

ЕВРОХИМ (NR/BB/BB): КОММЕНТАРИЙ К РАЗМЕЩЕНИЮ

ТАТЬЯНА ДНЕПРОВСКАЯ, СЕРГЕЙ ГОНЧАРОВ

tatyana.dneprovskaya@trust.ru, sergey.goncharov@trust.ru

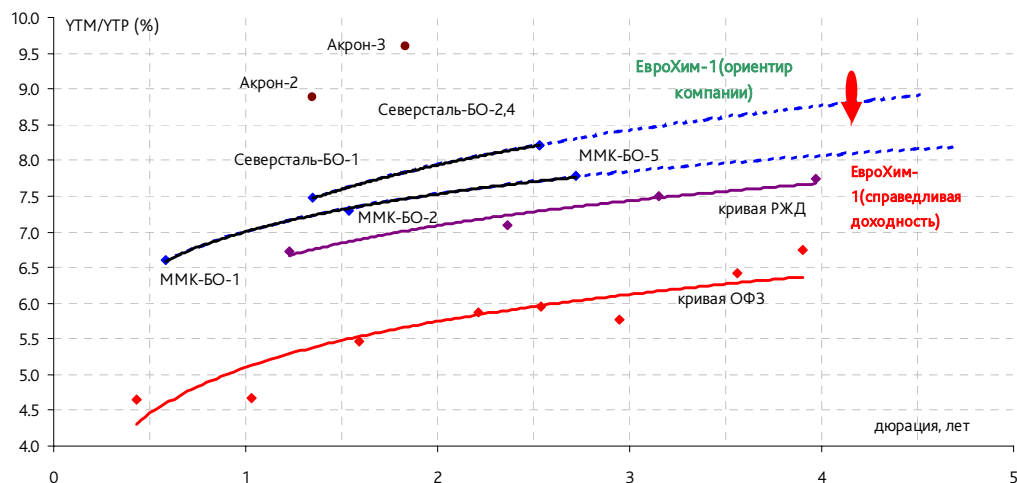
+7 495 789 36 09

На этой неделе компания «ЕвроХим» объявила об открытии книги заявок на размещение дебютного выпуска рублевых облигаций **ЕвроХим-1** на сумму RUB10 млрд. сроком на 8 лет и офертой через 5 лет. Закрытие книги состоится 26 апреля 2010 г., размещение – 28 апреля 2010 г. Озвученный диапазон ставки купона составляет 8.50-9.00%, что транслируется в доходность к пятилетней оферте на уровне УТР 8.68-9.20% при дюрации 4.15 лет. По данным организаторов, RUB3 млрд. поступлений от выпуска пойдут на рефинансирование кредитного портфеля, остальное – на инвестпрограмму. Напомним, что помимо размещаемого **ЕвроХим-1** эмитент зарегистрировал выпуски **ЕвроХим-2** и **ЕвроХим-3** на общую сумму RUB10 млрд.

В настоящее время кредитное качество ЕвроХима мы находим устойчивым. Безусловно, неблагоприятная конъюнктура на рынке минеральных удобрений в конце 2008–1П 2009 гг. и рост долговой нагрузки негативным образом сказались на финансовом профиле эмитента. Среди основных факторов поддержки кредитоспособности ЕвроХима мы выделяем сохранение устойчивой позиции по ликвидности, достаточной для покрытия текущих обязательств, а также постепенное восстановление рынка минеральных удобрений. В то же время агрессивная инвестиционная деятельность компании и обязательства по лицензиям относительно срока их исполнения заставляют привлекать новые заимствования, что в значительной степени повышает риски, связанные с инвестициями в бумаги эмитента.

Мы полагаем, что наиболее подходящим будет сравнение доходности новых рублевых бумаг ЕвроХима с выпусками металлургических компаний, таких как ММК (ВаЗ/WR/BB) и Северсталь (ВаЗ/BB-/B+), которые имеют сопоставимые рейтинги, лидирующие позиции в секторе (а в случае с Северсталью и на международной арене), кроме того, их результаты в большой степени зависят от волатильности сырьевых рынков и цен на продукцию. С учетом разницы в кредитных метриках (Северсталь) и схожести рейтингов (ММК) металлургических компаний справедливую доходность дебютного выпуска ЕвроХима мы видим на уровне **УТР 8.50% @ апрель 2015 г.** с учетом экстраполированной кривой доходности обращающихся рублевых бумаг ММК и Северстали.

