

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Наталья Толстошеина  
 n.tolstosheina@zenit.ru

 Дмитрий Чепрагин  
 d.chepragin@zenit.ru

#### ЕвроХим (BB-/BB): слабые финансовые результаты за 2K16

На этой неделе крупнейший российский производитель минеральных удобрений, ЕвроХим, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2K16 год, которые отражают ухудшение финансового профиля компании. Во 2K16 выручка ЕвроХима сократилась на 10.8% г/г до 1 013 млн долл., EBITDA margin – на 8.1 пп до 19.9%. 2K16 компания завершила с отрицательным свободным денежным потоком, при этом отношение чистого ковенантного долга к EBITDA на конец 2K16 достигло 2.4х.

Основной причиной снижения выручки ЕвроХима во 2K16 г/г стала неблагоприятная ценовая конъюнктура на рынках минеральных удобрений и железорудного концентрата. Так, во 2K16 средние цены реализации аммиака, аммиачной селитры, карбамида, МАФ, КСІ в долларах снизились в пределах 19-30% г/г, железорудного концентрата – на 4% г/г. Снижение цен на продукцию компании в значительной степени было нивелировано за счет увеличения объема продаж продукции сторонних производителей в результате приобретения в 4K15 дистрибьютора минеральных удобрений BenTrei в США. Снижение долларовых цен на продукцию ЕвроХима стало основной причиной уменьшения EBITDA компании во 2K16 на 36.5% г/г до 202 млн долл., EBITDA margin - на 8.1 пп г/г до 19.9%. Следует отметить, что EBITDA margin во 2K16 также заметно снизилась по сравнению с 1K16 (30.6%), что также было обусловлено ухудшением ценовой конъюнктуры на рынках минеральных удобрений, а также укреплением курса рубля к доллару. По итогам 2016 г. менеджмент ЕвроХима ожидает снижения EBITDA по сравнению с 2015 г. на 25-30%.

Во 2K16 операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале сократился на 50.1% г/г до 160 млн долл., в то время как расходы компании на CAPEX, напротив, выросли на 58.2% г/г до 341 млн долл. В результате, 2K16 ЕвроХим завершил с отрицательным свободным денежным потоком в размере 149 млн долл., в то время как во 2K15 он находился в области положительных значений (67 млн долл.). Кроме того, во 2K16 компания предоставила займы на сумму 83.6 млн долл. Дефицит средств ЕвроХим финансировал за счет расширения кредитного плеча: совокупный долг компании вырос с 3 837 млн долл. на 31.03.2016 до 4 106 млн долл. 30.06.2016, чистый ковенантный долг (без учета проектного финансирования) – с 3 157 млн долл. до 3 335 млн долл. Отношение чистого ковенантного долга к EBITDA выросло с 2.1х на начало 2K16 до 2.4х на конец 2K16, но при этом осталось ниже предусмотренных условиями кредитных соглашений ковенант.

На конец 2K16 краткосрочный долг компании составил 815.5 млн долл., его доля в структуре долга – 19.9%. Риски рефинансирования краткосрочного долга компании мы оцениваем как умеренные: остаток денежных средств на счетах и краткосрочные депозиты (327 млн долл.) вместе с невыбранными кредитными линиями являются достаточными для единовременного погашения более 70% краткосрочного долга.

По данным компании, в течение ближайших 6-8 мес. ЕвроХим планирует сократить чистый ковенантный долг до уровня ниже 3 млрд долл. за счет привлечения акционерного капитала и оптимизации чистого оборотного капитала и расходов на CAPEX.

В целом, несмотря на ухудшение финансовых показателей ЕвроХима по итогам 2K16, в ближайшей перспективе мы не ожидаем снижения рейтингов компании,

#### Ключевые финансовые показатели ЕвроХима по МСФО за 2K16

млн долл.	2K16	2K15	%
Выручка	1 013	1 135	-10.8%
ЕВІТDА	202	318	-36.5%
Операционная прибыль	133	251	-47.2%
Чистая прибыль/(убыток)	115	179	-35.9%
Рентабельность по EBITDA	19.9%	28.0%	-8,1 пп
Операционная рентабельность	13.1%	22.1%	-9,0 пп
Чистая рентабельность	11.3%	15.8%	-4,4 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	160	321	-50.1%
Чистый операцион. ден. поток*	193	283	-31.9%
CAPEX (включая лицензии)	341	216	58.2%
Свободный денежный поток	-149	67	

млн долл.	1П16	2015	%
Активы	7 442	6 287	18.4%
в т.ч. ден. ср-ва и депозиты	327	339	-3.4%
Долг	4 106	3 765	9.0%
доля краткосрочного долга	19.9%	27.5%	-7,6 пп
Чистый долг	3 778	3 426	10.3%
Капитал	2 490	1 606	55.0%
CAPEX/EBITDA	1,0x	0,6x	-
Долг/EBITDA LTM	3,0x	2,4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,7x	2,2x	-
Долг/Капитал	1,6x	2,3x	-

\*за вычетом процентных платежей

Источник: Отчетность Компании,  
Банка ЗЕНИТ

расчеты

учитывая сохранение достаточно высокой рентабельности бизнеса (EBITDA margin – 25.8% по итогам 1П16), приемлемого уровня долговой нагрузки, а также планы по сокращению чистого ковенантного долга в краткосрочной перспективе.

