



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


**ФосАгро (Ba1/BBB-/BB+): итоги 1 пол. 2015 г. по МСФО.**

**Металлоинвест (Ba2/BB/BB) отчитался за 1 пол. 2015 г. по МСФО.**

## ФосАгро (Ba1/BBB-/BB+): итоги 1 пол. 2015 г. по МСФО.

ФосАгро отчиталось за 1 пол. 2015 г. по МСФО, результаты превзошли ожидания рынка. В то время как выручка показала условный рост на 1% до 1,633 млрд долл., EBITDA выросла на 56% (г/г) до 723 млн долл., а EBITDA margin достигла 44,3% («+15,7 п.п.» г/г), чистая прибыль – в 2,1 раза до 482 млн долл. Хорошим показателем способствовала ценовая конъюнктура на рынке фосфорсодержащих удобрений (цены достаточно стабильны) и наращивание объемов реализации компанией, а также девальвация национальной валюты (обеспечила рост EBITDA margin). В целом ситуация на рынке удобрений остается благоприятной, а ослабление рубля продолжается. Это будет способствовать сохранению хороших результатов у ФосАгро во 2 полугодии. Долг компании на фоне роста прибыльности бизнеса заметно снизился – метрика Чистый долг/EBITDA составила комфортные 1,1х против 1,7х в 2014 г., при этом короткая часть долга полностью покрывалась запасом денежных средств. Сильные результаты ФосАгро удержат евробонды PhosAgro-18 (5,07%/2,32 г.) от чрезмерного снижения и позволят им чувствовать себя лучше рынка.

**ФосАгро итоги 1 пол. 2015 г. по МСФО...**

**Результаты превзошли консенсус-прогноз...**

**Выручка показала условный рост на 1%, но EBITDA выросла на 56%, EBITDA margin достигла 44% против 29% годом ранее...**

**Хорошим результатам способствовало резкое ослабление рубля, устойчивая ценовая конъюнктура на фосфорсодержащие удобрения и рост их продаж...**

**Комментарий.** Вчера ФосАгро отчиталось за 1 пол. 2015 г. по МСФО. Результаты несколько превзошли консенсус-прогноз. В то время как выручка за 6 мес. показала условный рост на 0,7% (г/г) до 1,633 млрд долл., EBITDA выросла на 56% (г/г) до 723 млн долл., а EBITDA margin достигла 44,3% («+15,7 п.п.» г/г), чистая прибыль прибавила в 2,1 раза до 482 млн долл.

Хорошим показателем ФосАгро способствовала ценовая конъюнктура на рынке фосфорсодержащих удобрений (цены достаточно стабильны) и наращивание объемов их реализации (на 14% г/г), в частности благодаря устойчивому спросу в Индии, а также резкая девальвация национальной валюты (обеспечила рост EBITDA margin за счет снижения расходных статей). В целом, по данным компании, ситуация на рынке удобрений остается благоприятной, а ослабление рубля продолжается. Это будет способствовать сохранению хороших результатов у ФосАгро во 2 полугодии.

Уровень долга ФосАгро на фоне роста прибыльности бизнеса и сокращения размера долга снизился – метрика Чистый долг/EBITDA составила комфортные 1,1х против 1,7х в 2014 г., при этом короткая часть долга (527 млн долл.) полностью покрывалась запасом денежных средств (533 млн долл.).

Отметим, что ФосАгро может выплатить промежуточные дивиденды на общую сумму 7,381 млрд руб. (или около 110 млн долл.), при этом в июле была одобрена выплата 6,216 млрд руб., то есть суммарно в 2015 г. получается около 13,6 млрд руб. В целом, у компании достаточно ресурсов для выплат акционерами и исполнения обязательств по долгу, в том числе учитывая значительный операционный денежный поток (в 1 пол. 2015 г. составил 566 млн долл.). Капитальные вложения в 1 пол. 2015 г. составили порядка 262 млн долл. против 532 млн долл. за весь 2014 г.

