



Утренний Express-О

18 апреля 2014 г.



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Фосагро (Бааз/BBB-/BB+): отчетность за 2013 г. по МСФО.



EDC (-/BB+/BB) опубликовала выборочные данные за 1 кв. 2014 г.

Фосагро (Бааз/BBB-/BB+): отчетность за 2013 г. по МСФО.

Ключевые финансовые показатели Фосагро снизились в 2013 г., что, впрочем, было ожидаемо в свете слабых цен на азотные и фосфорсодержащие удобрения, при этом компания смогла нарастить отгрузку продукции. Отметим, что помимо низких цен на удобрения давление на прибыльность бизнеса в 2013 г. оказало повышение тарифов на газ и электричество, а также расходы на реструктуризацию бизнеса и оптимизацию численности штата. На чистой прибыли также отразились нереализованные убытки от курсовых разниц. Долговая нагрузка Фосагро по итогам 2013 г. выросла, в том числе после размещения евробонда на 500 млн долл., деньги от которого пошли на выкуп миноритарных долей и консолидацию 100% в ОАО «Апатит». Впрочем, кредитные метрики были умеренными, также как и риски рефинансирования. Учитывая значительный размер инвестиций на 2014 г., выплату дивидендов за 2013 г., а также планы консолидации долей Фосагро-Череповец, у Фосагро присутствуют риски дальнейшего роста уровня долга в 2014 г., что в купе со слабой отчетностью может оказать давление на евробонд PhosAgro-18.

Фосагро представил ожидаемо слабую отчетность на фоне низких цен на удобрения...

Давление на прибыльность оказал рост тарифов на газ и электричество, расходы на оптимизацию персонала...

Чистая прибыль также сократилась из-за нереализованных убытков от курсовых разниц...

Долговая нагрузка выросла, но была на приемлемом уровне, также как и риски рефинансирования...

Комментарий. Вчера Фосагро представил отчетность за 2013 г. по МСФО. Ключевые финансовые показатели компании снизились, что впрочем, было ожидаемо в свете слабых цен на азотные и фосфорсодержащие удобрения (снижались на 17-18% к 2012 г.), при этом компания смогла нарастить отгрузку продукции – по азотным удобрениям на 15% до 1,3 млн тонн, а по фосфорсодержащим – на 10% до 4,7 млн тонн.

В итоге, выручка сократилась всего на 3% до 3,3 млрд долл. (г/г), в то время как EBITDA и чистая прибыль упали на 33% до 752 млн долл. и 66% до 269 млн долл. соответственно. Рентабельность EBITDA составила 22,9% («-10,3 п.п.»). Отметим, что помимо низких цен на удобрения давление на прибыльность бизнеса в 2013 г. оказало повышение тарифов на газ и электричество, а также разовые расходы на реструктуризацию бизнеса и оптимизацию численности персонала (выходные пособия и социальные отчисления). Отметим, что Фосагро планирует в 2014 г. также сократить штат на 23% до 17 тыс. в рамках оптимизации расходов, которое должно завершиться в июне. Кроме того, на чистой прибыли отразились нереализованные убытки от курсовых разниц.

Долговая нагрузка Фосагро по итогам 2013 г. выросла, в том числе после размещения евробонда на 500 млн долл., деньги от которого пошли на выкуп миноритарных долей и консолидацию 100% в ОАО «Апатит». Метрика Чистый долг/EBITDA в 2013 г. составила 1,8х против 0,8х в 2012 г. Короткий долг Фосагро покрывался на 68% денежными средствами на счетах, что говорит об умеренных рисках рефинансирования.

