средств на счетах. Падение долга и небольшой рост EBITDA по итогам 9 месяцев 2012 года способствовали улучшению показателей покрытия долга. Так, долг/EBITDA снизился с 2,0 на начало года до 1,8 по итогам 9 месяцев 2012 года, Чистый долг/EBITDA снизился до 1,5.

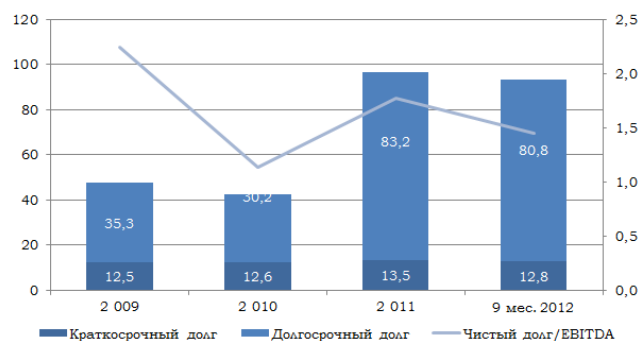
Еврохим обладает высокой ликвидностью баланса: краткосрочный долг в размере 12,8 млрд. рублей более чем на 100,0% покрывается остатками денежных средств. Компания имеет относительно благоприятный график погашения долга за исключением 2016 года, когда компании предстоит погасить около 60,0 млрд. рублей. Это, в частности: 5-летний клубный кредит объемом \$1,3 млрд., а также 5-летний кредит от Сбербанка на 20,0 млрд. рублей.

После выпуска еврооблигаций финансовая устойчивость компании останется на высоком уровне, хотя немного ухудшится. При выпуске объемом \$500,0 млн. совокупный долг компании вырастет до 110,0 млрд. рублей. При прогнозном годовом показателе EBITDA на уровне 52,0 млрд. рублей, коэффициенты Долг/EBITDA вырастет до 2,1, а Чистый долг/EBITDA до 1,7-1,8.

### Оценка привлекательности займа

Для оценки справедливого уровня доходности по новому выпуску Еврохим мы ориентируемся на кривую доходности Северстали. Кредитное качество обеих компаний близко, хотя Еврохим имеет меньший масштаб бизнеса. Северсталь немного опережает Еврохим в терминах Чистый долг/EBITDA (1,4 против 1,5 у Еврохим), хотя выглядит хуже

Динамика и структура долга (млрд. рублей.) и динамика коэффициента Чистый долг/EBITDA