ДИАГРАММА 1. КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ РУБЛЕВЫХ ВЫПУСКОВ



Источник: ММВБ, ТРАСТ



ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ И СТРАТЕГИЯ

ЕвроХим является одним из крупнейших в мире производителей азотных и фосфорных удобрений. По итогам 2009 года компания заняла 6 место в мире по объему мощностей в сегменте азотных удобрений и 4-е место в сегменте фосфорных. Доля ЕвроХима в российском производстве азотных удобрений составляет около 25% в натуральном выражении, кроме того, компания занимает второе место в России по объему производства фосфорных удобрений после Фосагро (см. диаграмму 3).

ЕвроХим является вертикально интегрированным холдингом, объединяющим как добывающие, так и перерабатывающие активы в России и Литве. Кроме того, компания обладает собственной транспортной инфраструктурой, в частности, имеет собственные морские терминалы в Туапсе, Мурманске и Силламяэ (Эстония). Добавим, что ЕвроХиму (совместно с ее акционером, компанией MCC Holding Ltd) также принадлежат около 16% акций немецкой компании K+S AG, одного из ведущих мировых производителей калийных удобрений и солей (с капитализацией на 16 апреля 2010 года около USD8.5 млрд.).

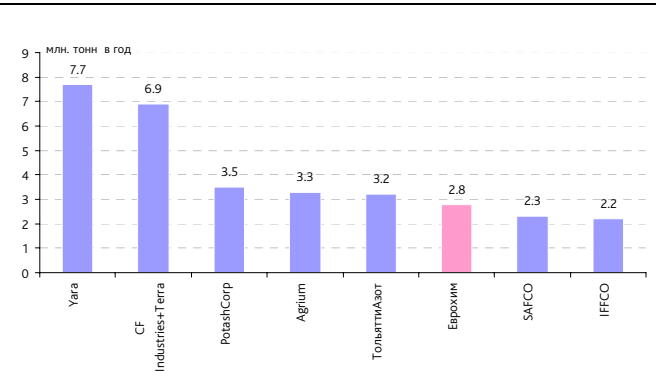
ЕвроХим был основан в 2001 году российскими бизнесменами Андреем Мельниченко и Сергеем Поповым. В 2002 году группа приобрела контрольные пакеты акций нескольких заводов по производству минеральных удобрений (Новомосковский и Невинномысский Азот, Фосфорит, Белореченские минудобрения), а также Ковдорского горно-обогатительного комбината (поставщик апатитов - основного сырья для производства фосфорных удобрений). В 2007 году партнеры разделили бизнес: Попов продал свою долю в ЕвроХиме, а контроль над компанией получил Мельниченко. Он в настоящее время является бенефициаром 95% акций, генеральный директор компании Дмитрий Стрешнев – оставшихся 5%.

Производство азотных и фосфорных удобрений составляет основу деятельности ЕвроХима. Согласно отчетности по МСФО за 2009 год, на них в сумме приходится 88% выручки. Прочая деятельность включает в себя производство продуктов органического синтеза и дистрибуцию.

В настоящее время стратегия ЕвроХима предполагает, что компания станет первой в России и войдет в пятерку мировых крупнейших производителей по выпуску всего спектра минеральных удобрений: азотных, фосфорных и калийных. Последние, к слову, занимают большую долю в текущих инвестпроектах компании. Так, в 2005 и 2008 годах ЕвроХим приобрел лицензии на разработку двух крупных калийных месторождений: Гремячинского (Волгоградская область) и Верхнекамского (Пермский край).

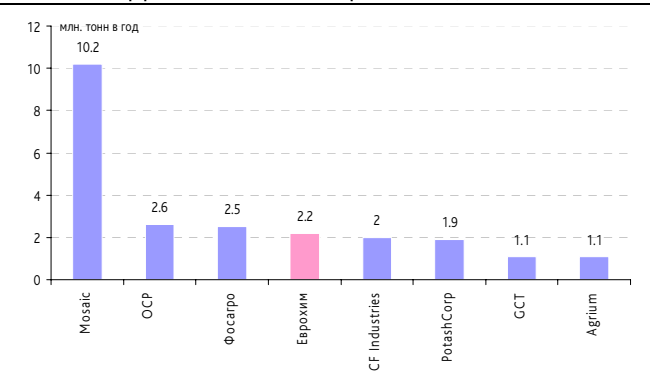
Агентствами S&P и Fitch ЕвроХиму присвоены рейтинги на уровне «ВВ». Заметим, что, несмотря на негативную динамику цен на минеральные удобрения в 2009 году, оба агентства не изменили рейтинги, присвоенные в середине 2008 года на пике цен на минеральные удобрения. На данный момент прогнозы по рейтингам S&P и Fitch – «стабильный» и «негативный» соответственно.

