

Российские корпоративные облигации

26 мая 2011 г.

ЕвроХим: все лучше и лучше

ЕвроХим (BB/-BB) продолжает улучшать операционные и финансовые показатели на фоне растущего спроса на удобрения и благоприятной ценовой конъюнктуры:

- Выручка по МСФО в 1 кв. 2011 г. выросла на 44% по сравнению с 1 кв. 2010 г., в т.ч. азотного сегмента – на 26% (до 15,2 млрд руб.), фосфорного – на 66% (до 15,3 млрд руб.). Основными факторами стали: **1)** рост продаж фосфорного сегмента в натуральном выражении (без учета реализации ЖРК) на 15%; **2)** динамика цен (карбамид подорожал на 23%, рост цен на ДАФ составил 29%); **3)** изменение структуры продаж в пользу продукции с более высокой добавленной стоимостью (карбамид, CAN).

- Более чем двухкратный рост EBITDA стал результатом более медленной динамики издержек: **1)** цены на газ (18% операционных затрат) увеличились на 16% (до 3,4-3,5 долл./mmBtu) при росте объемов потребления на 2%. Заводы Группы остаются более конкурентоспособными в сравнении с производителями на Украине, в США и Европе. Для сравнения, спотовые цены на газ в США сейчас превышают 4,3 долл./mmBtu, в Европе – 9,5 долл./mmBtu. ЕвроХим активно изучает возможности организации собственного газового производства для минимизации негативного эффекта роста цен на это сырье: в 2010 г. были приобретены 2 лицензии на разработку газовых месторождений. Компания также не исключает приобретения независимого производителя природного газа; **2)** несмотря на полную либерализацию на рынке электроэнергии с 2011 г. цены на нее росли медленнее выручки (+29%). Затраты на электроэнергию составляют 9% всех операционных затрат ЕвроХима; **3)** транспортные расходы (15% затрат) остались на уровне 1 кв. 2010 г.; **4)** расходы на персонал (14% затрат) сократились на 3%. Дополнительным фактором роста эффективности стало увеличение доли продаж высокомаржинальной продукции.

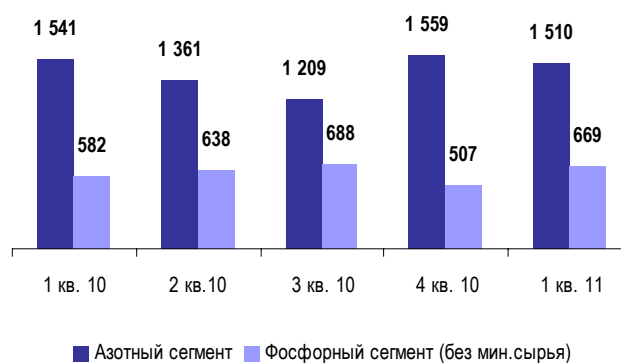
- В настоящий момент эксперты дают позитивные прогнозы по ценам на основные виды минеральных удобрений до конца года. Временное негативное давление на них могут оказать спекулятивные факторы, а также открытие Китаем экспортного «окна» с июля 2011 г. Запуск проекта Ma'aden в Саудовской Аравии, который увеличит объем мирового предложения фосфорных удобрений (проектная мощность 3 млн тонн), официально намечен на 3 кв. 2011 г. Тем не менее, эксперты не ожидают, что в этом году этот проект сможет существенно повлиять на уровень мировых цен.

- ЕвроХим продолжает осуществлять инвестиции в организацию производства калийных удобрений в соответствии с графиком. Запуск Гремячинского месторождения ожидается в конце 2013 г. Также начаты подготовительные наземные работы на Верхнекамском месторождении. Объем инвестиций в эти проекты в 1 кв. 2011 г. составил 1,5 млрд руб. при

Финансовые показатели, МСФО	1 кв. 2010	1 кв. 2011	Изм.
Выручка, млрд руб.	21,6	31,2	+44%
EBITDA, млрд руб.	5,3	11,6	+2,2x
Рентабельность по EBITDA, %	24,5	37,2	+12,7 п.п.
Чистая прибыль, млрд руб.	4,5	11,3	+2,5x
Чистая рентабельность, %	20,8	36,2	+15,4 п.п.
Общий долг, млрд руб.	42,3	38,0	-10%
Чистый долг, млрд руб.	33,4	25,8	-23%
Чистый долг/EBITDA, x	2,04	0,71	n/a

