

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Наталия Толстошеина
 n.tolstosheina@zenit.ru

 Дмитрий Чепрагин
 d.chepragin@zenit.ru

ЕвроХим (ВВ-/ВВ): слабые финансовые результаты за 4К16

На этой неделе крупнейший российский производитель минеральных удобрений, ЕвроХим, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4К16 год, которые мы оцениваем как довольно слабые. В 4К16 выручка ЕвроХима осталась на уровне 4К15, в то время как EBITDA сократилась на 21.4% г/г, EBITDA margin – на 7.4 пп г/г до 26.9%. В 4К16 свободный денежный поток остался отрицательным, при этом отношение чистого ковенантного долга к EBITDA LTM на 31.12.2016 немного выросло к началу квартала и составило 2.88x.

В 4К16 выручка ЕвроХима составила 1 053 млн долл. (+0.3% г/г). Позитивное влияние на динамику выручки за 4К16 г/г оказало увеличение объема продаж азотных и фосфорных удобрений на 16% г/г, а также объема реализации и цен на железорудной концентрат. Данный эффект был практически полностью нивелирован снижением цен на удобрения в 4К16 г/г. Неблагоприятная ценовая конъюнктура на рынке удобрений стала основной причиной сокращения EBITDA в 4К16 на 21.4% г/г до 283 млн долл. и EBITDA margin на 7.4 пп г/г до 26.9%. В целом по итогам 2016 г. выручка ЕвроХима сократилась на 3.6% г/г до 4.4 млрд долл., EBITDA – на 30.3% г/г до 1.1 млрд долл., EBITDA margin – на 9.6 пп г/г до 25.1%.

В 4К16 расходы ЕвроХима на CAPEX увеличились на 18.8% г/г до 363 млн долл., в результате по итогам 2016 г. расходы на CAPEX составили 1.3 млрд долл. Вследствие реализации масштабной инвестиционной программы 4К16 компания завершила с отрицательным свободным денежным потоком в размере 144 млн долл. В то же время, в 4К16 в результате осуществления взноса акционера в капитал ЕвроХима в форме бессрочного займа на сумму 250 млн долл. и поступления 82.9 млн долл. от продажи доли в ПАО «Мурманский морской торговый порт» чистый долг ЕвроХима сократился на конец 4К16 к началу квартала на 108 млн долл. до 3.8 млрд долл. По состоянию на 31.12.2016 общая сумма ковенантного долга составила 3.53 млрд долл., чистый ковенантный долг - 3.2 млрд долл., его отношение к EBITDA LTM - 2.88x (против 2.78x на начало 4К16), что находится ниже предусмотренных условиями кредитных соглашений ковенант.

Кредитный портфель ЕвроХима на конец 4К16 отличался значительным размером краткосрочного долга, составившим 1.4 млрд долл. В то же время, риски его рефинансирования являются умеренными, учитывая наличие остатка денежных средств на счетах на 31.12.2016 на сумму 286 млн долл., невыбранных подтвержденных кредитных линий на 496 млн долл., а также соглашение с акционером о предоставлении финансирования на сумму до 1.5 млрд долл. (из данной суммы на конец 4К16 выбрано 250 млн долл.).

По нашему мнению, опубликованные финансовые результаты являются нейтральными для рейтингов компании, учитывая сохранение достаточно высокой рентабельности бизнеса, соблюдение финансовых ковенант и соглашение с акционером о предоставлении бессрочного займа.

Валютные бумаги ЕвроХима выглядят перекупленными, особенно на фоне опубликованных данных и еврообондов эмитентов с более высоким кредитным качеством. Так EUCHEM'17 торгуется на уровне ROSNRM'17, а более длинный EUCHEM'20 предлагает к аналогичным по срокам погашения бумагам компаний с инвестиционным рейтингом премию в размере 30-40 бп., которая, на наш взгляд, является недостаточной. Лучшей альтернативой для открытия длинных позиций может выступить выпуск METINR'20, предлагающий к еврообондам эмитента надбавку в размере 10 бп. На локальном рынке долговые инструменты не

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима по МСФО за 4К16

млн долл.	4К16	4К15	%%
Выручка	1 053	1 050	0.3%
EBITDA	283	360	-21.4%
Операционная прибыль	198	293	-32.3%
Чистая прибыль/(убыток)	149	135	10.5%
Рентабельность по EBITDA	26.9%	34.3%	-7.4 пп
Операционная рентабельность	18.8%	27.9%	-9.1 пп
Чистая рентабельность	14.1%	12.8%	1.3 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	244	202	21.2%
Чистый операцион. ден. поток*	219	-17	-
CAPEX (включая лицензии)	363	306	18.8%
Свободный денежный поток	-144	-323	-

млн долл.	2016	2015	%%
Активы	8 337	6 287	32.6%
в т.ч. ден. ср-ва и депозиты	286	339	-15.6%
Долг	4 103	3 765	9.0%
доля краткосрочного долга	34.1%	27.5%	6.6 пп
Чистый долг	3 817	3 426	11.4%
Капитал	3 219	1 606	100.4%
CAPEX/EBITDA	1,2x	0,6x	-
Долг/EBITDA LTM	3,7x	2,4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	3,5x	2,2x	-
Долг/Капитал	1,3x	2,3x	-