**Долговая нагрузка снизилась благодаря росту прибыльности – метрика Чистый долг/EBITDA составила 1,1х против 1,7х в 2014 г...**

**Риски рефинансирования долга были низкие, метрики в целом комфортные...**

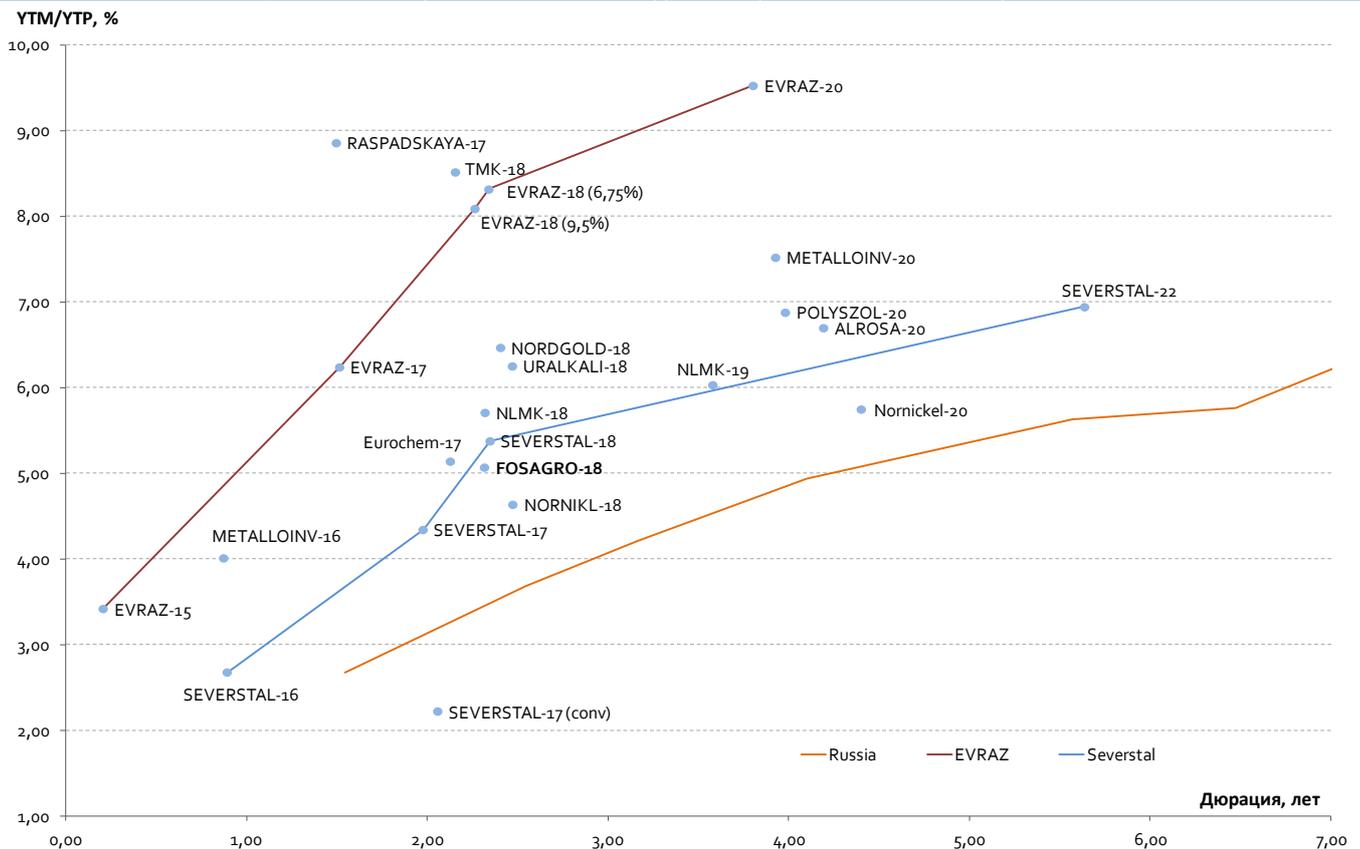
**Сильные результаты удержат евробонды PhosAgro-18 от чрезмерного снижения в неблагоприятной конъюнктуре...**