18 апреля 2014

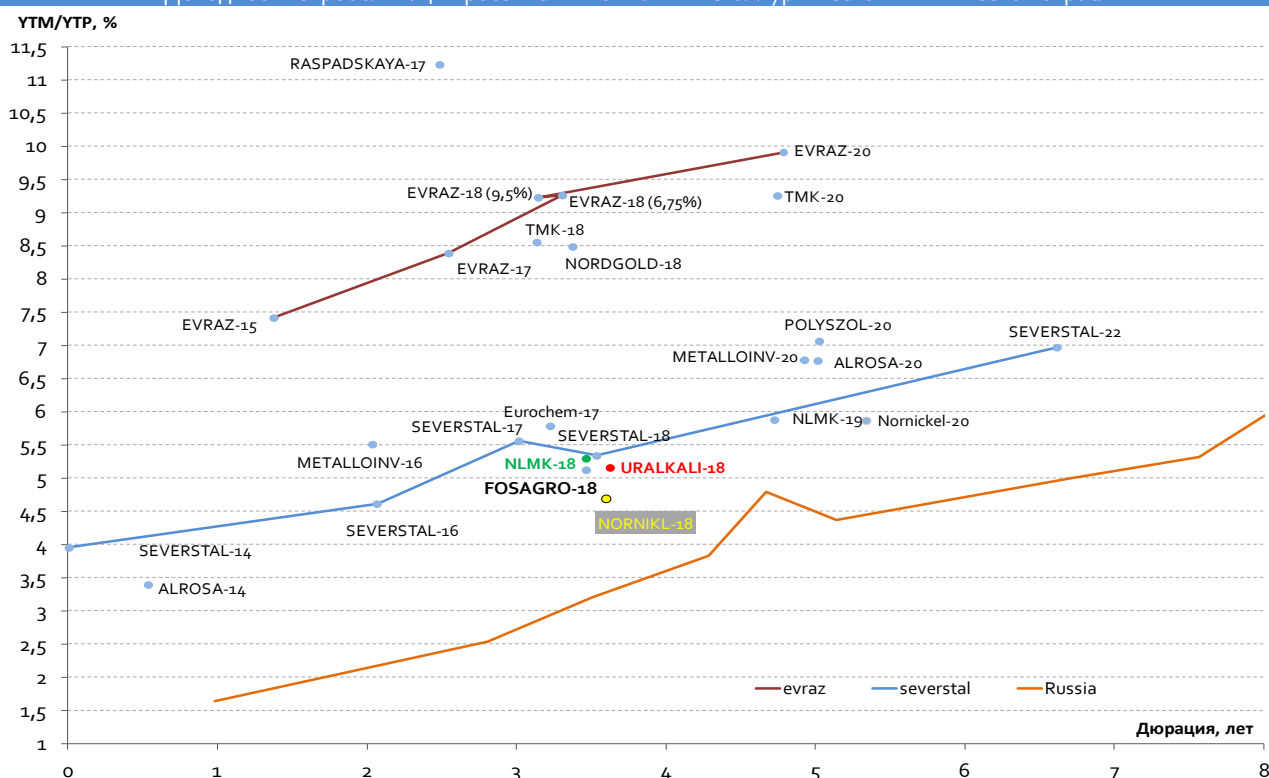
Значительные инвестиции, дивиденды и консолидация 100% Фосагро-Череповец могут привести к дальнейшему росту долга...

Слабая отчетность и возможный рост долга окажут давление на евробонд PhosAgro-18, но реакция будет сдержанной...

Отметим, что в 2014 г. вновь ожидается значительный размер инвестиций – свыше 510 млн долл., которые в том числе пойдут на строительство нового производства тройных удобрений на площадке «ФосАгро-Череповец». Кроме того, за 2013 г. Фосагро может выплатить дивиденды в размере свыше 125 млн долл. Также компания сообщила о консолидации миноритарных долей Фосагро-Череповец в 2014 г., под которую уже получены банковские гарантии на сумму 10,8 млрд руб. (более 300 млн долл.). Принимая во внимание все перечисленные планы на 2014 г., мы считаем, что долговая нагрузка Фосагро может продолжить рост, но в разумных пределах (метрика Чистый долг/EBITDA вряд ли выйдет за рамки 2,0-2,2х).

Скорее всего, данный факт вкупе со слабой отчетностью может оказать давление на котировки евробонда PhosAgro-18 /Baa3/BBB-/BB+/ (YTM 5,12%/3,47 г.). Впрочем, реакция в выпуске может быть сдержанной, учитывая текущую доходность – на уровне Uralkali-18 /Baa3/BBB-/BBB-/ (YTM 5,16%/3,63 г.), чей уровень долга выше. Кроме того, PhosAgro-18 уже проседала в цене (98,5 до 96,85%) в последние дни.

