

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

ЕвроХим (ВВ-/ВВ): нейтральный финансовый отчет по итогам 1К14, евробонды компании оценены справедливо

Вчера ЕвроХим, крупнейший производитель минеральных удобрений, раскрыл финансовые результаты по итогам 1К14. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. В 1К14 компания увеличила выручку на 5.9% г/г (до 49.4 млрд. руб.), в то же время EBITDA росла опережающими темпами и увеличилась на 14.7% г/г (до 14.2 млрд. руб.). В результате, рентабельность по EBITDA увеличилась в 1К14 до 28.7% (+2.2 пп г/г). Свободный денежный поток компании (операционный денежный поток за вычетом расходов на капвложения) находился в достаточно заметном минусе (-3 млрд. руб.) в 1К14, что стало следствием крупных вложений в оборотный капитал на фоне снижения кредиторской задолженности поставщиков, которое привело к сокращению операционного денежного потока (за вычетом процентных платежей) на 56.6% г/г (до 3.5 млрд. руб.). Дефицит средств был практически полностью профинансирован за счет накопленных на балансе денежных средств и депозитов. Долговая нагрузка ЕвроХима немного подросла к концу 1К14 – до 2.3х в терминах чистый долг/EBITDA LTM, тогда как на начало года показатель составлял 2.1х. С учетом того, что объем привлечения нового долга за период примерно соответствовал потребностям в рефинансировании, повышение долговой нагрузки стало следствием, во-первых, ослабления рубля в 1К14 (в валюте номинировано более 2/3 долговой портфеля ЕвроХима), а также сокращения объема ликвидных активов на балансе.

С операционной точки зрения, рост выручки был обеспечен, в первую очередь, увеличением продаж азотного сегмента на фоне сезонной активизации агропроизводителей в 1К14. Так, объем отгрузок азотных удобрений вырос, в целом, на 2.9% г/г за счет увеличения продаж аммиака (в 3.6 раз г/г), гранулированного карбамида (в 1.5 раза г/г), CAN (на 33.2% г/г) и сложных удобрений (на 9.8% г/г). В то же время, ценовая конъюнктура оставалась слабой: средние цены на ключевую продукцию сегмента снизились на 9-23% г/г. В фосфорном сегменте картина была еще безрадостнее: к снижению цен (средняя цена на MAP сократилась на 6.5% г/г) добавилось падение отгрузок. Общий объем продаж фосфорного сегмента снизился на 11.2% г/г, что было обусловлено, в основном, почти полным прекращением отгрузок апатита в 1К14, тогда как продажи ключевой продукции (MAP) снизились умеренно (на 2.9% г/г). С учетом динамики продаж и цен, рост рублевой выручки ЕвроХима произошел только лишь благодаря ослаблению рубля в 1К14 (в долларах выручка снизилась на 7.8% г/г). Ослабление курса рубля стало, таким образом, и одним из ключевым факторов роста EBITDA, правда, здесь весомый вклад также внесло увеличение валовой маржи (с 37% 1К13 до 40% в 1К14). Себестоимость продаж ЕвроХима в 1К14 удалось сохранить на уровне прошлого года на фоне роста выручки, главным образом, за счет сокращения расходов на сырье.

Отрицательный свободный денежный поток был обусловлен, главным образом, снижением чистого операционного денежного потока – в 1К14, на фоне увеличения продаж, ЕвроХим заметно нарастил дебиторскую задолженность, а также вложил деньги в запасы. В то же время, компания нарастила предоплаченные поставки, то есть сократила объем кредиторской задолженности. Объем капитальных расходов (включая лицензии) в 1К14 снизился на 11.6% г/г и составил 6.5 млрд. руб. или 0.5х

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима по МСФО за 1К14

млн. руб.	1К14	1К13	%
Выручка	49 416	46 651	5.9%
ЕБИТДА	14 168	12 352	14.7%
Операционная прибыль	11 255	9 842	14.4%
Чистая прибыль/(убыток)	(966)	4 819	-
Рентабельность по EBITDA	28.7%	26.5%	2.2 пп
Операционная рентабельность	22.8%	21.1%	1.7 пп
Чистая рентабельность	-	10.3%	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	13 207	9 717	35.9%
Чистый операцион. ден. поток*	3 548	8 169	-56.6%
CAPEX (включая лицензии)	6 498	7 354	-11.6%
Свободный денежный поток	(2 950)	815	-