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Фосагро (Ва1/BBB-/BB+)			ЕвроХим (-/BB/BB)		
	1 пол. 2014	1 пол. 2015	Изм. %	1 пол. 2014	1 пол. 2015	Изм. %
Выручка	1 621	1 633	0,7	2 755	2 370	-14,0
Операционный денежный поток	382	566	48,1	469	684	45,8
EBITDA	464	723	55,8	726	779	7,3
EBITDA margin	28,6%	44,3%	15,7 п.п.	26,4%	32,9%	6,5 п.п.
Чистая прибыль	231	482	108,8	304	518	70,7
margin	14,2%	29,5%	15,3 п.п.	11,02%	21,9%	10,9 п.п.
	2014	1 пол. 2015	Изм. %	2014	1 пол. 2015	Изм. %
Активы	3 193	3 416	7,0	6 321	6 896	9,1
Денежные средства и эквиваленты	545	533	-2,3	377	688	82,5
Долг	2 201	1 944	-11,7	3 058	3 276	7,1
краткосрочный	548	527	-3,9	839	1 069	27,4
долгосрочный	1 653	1 417	-14,3	2 218	2 206	-0,5
Чистый долг	1 656	1 411	-14,8	2 681	2 588	-3,5
Долг/EBITDA	2,2	1,6		2,0	2,1	
Чистый долг/EBITDA	1,7	1,1		1,8	1,7	

Источники: данные компаний, PSB Research

Сильные результаты ФосАгро могли бы позитивно сказаться на котировках евробондов PhosAgro-18 (5,07%/2,32 г.), но в неблагоприятных условиях конъюнктуры рынков, отчетность скорее может только поддержать бумаги от чрезмерного снижения, что позволит им чувствовать себя лучше рынка.

Доходности еврооблигаций: Металлургия и горнодобывающий сектор, Химия



**Александр Полюттов**

## Металлоинвест (Ва2/ВВ/ВВ) отчитался за 1 пол. 2015 г. по МСФО.

Выручка и EBITDA Metalloinvest продолжили снижаться в 1 пол. 2015 г. – на 31% и 20% (г/г) соответственно на фоне негативной динамики мировых цен на железную руду, которая частично была компенсирована умеренным ростом производственных показателей. В то же время прибыльность бизнеса за 6 мес. 2015 г. выросла – EBITDA margin достигла 35,8% против 30,9% годом ранее. Здесь свой положительный вклад по-прежнему внес металлургический дивизион, который получил выгоду от низких цен на сырье, а также девальвация рубля, учитывая, что на экспорт пришлось порядка 60% продаж группы. Долг Metalloinvest остается умеренным – метрика Долг/EBITDA сохранилась на уровне 2,1х, при этом короткая часть долга полностью покрывалась запасом денежных средств на счетах. Кроме того, компания готовится к крупным выплатам во 2 пол. 2016 г., включая погашение евробонда на 750 млн долл. – имеются невыбранные кредитные линии, а в качестве дополнительного источника рассматриваются 3,2% акций Норникеля. Евробонд Metalloinvest-20 может оказаться под общим для российских евробондов давлением неблагоприятной конъюнктуры на сырьевых рынках.

**Металлоинвест представил отчетность за 1 пол. 2015 г. по МСФО...**

**У компании по-прежнему наблюдалось снижение показателей из-за падения мировых цен на железную руду...**

**При этом удалось добиться роста прибыльности бизнеса за счет вклада металлургического сегмента и эффекта девальвации рубля...**

**Выручка сократилась на 31% до 2,44 млрд долл., EBITDA margin осталась на уровне 35,8%...**

**Комментарий.** Вчера Metalloinvest представил финансовые результаты за 1 пол. 2015 г. по МСФО.

Выручка и EBITDA компании продолжили снижаться – на 31% и 20% (г/г) соответственно на фоне негативной динамики мировых цен на железную руду (индекс железной руды Platts (62% Fe, CFR Китай) в 1 пол. 2015 г. составил 60 долл./т против 111 долл./т в 1 пол. 2014 г.), которая частично была компенсирована умеренным ростом производственных показателей.

