

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

**Торговые идеи на рынке еврооблигаций**

**Еврооблигации Еврохим-2012 – один из лучших защитных инструментов**

**Кредитный профиль**

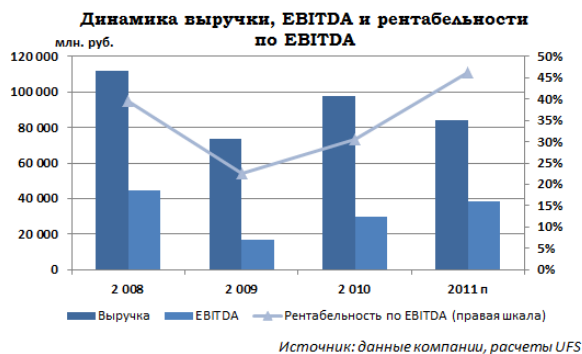
По итогам 2 полугодия 2011 года финансовая устойчивость Еврохима осталась на высоком уровне. Совокупный объем финансового долга сократился на 1,0% до 42,5 млрд. рублей, в основном за счет снижения долгосрочного долга на 47%. В то же время, объем краткосрочного долга вырос с начала года более чем в 2 раза до 26,6 млрд. рублей, а его доля в совокупном долге превысило 63,0%.

В основном это связано с переводом долга в размере 8,13 млрд. рублей по евробондам, которые погашаются в марте 2012 года, в разряд краткосрочного, а также увеличения краткосрочных кредитов почти на 7 млрд. рублей. Тем не менее, мы оцениваем риск ликвидности эмитента в ближайший год как низкий. Во-первых, на 30 июня на счетах эмитента находилось около 8,5 млрд. рублей свободных денежных средств. Во-вторых, риск рефинансирования краткосрочных долгов эмитент свел к минимуму после получения 5-летнего синдицированного кредита под залог экспортных поставок общим объемом \$1,3 млрд. (около 37,7 млрд. рублей). Кроме того, Еврохим традиционно обладает высокой финансовой гибкостью, владея 8% акций публичного немецкого производителя удобрений K+S. На 30 июня стоимость пакета оценивалась в 33,1 млрд. рублей. В прошлом, Еврохим уже неоднократно прибегал к этому источнику для покрытия кассовых разрывов в силу того, что акции K+S обращаются на нескольких зарубежных площадках и обладают высокой ликвидностью.

Доля финансового долга в активах компании снизилась за полгода до 27,0% против 29,0% на начало года. За счет стабильно высоких денежных потоков, консервативной долговой политики эмитента и умеренных инвестиционных затрат, показатели покрытия долга улучшились с начала года. Так, показатель Чистый долг/ЕБИТДА опустился ниже 1,0 и достиг уровня 0,93, Долг/ЕБИТДА снизился до 1,2. Кроме того, ЕБИТДА почти в 20 раз превышала расходы по процентам.

Чистый операционный денежный поток компании вырос за год на 40,0% до 15,5 млрд. рублей, что позволяет компании полностью покрывать капитальные затраты, не прибегая к активному наращиванию долга. Так, по итогам 6 мес. 2011 года свободный денежный поток составил около 5,7 млрд. рублей.

До конца 2011 год мы ожидаем значительный рост долговой нагрузки. Во-первых, уже в отчетности 3 кв. текущего года отразится синдицированный предэкспортный кредит, о котором мы упоминали выше. Отметим, что по кредиту предусмотрен двухлетний льготный период по погашению основной суммы долга, что существенно улучшает структуру долга и ликвидность эмитента. Тем не менее, долгосрочный долг компании вырастет на 37,7 млрд. рублей. Кроме того, того Еврохим собирается в 1 кв. 2012 года закрыть сделку по приобретению мощностей по производству удобрений у немецкого BASF, стоимость которой оценивается в \$700 млн. Для этого эмитент собирается привлечь кредит Сбербанка на 20 млрд. рублей.



Источник: данные компании, расчеты UFS



С учетом погашения части краткосрочного долга до 2011 года, мы ожидаем, что совокупный долг компании увеличится до 77,6 млрд. рублей. Долг/ЕБИТДА компании вырастет до 1,2, что ухудшит финансовую устойчивость компании, однако, на наш взгляд, она останется на приемлемом уровне для эмитентов рейтинговой категории ВВ. Кроме того, несмотря на рост долга, по нашему прогнозу, доля краткосрочного долга снизится до 22,0%. По этой причине, кредитные риск компании для держателей «короткого» евробонда Еврехим-12 мы оцениваем как очень низкий.

