

# 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 1П14, евробонд компании может представлять интерес

Вчера ЕвроХим, крупнейший производитель минеральных удобрений, раскрыл финансовые результаты по итогам 1П14. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. В 1К14 компания увеличила выручку на 4.7% г/г (до 96.4 млрд. руб.), а EBITDA – на 1.4% г/г (до 25.4 млрд. руб.). В результате, рентабельность по EBITDA осталась примерно на уровне прошлого года, составив 26.4% (-0.9 пп г/г). Долговая нагрузка ЕвроХима также не сильно изменилась по сравнению с уровнем начала года, снизившись до 2х в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 2.1х на конец 4К13).

С операционной точки зрения, рост выручки в 1П14 был обеспечен, в первую очередь, увеличением продаж азотного сегмента на фоне активизации сезонного спроса со стороны агропроизводителей. Так, объем отгрузок азотных удобрений вырос, в целом, на 4.4% г/г (до 4 250 тыс. тонн) за счет увеличения продаж аммиака (в 2.8 раз г/г), гранулированного карбамида (на 15.5% г/г), кальцинированной селитры (на 40.2% г/г) и сложных удобрений (на 9.7% г/г). В то же время, ценовая конъюнктура оставалась неблагоприятной: средние цены на ключевую продукцию в 1П14 были на 7-14% ниже уровня прошлого года. В рамках фосфорного сегмента общий объем продаж чуть снизился к уровню прошлого года (на 1.6% г/г, составив 1 235 тыс. тонн. В то же время, продажи основной продукции сегмента (МАФ/ДАФ) по итогам 1П14 выросли на 5.5% г/г (до 1 021 тыс. тонн), притом, что средняя цена на удобрение снизилась примерно на 7% г/г. Продажи железорудного концентрата в 1П14 также сохранились на уровне 1П13 и составили 2 728 тыс. тонн (+1.2% г/г), тогда как средняя цена на железную руду (CFR Китай) снизилась на 18% г/г. Таким образом, с учетом динамики продаж и цен, рост рублевой выручки ЕвроХима в 1П14 г/г произошел только лишь благодаря ослаблению рубля (в долларах выручка компании за тот же период снизилась на 7.1% г/г). Ослабление курса рубля стало также одним из ключевым факторов роста EBITDA, правда, здесь весомый вклад внес и рост валовой маржи (до 39.1% в 1П14 против 37.2% в 1П13), поскольку себестоимость продаж ЕвроХима в 1П14 увеличилась лишь на 1.5% г/г.

Свободный денежный поток ЕвроХима по итогам 1П14 ушел в отрицательную зону, составив -2.2 млрд. руб. Это, с одной стороны, стало следствием увеличения потребностей в финансировании оборотного капитала (сокращение кредиторской задолженности на фоне роста дебиторской), что вызвало снижение операционного денежного потока (за вычетом процентных платежей) на 15.5% г/г. Кроме того, свое влияние оказало и увеличение инвестиционных расходов на 8.8% г/г – до 15.9 млрд. руб. или 0.6х EBITDA. Отметим, что еще одним направлением оттока средств в 1П14 стало погашение долга на 5.9 млрд. руб. Погашение долга, а также отрицательный свободный денежный поток были профинансированы за счет денег, поступивших от продажи 3.4% казначейских акций ЕвроХима на 10.3 млрд. руб. (пакет выкупила материнская EuroChem Group S.E.). На эти цели пошла большая часть вырученных денег, оставшаяся часть пополнила счета компании, в результате объем денежных средств и депозитов к концу 1П14 вырос на 6.8% к началу года (до 20.3 млрд. руб.). Сокращение долга на фоне стабильной величины EBITDA и увеличения ликвидных активов на балансе позволило ЕвроХиму снизить долговую нагрузку к концу 1П14 до 2х в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 2.3х на конец 1К14 и 2.1х на начало года). Таким образом, компания вернула показатель к верхней границе ее

#### Ключевые финансовые показатели ЕвроХима по МСФО за 1К14

млн. руб.	1П14	1П13	%г
Выручка	96 358	92 029	4.7%
ЕВITDA	25 409	25 051	1.4%
Операционная прибыль	19 846	19 692	0.8%
Чистая прибыль/(убыток)	10 619	6 652	59.6%
Рентабельность по EBITDA	26.4%	27.2%	-0.9 пп
Операционная рентабельность	20.6%	21.4%	-0.8 пп
Чистая рентабельность	11.0%	7.2%	3.8 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	21 703	19 869	9.2%
Чистый операцион. ден. поток*	13 665	16 163	-15.5%
CAPEX (включая лицензии)	15 863	14 583	8.8%
Свободный денежный поток	(2 198)	1 580	-