В то же время прибыльность бизнеса за 6 мес. 2015 г. выросла – EBITDA margin составила 35,8% против 30,9% годом ранее. Здесь свой положительный вклад по-прежнему внес металлургический дивизион (рост EBITDA за 6 мес. был на 129 млн долл., доля сегмента в EBITDA группы достигла 30%), который получил выгоду от низких цен на сырье, а также девальвация рубля, учитывая, что на экспорт пришлось порядка 60% продаж группы.

В целом, в сравнении с другими металлургами динамика финансовых показателей Metalloinvestа в 1 пол. 2015 г. выглядят несколько хуже из-за заметной доли горнорудного сегмента в бизнесе группы.

Во 2 полугодии финансовый профиль Metalloinvestа вероятно продолжит находиться под давлением низких мировых цен на железную руду, при этом фактор новой волны девальвации рубля поддержит прибыльность бизнеса компании.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Металлоинвест (Ва2/ВВ/ВВ)			ММК (Ва3/-/ВВ+)			НЛМК (Ва1/ВВ+/ВВВ-)			Северсталь (Ва1/ВВ+/ВВ+)		
	1 пол.14	1 пол.15	Изм. %	1 пол.14	1 пол.15	Изм. %	1 пол.14	1 пол.15	Изм. %	1 пол.14	1 пол.15	Изм. %
Выручка	3 533	2 438	-31,0	4 090	3 156	-22,8	5 446	4 356	-20,0	4 178	3 337	-20,1
Операционный денежный поток	771	621	-19,5	538	524	-2,6	1 019	860	-15,6	1 172	760	-35,1
EBITDA	1 093	872	-20,2	693	963	39,0	1 063	1 115	4,9	973	1 171	20,3
EBITDA margin	30,9%	35,8%	4,9 п.п.	16,9%	30,5%	13,6 п.п.	19,5%	25,6%	6,1 п.п.	23,3%	35,1%	11,8 п.п.
Чистая прибыль	549	517	-5,8	80	468	485,0	331	491	48,3	130	806	520,0
margin	15,5%	21,2%	5,7 п.п.	2,0%	14,8%	12,8 п.п.	6,1%	11,3%	5,2 п.п.	13,4%	24,2%	10,8 п.п.
	2014	1 пол.15	Изм. %	2014	1 пол.15	Изм. %	2014	1 пол.15	Изм. %	2014	1 пол.15	Изм. %
Активы	7 266	7 403	1,9	7 857	7 933	1,0	10 406	10 689	2,7	7 553	7 437	-1,5
Денежные средства, депозиты	550	533	-3,1	549	680	23,9	1 102	1 320	19,8	1 897	1 552	-18,2
Долг	4 734	4 207	-11,1	2 585	2 336	-9,6	2 760	2 516	-8,8	3 429	2 907	-15,2
краткосрочный	644	413	-35,8	863	922	6,8	799	578	-27,7	774	474	-38,8
долгосрочный	4 091	3 794	-7,2	1 722	1 414	-17,9	1 962	1 939	-1,2	2 654	2 433	-8,3
Чистый долг	4 185	3 675	-12,2	2 036	1 656	-18,7	1 658	1 196	-27,9	1 532	1 355	-11,6
Долг/EBITDA	2,4	2,4		1,6	1,2		1,2	1,0		1,6	1,2	
Чистый долг/EBITDA	2,1	2,1		1,3	0,9		0,7	0,5		0,7	0,6	

Источники: данные компаний, PSB Research

**Долговая нагрузка остается умеренной – Чистый долг/EBITDA составила 2,1х...**

Долг Metalloinvestа остается умеренным – метрика Долг/EBITDA сохранилась на уровне 2,1х (как и по итогам 2014 г.), при этом короткая часть долга (0,4 млрд долл.) полностью покрывалась запасом денежных средств на счетах (0,5 млрд долл.), также у компании имелись невыбранные кредитные линии (на 0,7 млрд долл.).