Единственный евробонд компании, EUCHEM'17, на наш взгляд, смотрится дорого на фоне более длинного RHOORU'18, предлагая к нему чуть более 20 бп. премии. Из рублевых бумаг можно выделить наиболее ликвидный Еврохим серии 001P-01, который может быть интересен в контексте ожиданий относительно смягчения ДКП ЦБ РФ. В тоже время, предлагаем обратить внимание на недавние и текущие размещения, где эмитенты с более высокими кредитными рейтингами предоставляли схожий уровень доходности.

## Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, %	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/ Погашение
Русфинанс Банк, БО-001P-01	BBB- / Ba2 / BB+	да	4 000	10.25	05.08.2016	12.08.2016	нет / 1.86 г	2 г / 10 лет
РСГ-Финанс, БО-06	B- / - / -	нет	3 000	15.03-15.56	23.08.2016	25.08.2016	нет / 1.39 г	1.5 г / 3 г

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

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
Альфа-Банк, БО-16	BB / Ba2 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.15-10.36	9.99	11.08.2016	нет / 1.86 г
Транснефть, БО-001P-03	BB+ / Va1 / -	да	10 000	2.5 / 100%	9.88-10.09	9.67	11.08.2016	нет / 5.26 г
Мостотрест, 08	- / Va3 / -	да	5 000	3.2 / 100%	11.83-12.10	11.46	10.08.2016	нет / 3.96 г
Совкомбанк, БО-07	B / - / B+	да	7 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.26	05.08.2016	нет / 1 г
ГК ПИК, БО-07	B / - / -	да	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	05.08.2016	нет / 2.58 г
СИБУР Холдинг, 11	- / Va1 / BB+	да	10 000	н/д / 100%	9.90-10.11	9.88	03.08.2016	нет / 2.67 г
МОЭСК, БО-6	BB- / Va2 / BB+	да	5 000	3 / 100%	10.04-10.25	9.88	28.07.2016	нет / 3.4 г
РСГ Недвижимость, БО-П05	B+ / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	12.89	28.07.2016	нет / 1 г
ВЭБ, ПБО-001P-04	BB+ / Va1 / BBB-	да	20 000	1.75 / 100%	10.78-11.04	10.41	26.07.2016	нет / 2.65 г
Банк ДельтаКредит, БО-26	- / Va2 / BBB-	да	7 000	3 / 100%	10.88-11.09	10.57	21.07.2016	нет / 2.64 г
Мостотрест, 07	- / Va3 / -	да	10 000	3.4 / 100%	12.63-12.89	11.83	19.07.2016	нет / 2.61 г
Фольксваген банк Рус, 10	BB+ / - / BBB+	да	5 000	3 / 100%	10.25-10.46	10.2	12.07.2016	нет / 2.28 г
Транснефть, БО-001P-02	BB+ / Va1 / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	9.88	08.07.2016	нет / 5.24 г
ЭР-Телеком Холдинг, 001P-01	- / B2 / -	да	3 000	н/д / 100%	12.63-13.16	13.16	06.07.2016	нет / 2.58 г
Магнит, 001P-04	BB+ / - / -	да	10 000	н/д / 100%	10.25-10.51	10.25	05.07.2016	нет / 1.43 г
Рено-Ниссан банк, 01	- / - / BB+	да	5 000	2.6 / 100%	10.88-11.2	10.67	05.07.2016	нет / 1.85 г
ТрансФин-М, БО-27	B / - / -	да	2 600	н/д / 52%	н/д	13.42	04.07.2016	нет / 1 г
Тинькофф Банк, БО-07	- / B2 / B+	да	3 000	н/д / 60%	12.04-12.1	12.04	30.06.2016	нет / 1.41 г
РСГ-Финанс, БО-10	B- / - / -	да	1 000	н/д / 100%	14.76-15.3	15.03	24.06.2016	нет / 3.72 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>
<b>Управление продаж</b>		<a href="mailto:bondsales@zenit.ru">bondsales@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>		<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Акции	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
<b>Управление рынков долгового капитала</b>		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	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>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
<b>Департамент доверительного управления активами</b>		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	<a href="mailto:t.mukhametshin@zenit.ru">t.mukhametshin@zenit.ru</a>
	Иван Рыжиков	<a href="mailto:i.ryzhikov@zenit.ru">i.ryzhikov@zenit.ru</a>
Доверительное управление активами	Яков Петров	<a href="mailto:y.petrov@zenit.ru">y.petrov@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.