млн. руб.	1П14	2013	%г
Активы	280 149	262 335	6.8%
в т.ч. ден. ср-ва и депозиты	20 283	18 994	6.8%
Долг	106 653	108 406	-1.6%
доля краткосрочного долга	10.7%	7.7%	3.0 пп
Чистый долг	86 370	89 412	-3.4%
Капитал	141 823	121 813	16.4%
CAPEX+M&A	17 201	34 194	-
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.8x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.7x	0.8x	-
Долг/EBITDA LTM	2.5x	2.5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.0x	2.1x	-
Долг/Капитал	0.8x	0.9x	-

\* за вычетом процентных платежей

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

целевого уровня (1.5-2.0х). На наш взгляд, опубликованный отчет дает нейтральную проекцию на кредитные рейтинги ЕвроХима. Напомним, что рейтинги ЕвроХима были подтверждены на текущем уровне в сентябре-октябре 2013 г., а украинский кризис (на Украину в 1П14 пришлось 4.5% выручки) пока, напрямую, не затронул компанию.

Евробонд EUCHEM'17 в рамках последней волны распродаж, стартовавшей в середине июля, потерял около 6 фигур в цене, достигнув локального минимума на уровне 95.38% от номинала в конце прошлой недели. На текущий момент, бумага немного скорректировалась вверх и торгуется по 96.76%. В терминах динамики спрэдов в течение последнего месяца EUCHEM'17 выглядел немного хуже рынка в целом, расширив спрэд к кривой UST на 170 бп. Сейчас евробонд торгуется со спрэдом около 520 бп к UST, то есть предлагает премию около 80 бп к PHORRU'18, тогда как премия к URKARM'18 достигла уже 160 бп. На наш взгляд, EUCHEM'17 на текущий момент выглядит несколько перепроданным, в связи с чем мы ожидаем сужения его спрэда к выпускам ФосАгро (BBB-/Ваа3/BB+) и Уралкалия (-/Ваа3/BBB-). Рублевые бумаги ЕвроХима малоликвидны, последние крупные сделки в бумагах проходили со спрэдом 200-220 бп к ОФЗ, то есть с дисконтом в 20-50 бп к близкому по дюрации и несколько более ликвидному Акрон БО-01, что, на наш взгляд, в целом справедливо.

## 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
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	----------------------	-------------------

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
Юникредит Банк, БО-22	BBB- / - / BBB	да	10 000	н/д / 100%	10.57-10.78	10.57	12.08.2014	нет / 1 г
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.60	12.60	31.07.2014	нет / 0.88 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-04	BBB- / - / -	да	8 000	н/д / 100%	н/д	10.22	30.07.2014	да / 0.73 г
Открытие Холдинг, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	12.89	30.07.2014	нет / 2.58 г
Трансфин-М, БО-30	NR	нет	2 500	0.8 / 80.1%	10.25-10.51	10.25	18.07.2014	нет / 2.66 г
Банк ФК Открытие, БО-05 (допразм.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.67-10.79	10.79	16.07.2014	нет / 1 г
Стройжилинвест, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	9.20	16.07.2014	нет / 1 г
МКБ, БО-11	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.99-11.41	11.20	10.07.2014	нет / 1.42 г
МКБ, БО-10	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.78	10.07.2014	нет / 1 г
ВТБ, БО-26	BBB- / Baa2 / -	да	10 000	н/д / 100%	10.00-10.22	9.90	01.07.2014	нет / 1.84 г
Ашинский метзавод, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.99	30.06.2014	нет / 6.59 г
Трансфин-М, БО-29	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.78	30.06.2014	нет / 4 г
Альфа-Банк, БО-11	BB+/Ba1/BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	30.06.2014	нет / 2.65 г
Банк ЗЕНИТ, БО-14	- / Ba3 / BB-	да	6 000	0.3 / 29.2%	н/д	8.68	27.06.2014	нет / 2.7 г
Оборонпром, 03	NR	да	2 927	н/д / 100%	н/д	11.83	27.06.2014	нет / 6.18 г
Балтийский лизинг, 01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Балтийский лизинг, 02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.83	27.06.2014	нет / 1.43 г
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.3 / 100%	10.78-11.04	10.78	26.06.2014	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / B1 / B+	да	до 5 000	1.0 / 100%	не более 11.04	11.04	25.06.2014	нет / 1.42 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	7.0 / 100%	10.20-10.46	9.57	25.06.2014	нет / 1.87 г
Россельхозбанк, БО-04	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	9.78	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Россельхозбанк, БО-07	- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Кредит Европа Банк, БО-18	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.5 / 100%	11.83-12.36	11.73	23.06.2014	нет / 1 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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	<a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>

<b>Аналитическое управление</b>	Акции	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Облигации	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>

Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>

## Управление рынков долгового капитала

		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
	Екатерина Гашигуллина	<a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@zenit.ru</a>

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.