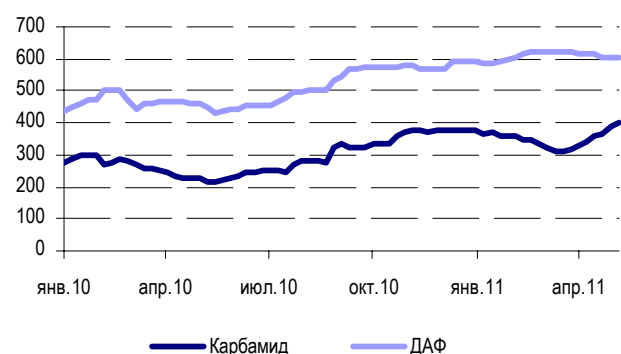
Источники: Компания, оценки Райффайзенбанка

Динамика продаж ЕвроХима по сегментам, тыс. т



Источник: Компания

Динамика экспортных цен на азотные и фосфорные удобрения, долл./т, FOB Южный



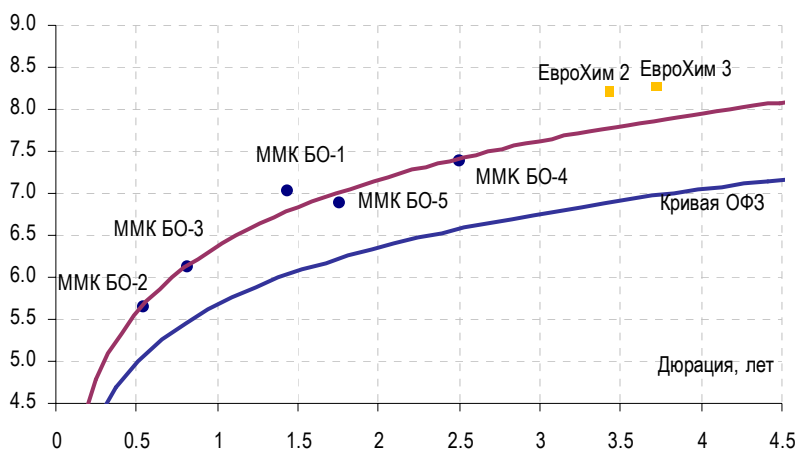
Источник: Bloomberg

общем размере капитальных затрат Компании за этот период 3,9 млрд руб. Очевидно, что в последующие 3 квартала объем капиталовложений должен значительно увеличиться. При размещении облигаций в 2010 г. ЕвроХим оценивал свои потребности в инвестициях на 2011 г. в 34 млрд руб.

- В 1 кв. 2011 г. часть свободного денежного потока была направлена на погашение кредитов. В результате с начала года общий долг сократился с 43 млрд руб. до 38 млрд руб., Чистый Долг/ЕБИТДА – 0,7х. Компания может профинансировать большую часть запланированных на 2011 г. инвестиций за счет собственного операционного потока, но, тем не менее, также использует возможности дешевого заемного финансирования.
- В апреле 2011 г. ЕвроХим объявил о заинтересованности в приобретении 79,6% акций ОАО «Минудобрения» (Россошь). Потенциально сделка может увеличить мощности Компании по производству аммиака на 36%, аммиачной селитры – на 20%. Тем не менее, из-за роста доли менее маржинальных азотных удобрений консолидированные показатели рентабельности ЕвроХима могут несколько снизиться. Стоимость 100% капитала Минудобрений оценивается в 1,3 млрд долл. (36,8 млрд руб.). Для финансирования сделки ЕвроХим может привлечь заемное финансирование, а также использовать накопленные денежные средства (остаток на конец 1 кв. 2011 г. – 12,3 млрд руб.) и частично реализовать имеющийся пакет акций K+S (стоимость по балансу – 34,7 млрд руб.).
- По условиям выпуска еврооблигаций, Чистый Долг/ЕБИТДА(прибыль, рассчитанная по последней годовой отчетности) не должен превышать 3х. Для того, чтобы достичь этого уровня Компания должна нарастить в этом году чистый долг до 90 млрд руб., что, на наш взгляд, крайне маловероятно.

Оценка доходности облигационных займов ЕвроХим, 2,3 на 25.05.2011

Оценка справедливой доходности



Обращающиеся выпуски ЕвроХима предлагают премию к кривой выпусков ММК более 50 б.п., чего при одинаковом уровне рейтинга компаний, быть не должно. Учитывая очень высокое кредитное качество компании, премия за более длинную дюрацию, очевидно, не может быть столь значительной.

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров	aleksander.khristoforov@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов	aleksey.baranov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко	aleksandr.doroshenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	vadim.kononov@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9146
Федор Бизиков	fedor.bizikov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Денис Леонов	denis.leonov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева	mmurdyeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова	nadezhda.zotova@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.