## Финансовые результаты

Благоприятная конъюнктура на рынке минеральных удобрений позволила Еврехиму существенно улучшить свои финансовые результаты в текущем году. Выручка за 6 мес. 2011 года достигла 62,1 млрд. рублей, что больше аналогичного периода предыдущего года на 37,0%. Наибольшую долю в выручке (39,0%) принес компании фосфатный сегмент, включающий выручку от продажи железной руды с Ковдроского ГОКа. Еще 39,0% в выручку внес азотный сегмент.

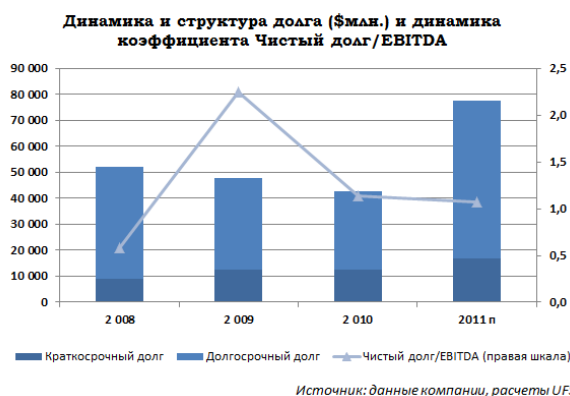
ЕБИТДА компании взлетела на 80,0% и достигла 23,5 млрд. рублей. Отметим, что за весь 2010 год ЕБИТДА компании составила 29,9 млрд. рублей. Показатель рентабельности по ЕБИТДА также оказался лучшим за последние 2 года и составил 37,8%. Столь сильные финансовые результаты позволили компании увеличить чистую прибыль почти на 200,0% относительно 6 мес. 2010 года. Чистая прибыль компании составила 20,9 млрд. рублей.

До конца 2011 года рост выручка компании немного замедлится в связи с общим замедлением мировой экономики. Мы ожидаем, что выручка по итогам года достигнет 83,8 млрд. рублей (+35,0% к 2010 году). ЕБИТДА компании увеличится, по нашему мнению, минимум на 65,0% и ожидается нами на уровне 38-39 млрд. рублей. При этом рентабельность по ЕБИТДА превысит 40,0%. Именно столь сильный рост финансовых результатов по итогам 2011 года, стабильно высокий операционный денежный поток позволит компании нивелировать сильный рост задолженности и сохранить показатели покрытия долга на приемлемых уровнях.

## Инвестиционная программа и М&А

Капитальные затраты компании, с нашей точки зрения, равномерно распределены в течение всего срока реализации инвестиционных проектов. Сейчас, компания продолжает разработку двух месторождений – Гремяченского и Верхнекамского, срок запуска которых – 2013 и 2015 годы соответственно. По данным отчетности, затраты компании на эти месторождения в 2011 году составили 4,2 млрд. рублей, что составляет более 65,0% от запланированных капитальных затрат на этот год. Довольно сильный рост инвестиционных затрат произойдет в 2012 году – компания планирует потратить 26 млрд. рублей. Впрочем, учитывая высокие операционные денежные потоки, вряд ли это приведет к существенному увеличению долговой нагрузки эмитента.

Как мы отметили, Еврехим собирается приобрести активы по производству минеральных удобрений у немецкой BASF, включающей комплекс в Антверпене и 50,0% акций во французском предприятии PEC-Rhin. Это позволит существенно улучшить позиции компании на европейском рынке; сейчас доля продаж на этом рынке составляет 16,0%.



