

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков e.cherdaikov@zenit.ru Кирилл Сычев k.sychev@zenit.ru

ЕвроХим (ВВ/-ВВ): сильный финансовый отчет за 1П15, евробонд компании выглядит не очень интересно

Вчера крупнейший российский производитель минеральных удобрений объявил финансовые результаты за 1П15, которые мы оцениваем как сильные. Несмотря на сокращение выручки на 14% г/г (до 2 370 млн. долл.), EBITDA компании выросла на 7.3% г/г (до 779 млн. долл.), что обеспечило существенный рост рентабельности по EBITDA – до 32.9% (+6.5 пп г/г). Рост EBITDA, а также заметный рост денежных остатков при минимальном увеличении суммы долга позволили компании снизить долговую нагрузку на конец 2К15 до уровня в 1.6x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 1.8x на начало года).

Сокращение выручки компании в 1К15 было обусловлено сохранением слабой ценовой конъюнктуры на минеральные удобрения. Так, средние цены реализации аммиака, карбамида и аммиачной селитры в 1П15 упали на 11-14% г/г, тогда как цена железорудного концентрата просела почти в 2 раза г/г. В то же время, рост цены на аммофос в 1П15 составил 3% г/г. Что касается объемов отгрузок, отметим, что совокупные поставки в 1П15 сократились на 2.3% г/г, при этом основной вклад в снижение внесло сокращение продаж азотных удобрений на 2.5% г/г, тогда как продажи фосфатных и комплексных удобрений снизились на 1.9% к уровню 1П14. Рост операционной рентабельности ЕвроХима в 1П15 стал, в основном, следствием сильной девальвации рубля, так как львиную долю издержек компания несет в национальной валюте, а валютные поступления формируют около 80% совокупной выручки. Так, себестоимость продаж в 1П15 снизилась в долларах на 22.7% г/г, тогда как SG&A-расходы сократились на 21.8% г/г.

По итогам 1П15 ЕвроХим сгенерировал свободный денежный поток в размере 326 млн. долл., что стало результатом, с одной стороны, увеличения операционных поступлений почти в 1.5 раза к уровню 1П14 (до 684 млн. долл.), а с другой – снижения объема инвестиций на 19.9% г/г (до 358 млн. долл.) после весьма интенсивного с точки зрения расходов на капвложения 2014 г. Свободные средства компания направила, в основном, на пополнение подушки ликвидности на балансе. Объем денежных остатков на балансе вырос на 78.6% к началу года, составив к концу 2К15 около 673 млн. долл. В то же время, долг ЕвроХима мало изменился к по сравнению с началом года, составив 3 126 млн. долл. (+2.2% к 4К14), при этом доля коротких обязательств подросла до 34.2% (+6.7 пп к 4К14). Короткий долг компании на конец 2К15 составлял 1 069 млн. долл., то есть более чем на половину покрывался ликвидностью на балансе. Отметим, что риски рефинансирования ЕвроХима мы оцениваем как низкие: помимо накопленной ликвидности, компания также генерирует устойчивый денежный поток и обладает доступом к невыбранным кредитным линиям, которые могут быть использованы как источники погашения обязательств в случае необходимости.

На фоне минимального прироста долга (на 2.2% к началу года, до 3 126 млн. долл.) заметное увеличение денежных остатков на балансе, а также рост EBITDA ЕвроХима в 1П15 позволил снизить уровень долговой нагрузки. Отношение чистого долга к EBITDA к концу 2К15 снизилось до 1.6x, тогда в начале года этот показатель находился на уровне 1.8x. В целом, отчетность ЕвроХима за 1П15 позитивна для кредитных рейтингов компании, и, при сохранении такой динамики до конца года, мы считаем вероятными позитивные рейтинговые действия в отношении ЕвроХима.

По итогам последних 3-х месяцев евробонд EUCHEM'17 оказался в лидерах среди бумаг российских эмитентов по динамике спреда к кривой американских

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима по МСФО за 1К15

млн долл.	1П15	1П14	%г
Выручка	2 370	2 755	-14.0%
EBITDA	779	726	7.3%
Операционная прибыль	657	567	15.9%
Чистая прибыль/(убыток)	518	304	70.4%
Рентабельность по EBITDA	32.9%	26.4%	6.5 пп
Операционная рентабельность	27.7%	20.6%	7.1 пп
Чистая рентабельность	21.9%	11.0%	10.8 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	714	622	14.8%
Чистый операцион. ден. поток*	684	469	45.8%
CAPEX (включая лицензии)	358	447	-19.9%
Свободный денежный поток	326	22	x14.8
млн долл.	1П15	2014	%г
Активы	6 896	6 321	9.1%
в т.ч. ден. ср-ва и депозиты	673	377	78.6%
Долг	3 126	3 058	2.2%
доля краткосрочного долга	34.2%	27.5%	6.7 пп
Чистый долг	2 453	2 681	-8.5%
Капитал	2 647	2 197	20.5%
CAPEX+M&A	376	1 310	-
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.7x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.5x	0.9x	-
Долг/EBITDA LTM	2.0x	2.0x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.6x	1.8x	-
Долг/Капитал	1.2x	1.4x	-

*за вычетом процентных платежей

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

госбумаг, сократив премию к кривой UST примерно на 30 бп. Бумага торгуется сейчас со спрэдом 420-430 бп к UST, то есть на уровне немного более длинного PHORRU'18, что, на наш взгляд, делает выпуск последнего более привлекательной покупкой. В то же время, инвесторы с более высокой толерантностью к риску могут рассмотреть испытывающего операционные проблемы Уралкалия (BB+/Ba1/BB+), евробонд которого торгуется с хорошей премией около 90 бп к выпуску ЕвроХима. Длинные рублевые бумаги компании (ЕвроХим 02) торгуется со спрэдом около 140 бп к кривой ОФЗ, что соответствует уровню других корпоративных эмитентов этой рейтинговой группы.