Кроме того, Metalloinvest предпринимает шаги для сглаживания пика крупных

**Компания в целом подготовилась к пику выплат долга в 2016 г. на 1,3 млрд долл...**

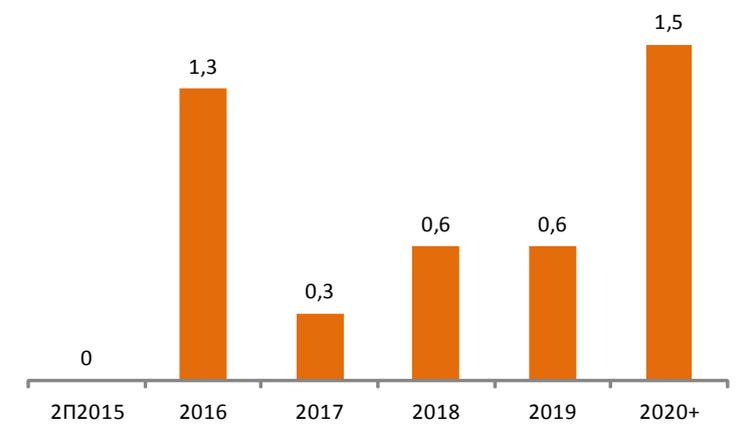
**Евробонд Metalloinvest-20 будет находиться под общим давлением неблагоприятной конъюнктуры...**

выплатам в 2016 г. (приходится порядка 1,3 млрд долл.). В частности, в июле компания договорился с Рабобанком о переносе сроков погашения кредита на 131 млн долл. с июля 2015 - октябрь 2016 г. на апрель 2017 - октябрь 2018 гг. Также Металлоинвест в июле подписал соглашение с клубом международных банков о предэкспортное финансирование («РХФ») на общую сумму 750 млн долл. (5-летний транш на 600 млн долл. (с 2-летним льготным периодом), 7-летний – на 150 млн долл. (с 5-летним льготным периодом)).

В качестве дополнительного источника погашения долга компанией рассматриваются 3,2% акций Норникеля, которые оценивались в 0,8 млрд долл. по состоянию на конец июня 2015 г. В результате, у Металлоинвеста имеются возможности и финансовые ресурсы подготовиться к погашению в июле 2016 г. еврооблигации Metalloinvest-16 на 750 млн долл.