млн. руб.	1К14	2013	%
Активы	275 189	262 335	4.9%
в т.ч. ден. ср-ва и депозиты	16 057	18 994	-15.5%
Долг	117 642	108 406	8.5%
доля краткосрочного долга	12.4%	7.7%	4.7 пп
Чистый долг	101 585	89 412	13.6%
Капитал	123 524	121 813	1.4%
CAPEX+M&A	7 836	34 194	-
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.8x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.6x	0.8x	-
Долг/EBITDA LTM	2.6x	2.5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.3x	2.1x	-
Долг/Капитал	1.0x	0.9x	-

*за вычетом процентных платежей

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

ЕБИТДА. Общий долг ЕвроХима к концу 1К14 вырос на 8.5% к началу года и достиг 117.6 млрд. руб., при этом доля краткосрочного долга подросла до 12.4% (против 7.7% на конец 4К13). Ключевым фактором роста долга в рублевой отчетности ЕвроХима (также как и с динамикой финансовых результатов) стало ослабление рубля в 1К14 и последовавшая переоценка валютных обязательств. В части роста долговой нагрузки на конец 1К14 (выросла до 2.3х в терминах чистый долг/ЕБИТДА LTM) добавилось также сокращение денег и депозитов на балансе на 15.5% (до 16.1 млрд. руб.) по сравнению с началом года. Эти средства были направлены на финансирование отрицательного свободного денежного потока (на 3 млрд. руб.), а также на финансирование приобретения пакета 20.1% акций ОАО «Астраханская нефтегазовая компания» за 1.3 млрд. руб.

На наш взгляд, опубликованный отчет дает нейтральную проекцию на кредитные рейтинги ЕвроХима. В 1К14 компании удалось нарастить продажи азотных удобрений, минимизировав снижение отгрузок в фосфорном сегменте. В то же время, динамика денежных потоков компании в 1К14 была обусловлена, в большей степени, сезонными факторами, а финансовые результаты находились под сильным влиянием внешней среды. Напомним, что рейтинги ЕвроХима были подтверждены на текущем уровне в сентябре-октябре 2013 г., а украинский кризис, в этом смысле, напрямую пока не затронул компанию.

Евробонд EUCHEM'17 с началом масштабных распродаж, спровоцированных обострением украинского кризиса в начале марта, потерял в цене около 7 фигур, что можно назвать далеко не худшим результатом. К текущему моменту бумага уже отыграла 80% потерь и торгуется на уровне 99.73% от номинала. Восстановление цен, произошедшее достаточно быстро, отражает и динамика спрэда к UST. Так, с начала марта EUCHEM'17 выглядел лучше рынка в целом, расширив спрэд к UST лишь на 50 бп – до текущих 430 бп (на пике распродаж спрэд доходил до 580 бп). Если сравнивать с основными конкурентами, то выпуск сохраняет премию около 50-60 бп к близким по дюрации бумагам ФосАгро (BBB-/Ваа3/BB+) и Уралкалия (BBB-/Ваа3/BBB-) составляет 50-60 бп, что, на наш взгляд, выглядит справедливо, учитывая более сильный операционный профиль и лучшие кредитные метрики этих компаний по сравнению с ЕвроХимом. Рублевые бумаги компании не представляют интереса, в первую очередь, из-за крайне невысокой ликвидности, которая лишь усугубилась украинским кризисом. Два выпуска индикативно торгуются со средним спрэдом около 100 бп к РФЗ, что выглядит неадекватно и, как минимум, на 100 бп уже спрэда близкого по дюрации и куда более ликвидного Акрон БО-01 (YTM 10.56/D 1.33).