Первичный рынок

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
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	---------------------	------------------

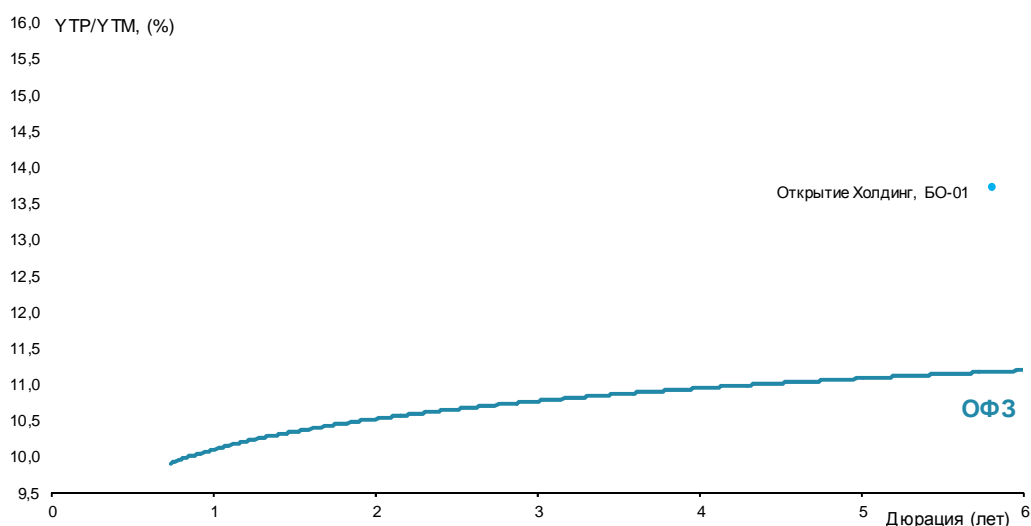
Открытие Холдинг, БО-01 NR нет 10 000 13.74 14.08.2015 18.08.2015 нет / 5.8 г нет / 10 лет

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
Локо-Банк, БО-05 (допвыпуск)	- / B2 / B+	да	1 000	1.0 / 100%	14.33-14.46	14.33	14.08.2015	нет / 0.9 г
Внешпромбанк, БО-06 N2 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	1.0 / 100%	н/д	11.10	14.08.2015	нет / 0.6 г
Лента, БО-03	B+ / B1 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.57-13.10	12.79	06.08.2015	нет / 2.22 г
Открытие Холдинг, БО-05	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	12.89	06.08.2015	нет / 1 г
Разгуляй-Маркет, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	11.62	06.08.2015	нет / 1 г
Камаз, БО-12	- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.56	06.08.2015	нет / 7.57 г
ГТЛК, БО-01 (допвыпуск)	B+ / - / -	да	6 250	н/д / 100%	15.61-16.41	16.04	04.08.2015	да / 1.58 г
ВЭБ-Лизинг, 001-P01	BB+ / - / BBB-	да	200 млн. USD	1.5 / 100%	5.32-5.83	5.58	30.07.2015	нет / 1.45 г
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	1 000	н/д / 100%	н/д	14.45	28.07.2015	нет / 0.9 г
Регион-Инвест, БО-01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	14.22	28.07.2015	нет / 0.5 г
Банк ДельтаКредит, БО-25	- / Ba2 / BBB-	да	6 000	1.5 / 100%	12.36-12.63	12.47	28.07.2015	нет / 2.6 г
ВЭБ-Лизинг, 01 (вторичное)	BB+ / - / BBB-	да	4 670	н/д / 100%	12.72-12.88	12.81	23.07.2015	нет / 1.37 г
НДК, 01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	15.56	23.07.2015	нет / 1.39 г
Магнит, БО-10	BB+ / - / -	да	10 000	1.1 / 100%	11.94-12.20	11.94	22.07.2015	нет / 1 г
Ленэнерго, БО-05	- / Ba2 / -	да	4 000	н/д / 100%	13.42	13.42	22.07.2015	нет / 1.41 г
Внешэкономбанк, БО-01 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	281	н/д / 100%	не более 12.33	12.25	21.07.2015	нет / 1 г
Полюс Золото, БО-01	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.42 г
Полюс Золото, БО-02	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.42 г
Полюс Золото, БО-03	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.42 г
Банк Пересвет, БО-03	B+ / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.75	16.07.2015	нет / 1 г
Транснефть, БО-04	BB+ / Ba1 / -	да	10 000	0.6 / 59%	н/д	11.83	16.07.2015	нет / 1.42 г
Внешэкономбанк, БО-03	BB+ / Ba1 / BBB-	да	10 000	0.5 / 50%	н/д	12.33	14.07.2015	нет / 1.39 г
Регион Капитал, БО-04	NR	нет	2 000	н/д / 100%	14.49-15.56	15.03	14.07.2015	нет / 1.4 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		bondsales@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	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@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		ibcm@zenit.ru
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.