Доходности еврооблигаций российских компаний металлургической и химической отрасли



Ключевые финансовые показатели млн долл.	Фосагро (МСФО) Baa3/BBB-/BB+			Уралкалий (МСФО) Baa3/BBB-/BBB-			Акрон (МСФО) B1/-/B+			ЕвроХим (МСФО) -/BB/BB		
	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Выручка	3 387	3 283	-3,1	3 950	3 323	-15,9	2 288	2 128	-7,0	5 354	5 556	3,8
Операционный денежный поток	819	563	-31,3	1 753	1 238	-29,4	299	450	50,5	1 250	1 135	-9,2
EBITDA	1 123	752	-33,0	2 375	1 634	-31,2	641	482	-24,8	1 581	1 349	-14,7
EBITDA margin	33,2%	22,9%	-10,3 п.п.	60,1%	49,2%	-10,9 п.п.	28,0%	22,7%	-5,3 п.п.	29,5%	24,3%	-10,9 п.п.
Чистая прибыль	788	269	-65,9	1 597	666	-58,3	478	408	-14,7	1 047	385	-63,2
margin	23,3%	8,2%	-15,1 п.п.	40,4%	20,0%	-20,4 п.п.	20,9%	19,2%	-1,7 п.п.	19,6%	6,9%	-20,4 п.п.
Активы	3 807	3 857	1,3	14 291	12 660	-11,4	5 157	4 475	-13,2	7 811	8 015	2,6
Денежные средства и эквиваленты, депозиты	318	273	-14,2	1 523	930	-38,9	951	414	-56,5	629	580	-7,8
Долг	1 201	1 612	34,2	3 942	5 046	28,0	2 027	1 533	-24,3	3 258	3 312	1,7
краткосрочный	725	403	-44,3	1 122	1 464	30,4	770	839	9,0	224	256	14,1
долгосрочный	476	1 208	154,0	2 820	3 583	27,0	1 257	694	-44,8	3 034	3 056	0,7
Чистый долг	883	1 339	51,7	2 419	4 116	70,2	1 076	1 119	4,1	2 629	2 732	3,9
Долг/EBITDA	1,1	2,1		1,7	3,1		3,2	3,2		2,1	2,5	
Чистый долг/EBITDA	0,8	1,8		1,0	2,5		1,7	2,3		1,7	2,0	

Источники: данные компаний, PSB Research

Александр Полютов

18 апреля 2014

EDC (-/BB+/BB) опубликовала выборочные данные за 1 кв. 2014 г.

Выручка EDC в 1 кв. 2014 г. снизилась на 12% г/г до 697 млн долл., показатель долговой нагрузки немного повысился – до 0,44х с 0,36х по итогам минувшего года, что, скорее всего, окажет некоторое давление на евробонды EDC-18. Тем не менее, учитывая сохраняющийся неплохой кредитный профиль компании, мы полагаем, что выпуск предлагает привлекательную доходность.

Соотношение Чистый долг / EBITDA повысилось в 1 кв. 2014 г. до 0,44х с 0,36х по итогам 2013 г...

Несмотря на некоторое ослабление показателей, компания сохраняет неплохой кредитный профиль...

Мы ожидаем дальнейшего ухудшения финрезультатов EDC, что, однако, не должно поставить ее кредитный профиль под угрозу...

Выпуск EDC-18 предлагает привлекательную доходность для текущего рейтинга и кредитного профиля компании...

Комментарий. Eurasia Drilling Company представила выборочные неаудированные показатели своей деятельности за 1 кв. 2014 г., которые свидетельствуют о некотором ухудшении финансовых метрик компании. Так, выручка компании снизилась на 12% до 697 млн долл. с 789 млн долл. годом ранее, EBITDA сократилась на 27% до 131 млн долл. с 178 млн долл. Чистый долг увеличился на 29,7% до 437 млн долл. с 337 млн долл., но при этом показатель долговой нагрузки Чистый долг / EBITDA остался на довольно низком уровне – 0,44х против 0,41х годом ранее и против 0,36х по итогам 2013 г.

Стоит отметить, что по итогам 2013 г. EDC, как показали недавно опубликованные компанией данные, добилась весьма неплохих результатов: выручка увеличилась на 7,7% до 3,5 млрд долл., EBITDA – на 19% до 940 млн долл. При этом, несмотря на рост общего долга в минувшем году на 59,2% до 1114,5 млн долл., EBITDA позволяла покрыть большую его часть.