*за вычетом процентных платежей

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

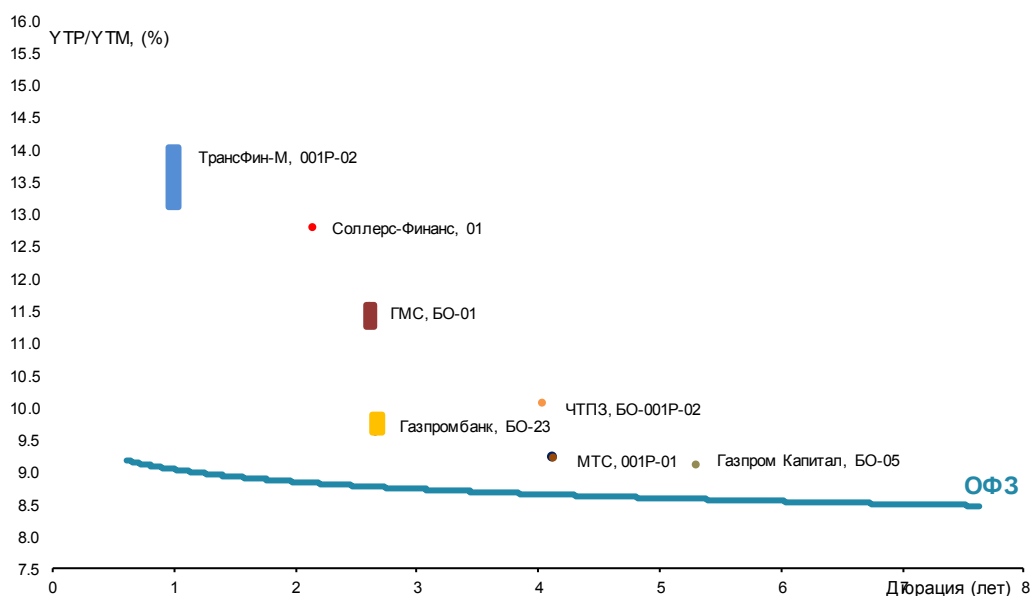
представляют особые идеи, что обусловлено низкой ликвидностью бумаг, а также несоизмеримым уровнем доходности относительно кредитного качества компании (УТМ - 9.59%/ D – 1.95 г.). В этом контексте обращаем внимание инвесторов на рынок первичных размещений, где при схожем уровне доходности можно приобрести более качественный долг.

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
МТС, 001P-01	BB / - / BB-	да	10 000	9.20	02.02.2017	10.02.2017	нет / 4.13 г	нет / 5 лет
Соллерс-Финанс, 01	- / - / B+	да	2 000	12.82	первая декада февраля	первая декада февраля	да / 2.13 г	нет / 5 лет
Газпром Капитал, БО-05	BB+ / Ba1 / BBB-	да	15 000	9.10	09.02.2017	15.02.2017	нет / 5.06 г	7 лет / 10 лет
ЧТПЗ, БО-001P-02	- / Ba3 / BB-	да	5 000	10.09	08.02.2017	16.02.2017	нет / 4.03 г	нет / 5 лет
ГМС, БО-01	- / - / B+	да	3 000	11.30-11.57	первая половина февраля	первая половина февраля	нет / 2.62 г	3 г / 10 лет
ТрансФин-М, 001P-02	B / - / -	нет	5 000	13.16-13.96	первая половина февраля	первая половина февраля	нет / 1 г	1 г / 10 лет
Газпромбанк, БО-23	BB+ / Ba2 / BB+	да	5 000	9.62-9.83	15.02.2017	20.02.2017	нет / 2.67 г	нет / 3 г

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/ Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
ГТЛК, 001P-03	BB- / Ba2 / BB-	да	10 000	2.5 / 100%	11.90-12.22	11.46	09.02.2017	нет / 5.29 г
Трансмашхолдинг, ПБО-01	- / - / BB-	да	10 000	4 / 100%	10.72-10.93	10.20	07.02.2017	нет / 2.64 г
Транснефть, БО-001P-05	- / Ba1 / BB+	да	15 000	н/д / 100%	9.41-9.62	9.46	03.02.2017	нет / 5.29 г
Бинбанк, БО-07 (допвыпуск N1, 2, 3 и 5)	B / - / -	нет	5 000	н/д / 100%	13.57-13.27	13.57	31.01.2017	нет / 1 г
Башнефть, 001P-03R	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	9.62	30.01.2017	нет / 5.27 г
Альфа-банк, БО-18	BB / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	9.73-9.94	9.67	23.01.2017	нет / 2.67 г
Внешэкономбанк, ПБО-001P-05	BB+ / Ba1 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.00	12.01.2017	нет / 4.06 г
Роснефть, 001P-03	BB+ / Ba1 / -	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.73	29.12.2016	нет / 6.66 г
ЧТПЗ, БО-001P-01	- / Ba3 / BB-	да	5 000	3 / 100%	11.04-11.30	11.04	29.12.2016	нет / 3.35 г
Комкор, П01-БО-01	- / B2 / -	нет	3 500	н/д / 100%	13.43-13.96	13.69	29.12.2016	нет / 1.81 г
Лидер-инвест, БО-П01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	13.96-14.49	13.96	27.12.2016	нет / 1.40 г
АИЖК, БО-05	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	4 / 100%	9.63-9.68	9.68	23.12.2016	нет / 2.65 г
Роснефть, 001P-02	BB+ / Ba1 / -	да	30 000	н/д / 100%	н/д	9.61	23.12.2016	нет / 4.09 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	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru
Аналитическое управление		research@zenit.ru
	Акции	firesearch@zenit.ru
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	i.ryzhikov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Яков Петров	y.petrov@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.