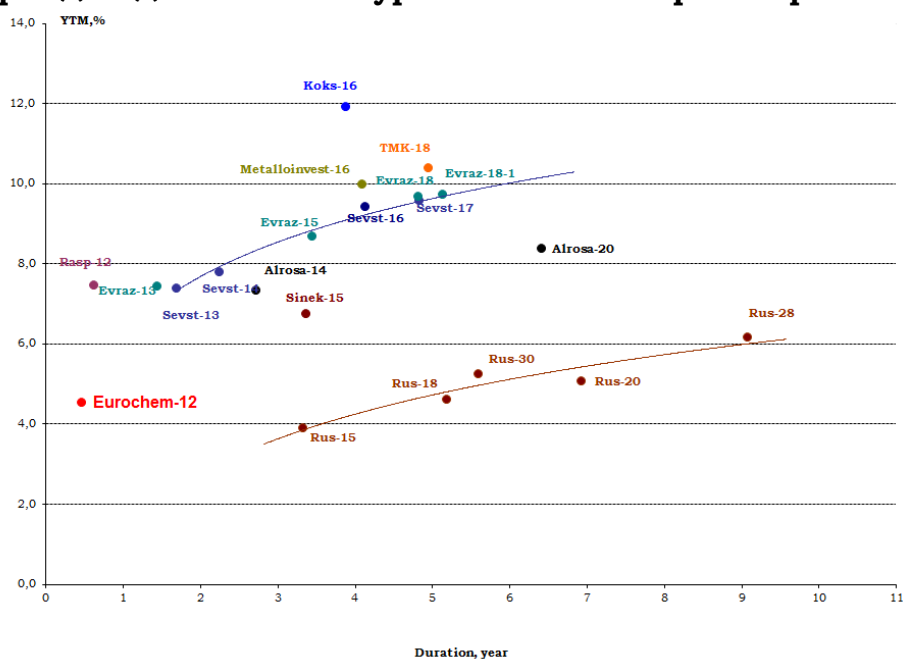
## Торговая идея в выпуске Еврохим-12

Наиболее приемлемая стратегия поведения на рынке евробондов в текущих условиях, с нашей точки зрения, это покупка еврооблигаций с коротким сроком до погашения.

После обвала на рынках доходности выпусков даже «короткой» дюрацией значительно выросли, при этом внутренний риск самих компаний изменился мало, а рост доходностей был связан с обострением внешних рисков.

Среди таких выпусков мы рекомендуем покупать евробонд эмитента, погашаемый в марте 2012 года. Сейчас выпуск торгуется с доходностью 5,4% годовых, что является одной из лучших идей на рынке по соотношению риск-доходность. Мы не ожидаем, что до середины 2012 года, учитывая текущую ситуацию, в отношении эмитента будут осуществляться какие-то рейтинговые действия. Ситуация с ликвидностью более чем благоприятная. Проблем с погашением у эмитента возникнуть не должно.

**Карта доходности металлургического сектора и Еврохим-12**



## Приложение

Показатели ОАО «Еврохим» (по МСФО), млн. руб.

Показатели	2 008	2 009	2 010	2 кв. 2010	2 кв. 2011	2011 п
Выручка	112 174	73 577	97 788	45 389	62 085	83 815
<i>темп прироста, %</i>	-	-34%	33%	-	37%	35,0%
Операционная прибыль	40 891	10 712	26 026	11 114	20 590	27 670
<i>темп прироста, %</i>	-	-74%	143%	-	85%	6,3%
ЕБИТДА	44 297	16 516	29 937	13 009	23 426	38 653
<i>темп прироста, %</i>	-	-63%	81%	-	80%	65,0%
Процентные расходы	1 259	1 984	2 066	889	1 174	2 110
<i>темп прироста, %</i>	-	58%	4%	-	32%	2%
Свободный денежный поток	12 025	-1 055	5 777	3 871	5 677	8 330
<i>темп прироста, %</i>	-	-109%	-648%	-	47%	44%
Активы	122 276	128 776	149 468	124 418	157 010	275 000
<i>темп прироста, %</i>	-	5%	16%	-3%	5%	84,0%
Финансовый долг	51 965	47 772	42 827	41 562	42 490	77 600
<i>темп прироста, %</i>	-	-8%	-10%	-13%	-1%	81,2%
Краткосрочный долг	9 093	12 491	12 590	15 366	26 558	17 000
<i>темп прироста, %</i>	-	37%	1%	23%	111%	35,0%
Долгосрочный долг	42 872	35 281	30 237	26 196	15 932	60 600
<i>темп прироста, %</i>	-	-18%	-14%	-26%	-47%	100,4%
Денежные средства	26 225	10 677	8 897	6 500	8 540	11 230
<i>темп прироста, %</i>	-	-59%	-17%	-39%	-4%	26,2%
Чистый долг	25 740	37 095	33 930	35 062	33 950	66 370
<i>темп прироста, %</i>	-	44%	-9%	-5%	0%	95,6%

Показатели	2 008	2 009	2 010	2 кв. 2010	2 кв. 2011	2011 п
<b>Коэффициенты</b>						
Финансовый долг/активы	0,42	0,37	0,29	0,33	0,27	0,28
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,17	0,26	0,29	0,37	0,63	0,22
Финансовый долг/ЕБИТДА	1,17	2,89	1,43	1,60	1,17	1,25
Чистый долг/ЕБИТДА	0,58	2,25	1,13	1,35	0,93	1,07
ЕБИТДА/проценты	35,18	8,32	14,49	14,63	19,95	18,32
Рентабельность по ЕБИТДА	39,5%	22,4%	30,6%	28,7%	37,7%	46,1%



## Контактная информация

### Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Хомяков Илья Маркович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 01

### Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Балакирев Илья Андреевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06

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 «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные 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 «Инвестиционная Компания 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 «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «Инвестиционная Компания 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 «Инвестиционная Компания 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 «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс». ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