Некоторое ухудшение финансовых показателей в 1 кв. 2014 г. можно объяснить ослаблением рубля, в котором EDC, ведущая деятельность в основном в России, получает выручку. Кроме того, в 1 кв. текущего года компания была вынуждена переместить порядка одной трети своих установок, что отразилось в увеличении издержек.

Среди других факторов, которые, по нашему мнению, будут приводить к временному увеличению расходов и возможному росту долгов, можно выделить необходимость для EDC диверсификации своего портфеля. В конце февраля в СМИ появились сообщения о том, что Роснефть может отказаться от услуг EDC в связи с ее нежеланием пойти на уступки и предоставить государственной компании скидки в рамках действующих договоров. В 2013 г., по данным компании, доля Роснефти в портфеле EDC составляла 25%, Лукойла – 57%, Газпром нефти – 12%, других компаний – 6%. И итоги 1 кв. 2014 г. уже показали, что компания ведет работы в направлении диверсификации: доля Лукойла в портфеле заказов EDC увеличилась до 63%, Газпром нефти – 16%.

В связи с действующими контрактными обязательствами процесс диверсификации может растянуться для EDC на несколько лет, в течение которых мы можем ожидать увеличения долговой нагрузки компании, связанной не только с необходимостью переориентации портфеля заказов, но и поддержания капитализации компании. Так, в конце февраля EDC была вынуждена объявить о программе выкупа своих депозитарных расписок на общую сумму в 200 млн долл., в связи со стремительным падением их котировок с начала года. Однако, учитывая низкий уровень долга компании, мы не ожидаем существенного ухудшения кредитного профиля компании.

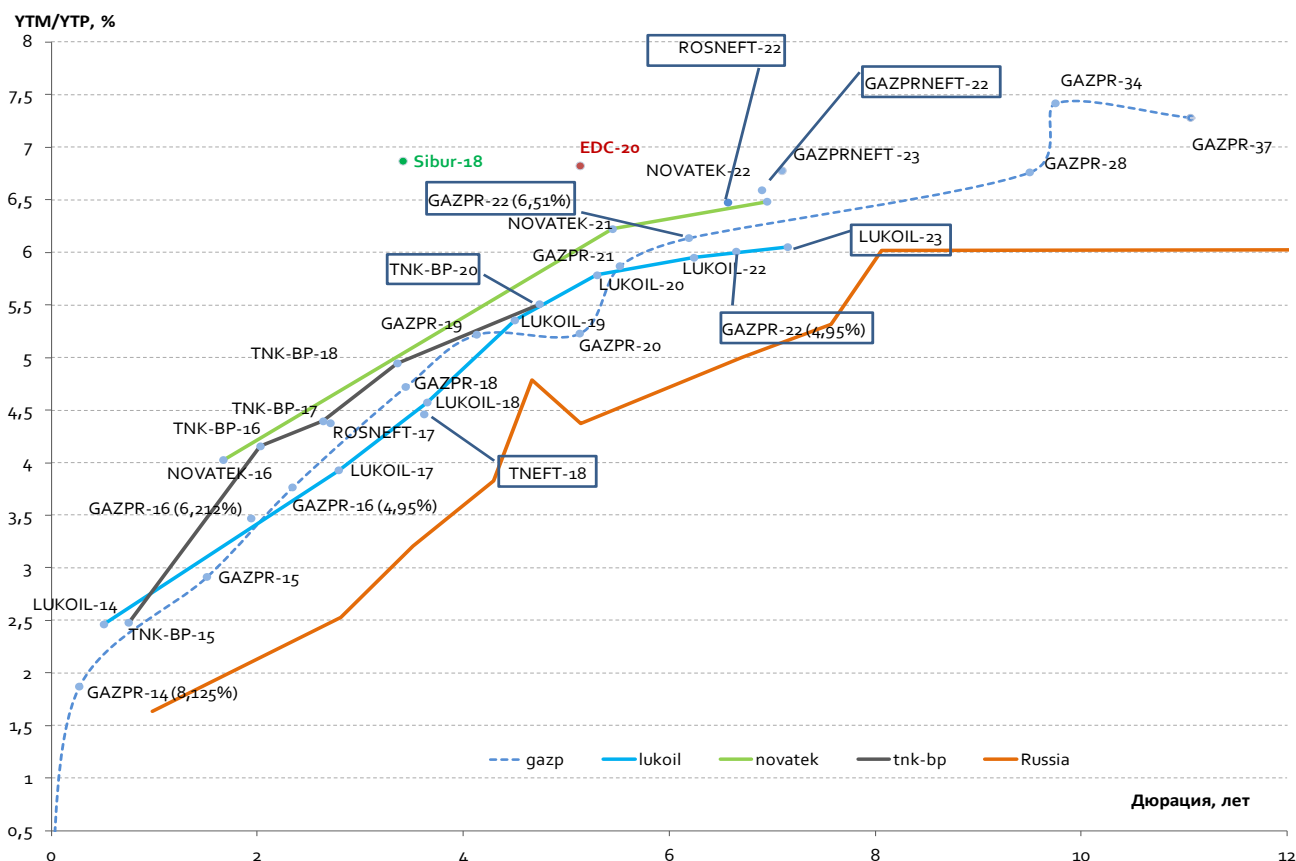
В настоящий момент евробонд EDC-18 предлагает одну из самых высоких доходностей в секторе – 6,83%, при этом премия в цене по отношению к LUKOIL-18 (Baa2/BBB/BBB) составляет порядка 500 б.п. и, по нашему мнению, является завышенной для разницы в рейтинге в две ступени. Бумаги EDC-18 (-/BB+/BB) могут быть интересными для долгосрочных вложений, но, по нашему мнению, более привлекательным в этом плане является выпуск Sibur-18 (Ba1/-/BB+), который при сопоставимых рейтингах и меньшей дюрацией предлагает более высокую доходность.