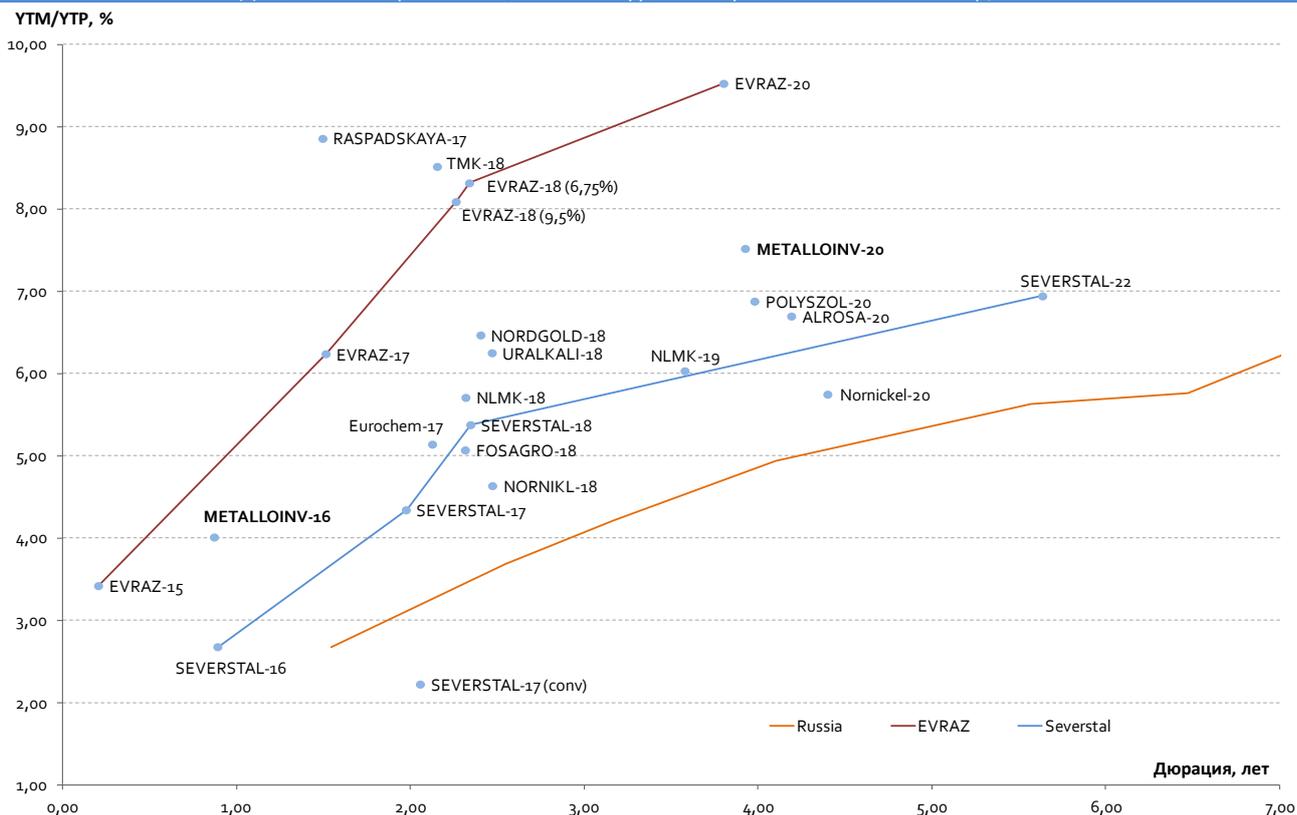
Что касается евробонда Metalloinvest-20 (YTM 7,52%/3,93 г.), то выпуск может оказаться под общим для российских евробондов давлением неблагоприятной конъюнктуры на сырьевых рынках.

График погашения долга Металлоинвеста, млрд долл.



Источники: данные компании, PSB Research

Доходности еврооблигаций: Металлургия и горнодобывающий сектор, Химия



## Контакты:

ПАО «Промсвязьбанк»  
PSB Research

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 по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

**Евгений Локтюхов**

**Илья Фролов**

**Екатерина Крылова**

**Игорь Нуждин**

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

**Дмитрий Монастыршин**

**Дмитрий Грицкевич**

**Алексей Егоров**

**Александр Полютов**

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

**Пётр Федосенко**

**Ольга Целинина**

**Дмитрий Иванов**

**Константин Квашнин**

**Собаев Руслан**

**Евгений Жариков**

**Борис Холжигитов**

**Устинов Максим**

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

Ivanovdv@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

sibaevrd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

KholzigitovBS@psbank.ru

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-33-12

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

+7 (495) 411-5130

#### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

**Андрей Скабелин**

**Александр Сурпин**

**Виктория Давитиашвили**

Skabelin@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

#### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

**Алексей Кулаков**

**Михаил Маркин**

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

**Павел Науменко**

**Сергей Устиков**

**Александр Орехов**

**Игорь Федосенко**

**Виталий Туруло**

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2015 ПАО «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 ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «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. ПАО «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. ПАО «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.