ДИАГРАММА 2. КРУПНЕЙШИЕ ПРОИЗВОДИТЕЛИ АММИАКА ПО ПРОИЗВОДСТВЕННЫМ МОЩНОСТЯМ, 2009



Источник: данные компании, ТРАСТ

ДИАГРАММА 3. КРУПНЕЙШИЕ ПРОИЗВОДИТЕЛИ ФОСФОРНЫХ УДОБРЕНИЙ ПО ПРОИЗВОДСТВЕННЫМ МОЩНОСТЯМ, 2009



Источник: данные компании, ТРАСТ

ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ КОМПАНИИ

НЕЙТРАЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ПО ИТОГАМ 2009 Г., СИЛЬНЫЙ 4К 2009 Г. Основным фактором, определявшим динамику финансовых показателей ЕвроХима за последние 3-4 года, учитывая незначительное увеличение его производства, был уровень мировых цен на минеральные удобрения. Результаты 2009 г. мы в целом охарактеризовали бы как нейтральные. После слабой рыночной конъюнктуры в 1П 2009 г., на которое фактически пришелся пик падения цен, постепенное оживление рынка удобрений, начавшееся в 3К 2009 г. с роста спроса на продукцию, продолжилось и в 4К 2009 г. Благодаря данному факту уже в 4К 2009 г. компании удалось продемонстрировать рост показателя EBITDA на 49% до RUB6 млрд. (против RUB4 млрд. в 3К 2009 г.), а также повысить рентабельность по EBITDA с 21% до 32% в квартальном сопоставлении.

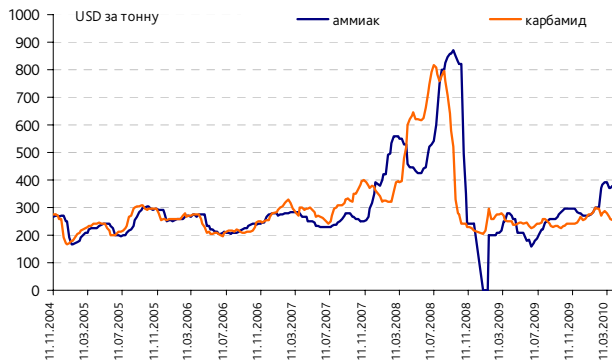


СТРУКТУРА КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ НЕ МЕНЯЕТСЯ, КОМПАНИЯ ВНОВЬ ПЛАНИРУЕТ ЗАНИМАТЬ. По итогам 2009 года совокупный долг ЕвроХима снизился на 8% до RUB47 млрд., против RUB52 млрд. годом ранее. Доля краткосрочных обязательств в структуре кредитного портфеля эмитента несколько возросла с 18% (или RUB9.1 млрд.) до 26% (или RUB12.5 млрд.) на конец года, однако при этом в значительной степени покрывается имеющимся запасом денежных средств на балансе компании в размере RUB11.2 млрд., в силу чего мы не видим проблем в краткосрочной перспективе.

Согласно информационному меморандуму к размещению, по итогам 1К 2010 г. долг компании был снижен на 12% до RUB42.2 млрд. Финансовые обязательства ЕвроХима, помимо еврооблигаций на сумму USD300 млн., включают в себя синдицированный кредит на USD1.5 млрд. с окончательным сроком погашения в сентябре 2012 г. и ежемесячными выплатами основного долга, начиная с апреля 2009 года. На 1 апреля непогашенной оставалась сумма USD1.08 млрд. Кредит был привлечен в октябре 2008 года по ставке LIBOR+2.47% (с учетом всех затрат). Согласно графику погашения, пик основных платежей приходится на 2012 г. с объемом выплат USD630 млн. (или RUB18.3 млрд.).

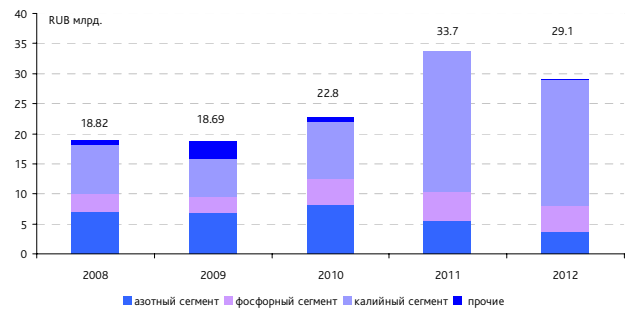
Агрессивная инвестиционная деятельность ЕвроХима в сфере развития производства калийных удобрений, а также обязательства по лицензиям, в соответствии с которыми ЕвроХим должен начать производство удобрений в установленные сроки, заставляют компанию привлекать дополнительные заемные средства. Помимо выпуска облигаций на RUB10 млрд. сроком на 8 лет, компания совсем недавно объявила о привлечении дополнительного финансирования на сумму USD261 млн. под гарантию экспортного кредитного агентства сроком на 10 лет.

ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА ЦЕН НА АЗОТНЫЕ УДОБРЕНИЯ, FOB ЮЖНЫЙ



Источник: данные компании, ТРАСТ

ДИАГРАММА 5. ИНВЕСТПРОГРАММА ЕВРОХИМА, 2008-2012П



Источник: данные компании, ТРАСТ

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА УМЕРЕННО ВЫСОКАЯ, ВОПРОС С КОВЕНАНТАМИ ОСТАЕТСЯ АКТУАЛЬНЫМ. Несмотря на некоторое снижение размера обязательств по итогам 2009 г., долговая нагрузка эмитента значительно выросла за прошедший год. Так, на 31.12.2009 уровень долговой нагрузки в терминах «Долг/ЕБИТДА» и «Чистый Долг/ЕБИТДА» составил 2.9x и 2.2x против 1.4x и 0.7x годом ранее. Выпуском еврооблигаций, а также в соответствии с кредитным договором, установлен ряд достаточно строгих ковенантов, которые, на наш взгляд, предоставляют инвесторам дополнительную защиту в случае ухудшения финансового положения заемщика. К примеру, соотношение «Совокупный долг/ЕБИТДА» не должно превышать 3.0x на ежегодной основе, «Чистый долг/ЕБИТДА» на ежеквартальной – 2.5x. Мы полагаем, что ситуация с долгом по-прежнему может вызывать некоторые опасения ввиду необходимости соблюдения строгих ковенантов в условиях волатильности рынка удобрений. В то же время стоит отметить тот факт, что как резервный вариант ЕвроХим может рассматривать возможность продажи доли или всего пакета акций K+S AG (на данный момент его стоимость на бирже составляет около RUB24.7 млрд.) для погашения существующих обязательств.

ГЕНЕРИРОВАНИЕ ОПЕРАЦИОННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ОСТАЕТСЯ ДОСТАТОЧНЫМ. ФИНАНСИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРОГРАММЫ - ОСНОВНОЙ ВОПРОС. Несмотря на существенную просадку финансовых показателей по итогам прошедшего года, ЕвроХим смог сгенерировать фактически достаточный операционный денежный поток (RUB17.5 млрд.) для финансирования своей инвестиционной программы (RUB18.5 млрд., см. диаграмму 5), которая по итогам 2009 г. составила RUB18.6 млрд. В 2010 г. объем капитальных вложений не превысит RUB22 млрд., основная часть этих средств будет направлена преимущественно на развитие калийного производства (Гремячинское и Верхнекамское месторождение). По оценке руководства компании, данная разработка будет оставаться экономически выгодной даже при более низких, чем сейчас, ценах на калийные удобрения.



ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЕВРОХИМА

МСФО, RUB млрд.	2007	2008	2009	09/08
Выручка	74	112	74	-41.7%
ЕБИТДА	22	37	16.5	-74.3%
Чистый операционный денежный поток	17	27	17.5	-46.1%
Капитальные вложения	7	15	18.6	26.0%
Чистая прибыль	16	28	11.1	-70.2%
Всего активы	65	122	128.8	4.1%
Собственный капитал	40	61	73.2	12.2%
Совокупный долг	13	52	47.8	-0.8%
Краткосрочный долг	5	9	12.5	46.1%
Денежные средства	15	26	11.2	-44.5%
Показатели				
ЕБИТДА margin (%)	29.9	39.0	22.4	
ЕБИТДА/проценты (x)	20.7	34.7	8.3	
Долг/ЕБИТДА* (x)	0.6	1.4	2.9	
Чистый долг/ЕБИТДА* (x)	-0.1	0.7	2.2	
Ликвидные средства/Краткосрочный долг (%)	329	296	90	
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.9	0.7	

**Показатель ЕБИТДА, включает операционные, процентные и дивидендные доходы, и не включает прибыли/убытки от реализации активов, а также курсовые разницы от переоценки финансовых активов и обязательств. Данное определение показателя ЕБИТДА применяется с 4 квартала 2009 года для приведения его в соответствие с определением, предусмотренным кредитной документацией компании при расчете финансовых ковенант*
 Источник: данные компании, ТРАСТ

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Евгений Надоршин +7 (495) 789-35-94

Департамент макроэкономики и стратегии

Владимир Брагин +7 (495) 786-23-46
Мария Помельникова

Департамент кредитного анализа +7 (495) 789-36-09

Юрий Тулинов
Татьяна Днепровская
Сергей Гончаров

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская
Николай Порохов Ричард Холиоук
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Дмитрий Рябчук +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Себастьян де Принсак +7 (495) 647-25-74
Олеся Курбатова +7 (495) 647-28-39
Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 647-28-40
Вадим Закройщиков
Дмитрий Пуш

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимися частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.