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

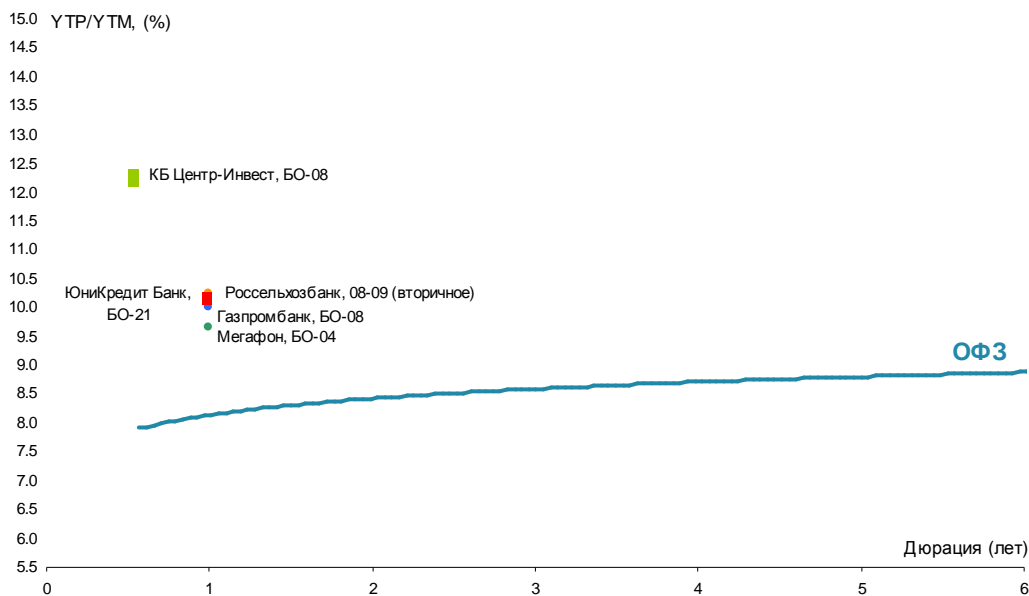
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Мегафон, БО-04	BBB- / Ваа3 / -	да	15 000	9.67	14.05.2014	20.05.2014	нет / 1 г	1 г / 10 лет
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	9.99	16.05.2014	23.05.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
Юникредит Банк, БО-21	BBB / Ваа2 / BBB+	да	10 000	10.04-10.25	20.05.2014	23.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
КБ Центр-Инвест, БО-08	- / Ваа3 / -	да	2 000	12.10-12.36	22.05.2014	26.05.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 5 лет
Россельхозбанк, 08 (вторичное)	- / Ваа3 / BBB-	да	до 5 000	не более 10.25	22.05.2014	26.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5.5 лет
Россельхозбанк, 09 (вторичное)	- / Ваа3 / BBB-	да	до 5 000	не более 10.25	22.05.2014	26.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5.5 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/ Размещ объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
ТД Спартак-Казань, БО-01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	14.49	06.05.2014	нет / 1.4 г
ДельтаКредит, БО-06	- / Ваа3 / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	10.62	10.62	06.05.2014	нет / 6.45 г
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	н/д / 44%	не более 9.99	9.99	05.05.2014	нет / 0.5 г
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	29.04.2014	нет / 1.86 г
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	3.2 / 100%	10.25-10.51	10.15	29.04.2014	нет / 1.43 г
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
АИЖК, АЭО	BBB / Ваа1 / -	да	6 000	н/д / 100%	10.26-10.69	9.83	28.04.2014	1.5 г / 19 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	2 600	н/д / 100%	не более 9.99	9.99	25.04.2014	0.5 г / 8 лет
Разгуляй-Финанс, БО-03	NR	нет	450	0.45 / 45%	Конкурс	13.00	22.04.2014	нет / 0.5 г
Трансфин-М, БО-26	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.04.2014	нет / 4 г
Банк ЗЕНИТ, БО-07 (вторичное)	- / Ваа3 / BB-	да	1 907	1.4 / 100%	10.51	10.51	16.04.2014	нет / 1 г
ВЭБ-Лизинг, 03 (вторичное)	BBB / - / BBB	да	1 654	4.6 / 100%	не более 9.72	9.56	16.04.2014	нет / 1 г
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	13.69-14.22	13.96	15.04.2014	нет / 1.40 г
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г.



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции	research@zenit.ru	
Облигации	firesearch@zenit.ru	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.