18 апреля 2014

Показатели Eurasia Drilling Company	По US GAAP			Неаудированные		
Финансовые показатели (млн долл.)	2012	2013	% изм.	1 кв. 2013	1 кв. 2014	% изм.
Выручка	3237,3	3487,9	7,7%	789	697	-11,7%
EBITDA (скорректированная)	790,0	940,0	19,0%	178,3	131,0	-26,5%
Чистая прибыль	382,0	432,1	13,1%	-	-	-
Прибыль от операционной деятельности	544,8	624,8	14,7%	-	-	-
маржа по EBITDA	24,4%	27,0%	2,5 п.п.	22,6%	18,8%	-3,8 п.п.
маржа по Чистой прибыли	11,8%	12,4%	0,6 п.п.	-	-	-
Капзатраты	620,0	507,7	-18,1%	79	83	5,1%
Поток денежн. средств от опер. деят-ти	592,5	751,1	26,8%	-	-	-
Поток денежн. средств от инвест. деят-ти	-617,9	-496,2	-19,7%	-	-	-
Чистый операц. денеж. поток	-25,5	254,8	-	-	-	-
Балансовые показатели (млн долл.)	2012	2013	% изм.	1 кв. 2013	1 кв. 2014	% изм.
Активы	3035,1	3721,7	22,6%	-	-	-
Денежные средства и эквиваленты	305,3	777,8	154,7%	-	-	-
Долг	699,9	1114,5	59,2%	-	-	-
краткосрочный	257,9	104,4	-59,5%	-	-	-
долгосрочный	442,0	1010,1	128,5%	-	-	-
Чистый долг	394,5	336,7	-14,7%	337	437	29,7%
Чистый долг/LTM EBITDA	0,50	0,36	-	0,41	0,44	-
Долг / LTM EBITDA	0,89	1,19	-	-	-	-

Источник: Данные компании, расчеты PSB Research

Доходности еврооблигаций российских нефтегазовых компаний



Алина Арбекова

18 апреля 2014

Контакты:**ОАО «Промсвязьбанк»****Управление исследований и аналитики**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**PSB Research**

Николай Кашеев Директор департамента	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739
Роман Османов Главный аналитик по глобальным рынкам	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706
Олег Шагов	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729
Елена Федоткова	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748
Вадим Паламарчук	PalamarchukVA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781
Александр Полюттов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754
Алина Арбекова	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4710

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Иван Хмелевский	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-9068
Анатолий Павленко	APavlenko@psbank.ru	+7 (495) 705-9069
Андрей Воложев	Volozhev@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Денис Семеновых	SemenovkhDD@psbank.ru	+7 (495) 705-9757
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56
Иван Заволоснов	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
Сурпин Александр	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-3924
Виктория Давитиашвили	davitashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Павел Науменко	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Миленин Сергей	Milenin@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21
Бараночников Александр	Baranoch@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21

18 апреля 2014

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.