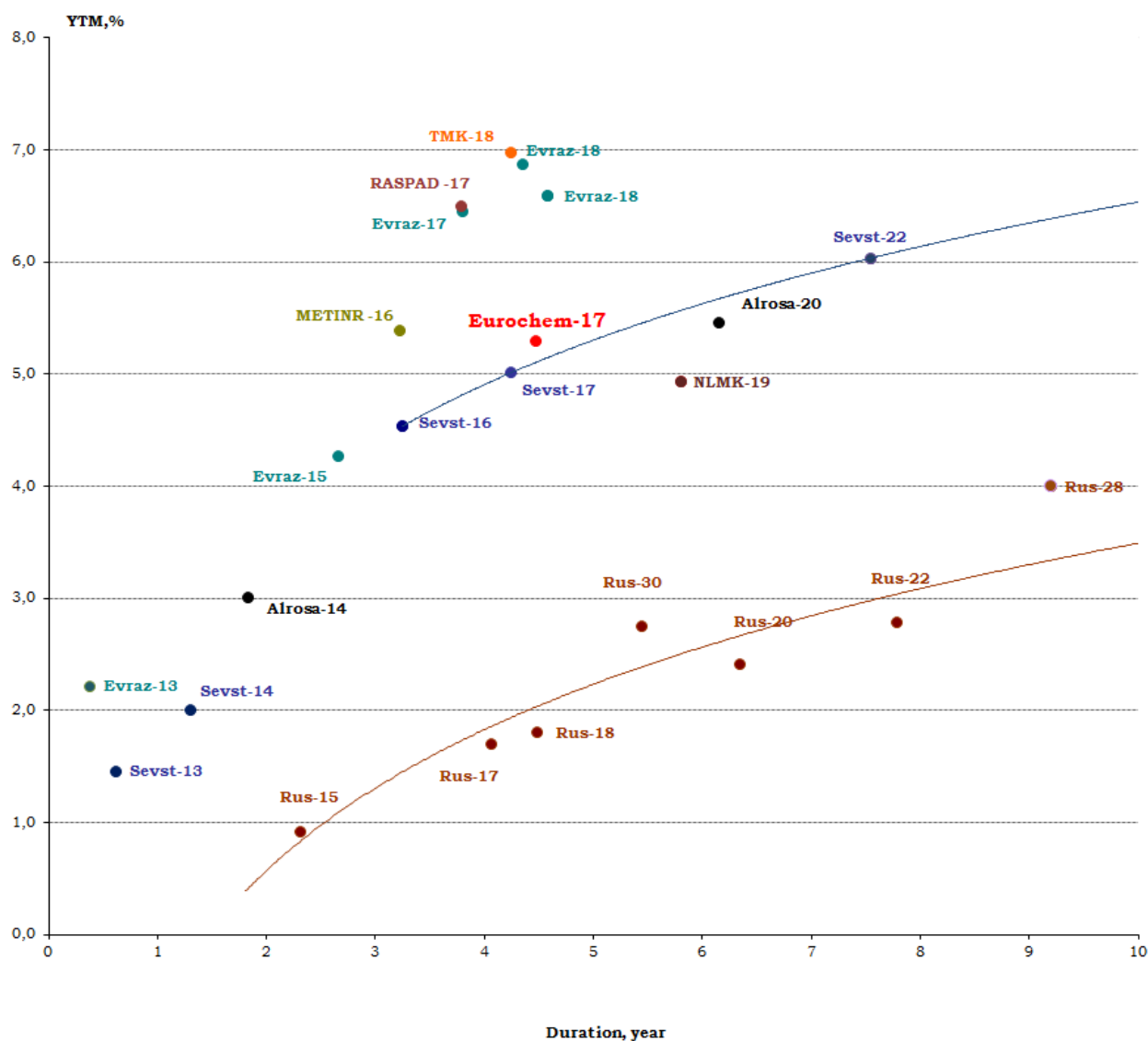


Источник: данные компании, расчеты UFSIC



по показателю Долг/ЕБИТДА (2,3 против 1,8 у Еврохима). Доля долга в пассивах у эмитентов почти одинаковая – 36% у Северстали и 39,0% - у Еврохима. В то же время, мы оцениваем рискованность бизнеса Северстали чуть выше в связи с большим влиянием макроэкономической ситуации на доходы Северстали. Еврохим имеет рейтинги ВВ от Fitch и Standard & Poor's тогда как рейтинги Северсталь от Standard & Poor's и Moody's на одну ступень выше. Это предполагает наличие премии к кривой доходности Северстали, не более 20 б.п. Таким образом, справедливая доходность для выпуска с погашением через 5 лет – составляет 5,3% годовых.

### Еврооблигации металлургического сектора на 4 декабря 2012 года



### Предыдущие публикации по Еврохиму:

[Еврооблигации Еврохим 2012 – один из лучших защитных инструментов](#)

Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: [research@ufs-federation.com](mailto:research@ufs-federation.com) в свободной форме.



## Контактная информация

### Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Хомяков Илья Маркович

Куц Алексей Михайлович

Полторанов Николай Владимирович

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 03

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тел. +7 (495) 781 73 01

Тел. +7 (495) 781 73 04

Тел. +7 (495) 781 73 05

### Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Балакирев Илья Андреевич

Козлов Алексей Александрович

Назаров Дмитрий Сергеевич

Королева Виктория Сергеевна

Милостнова Анна Валентиновна

Селезнёва Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 72 97

Тел. +7 (495) 781 02 02

Тел. +7 (495) 781 73 06

Тел. +7 (495) 781 02 02

Тел. +7 (495) 781 02 02

Тел. +7 (495) 781 02 02

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

