

## Пульс рынка

- **Макростатистика по Китаю приостановила снижение рынков.** Неожиданно позитивными вышли данные по промышленному сектору страны: предварительное значение PMI за август на уровне 50,1 оказалось выше консенсус-прогноза (48,2), свидетельствуя о позитивной динамике в промышленности. Также быстрый темп роста продемонстрировали прямые иностранные инвестиции (+24% г./г. против ожидавшихся +14% г./г.). На этом фоне произошел рост американских индексов акций на 1% и небольшой откат доходностей 10-летних UST от локальных максимумов (до YTM 2,89%). Очередная порция данных по США (PMI, опережающие индикаторы, число заявок на пособия по безработице) подтвердила устойчивый темп восстановления экономики, предполагающий целесообразность сворачивания монетарных стимулов.
- **За долгом за границу.** Вчера министр финансов А. Силуанов подтвердил планы по размещению во 2П 2013 г. евробондов общим объемом 7 млрд долл. По нашему мнению, Минфин имеет высокую потребность в новом долге, учитывая сильное отставание от плана заимствований на внутреннем рынке: в январе-июле чистое размещение госбумаг (ОФЗ и ГСО) составило всего 15,8 млрд руб. Столь низкий объем обусловлен, скорее всего, нежеланием министерства оказывать давление на рублевые ставки (премии на аукционах минимальны). В этой связи мы ожидаем, что в случае необходимости по новым евробондам Минфин может предоставить заметную премию к рынку, чтобы реализовать весь планируемый объем. Это обстоятельство может усилить давление на суверенные бонды РФ, которые в настоящий момент не полностью учитывают в ценах повышение доходностей базовых активов. Так, длинные Russia 42 котируются с YTM 5,7%, на уровне предыдущего локального максимума (24 июня), когда 10-летние UST находились около YTM 2,74%. Мы ожидаем повышения доходности Russia 42 еще как минимум на 10 б.п.
- **Приход Euroclear/Clearstream в корпоративный сегмент "повис в воздухе".** По словам представителя ФСФР (с 1 сентября полномочия регулятора финансовых рынков будут переданы ЦБ РФ), ни Euroclear, ни Clearstream не готовы открывать счета по корпоративным облигациям, пока не будет внесен ряд изменений в законодательство РФ, которые позволят международным депозитариям избежать санкций за невыполнение обязательств по раскрытию информации о владельцах ценных бумаг, в том числе по требованию самого эмитента (п. 11 ст. 8.4 Закона о рынке ценных бумаг). Как мы понимаем, раскрытие всей цепочки владельцев крайне затруднительно для международных депозитариев ввиду технической сложности, а главное, отсутствия четких юридических правил при определении конечного владельца. В соответствии с текущим законодательством это может повлечь запрет или ограничение (на срок до 6 месяцев) проведения всех или отдельных операций по счетам депо, а также применение повышенной налоговой ставки к суммам купона по корпоративным облигациям (30%). Очевидно, что иностранные депозитарии не хотят нести подобные риски. Но даже если Euroclear/Clearstream начнут операции с корпоративными облигациями, мы не ожидаем их ценового роста: рублевые евробонды неинвестиционной категории котируются с заметной премией к локальным аналогам (например, рублевый бонд VIP 18 имеет премию к локальным облигациям телекомов более 60 б.п.). Также низкий интерес нерезидентов к локальным облигациям обусловлен российской юрисдикцией (документация на русском языке по бумагам, имеющим корпоративный кредитный риск, является неприемлемой для многих иностранных инвесторов).
- **Распадская (-/B2/B+): дешевый уголь повысил долговую нагрузку.** Вчера были опубликованы ожидаемо слабые результаты за 1П 2013 г. по МСФО. Как мы и предполагали, на фоне падения цен на уголь (в среднем на 8,8% п./п.) EBITDA снизилась на 36% до 27 млн долл., а Чистый долг/LTM EBITDA возрос до 6,6х. На повышенные кредитные риски указывает и недостаточный размер операционного денежного потока до изменения в оборотном капитале (13 млн долл.) для покрытия процентных платежей (~16,7 млн долл.), при этом возможности Евраз (контролирующего акционера) оказать поддержку ограничены. С другой стороны, большая часть долга (72%), включая евробонд RASP 17, гасится не ранее чем через 2 года после отчетной даты, что несколько снижает краткосрочные риски рефинансирования. Мы не исключаем дальнейшего расширения спреда RASP 17-EVRAZ 17, который сейчас составляет 50 б.п.

## Темы выпуска

- **МКБ: вливание в капитал позволяет быстро расти**
- **Кокс: сокращение капвложений поддержит в сложный период**
- **Ростелеком: оптимизация затрат компенсирует отсутствие роста**
- **ФосАгро: борьба с сезонным спадом... продолжение следует...**

## МКБ: вливание в капитал позволяет быстро расти

Рост кредитования  
темпами  
опережающими  
прибыльностью...

... поддерживается  
планируемым  
увеличением капитала  
1-го уровня

МКБ (В+/В1/ВВ-), занимающий 17-е место среди российских банков по размеру активов, по данным Интерфакса на 1 июля 2013 г., опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2013 г., которые произвели на нас позитивное впечатление. Наиболее значительный прирост произошел в сегменте потребительского кредитования (+33% до 42,5 млрд руб.), что заметно опережает темпы роста 1 кв. (+10,5%). Корпоративный кредитный портфель вырос всего на 9,1% (до 196,8 млрд руб.) против 16% в предыдущем квартале. Тем не менее, в обоих сегментах по итогам 1П 2013 г. МКБ существенно опередил рынок (в рознице +31% против +13,7%; в корпоративном сегменте - +26,5% против +5,3%). Обратной стороной быстрого роста темпами, опережающими прибыльность (показатель ROAE, возврат на средний регулятивный капитал, составил всего 14% во 2 кв. 2013 г.) стало снижение достаточности капитала 1-го уровня (по МСФО с 13,4% в 2012 г. до 12,6%). По нашим оценкам, показатель Н1.1 по РСБУ на 1 августа 2013 г. составлял 7,79% (на 20 б.п. ниже, чем в начале года). МКБ планирует размещение доэмиссии акций, главным образом, за счет средств основного акционера, полученных от погашенного в августе субординированного долга в объеме 7 млрд руб. По оценкам менеджмента, это позволит повысить показатель Н1.1 до вполне комфортного уровня 8,5% (минимальная планка 5,5%). Размещение субординированных евробондов в этом году не планируется.

### Ключевые финансовые показатели МКБ

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Активы, в т.ч.	359 722	321 085	+12%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	262 697	234 116	+12%
розничные	65 899	53 780	+22%
корпоративные	196 798	180 336	+9%
NPL 90+/Кредитный портфель	1,1%	0,9%	+0,2 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	74 410	56 846	+31%
Депозиты и счета физических лиц	123 293	117 253	+5%
Депозиты и счета юридических лиц	79 111	66 400	+19%
Собственный капитал	43 034	41 026	+5%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	19,1%	15,4%	+3,7 п.п.
ROE	18,6%	17,4%	+1,2 п.п.
Чистая процентная маржа	5,2%	5,1%	+0,1 п.п.
в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	4 124	3 606	+14%
Чистый комиссионный доход	1 680	1 130	+49%
Чистая прибыль	2 080	1 745	+19%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Быстрый темп роста потребительских кредитов согласуется с ранее озвученными планами менеджмента по увеличению доли розницы в 2013 г. до 30% (во 2 кв. она составила 25,1%). Основную массу новых клиентов банк планирует привлекать, используя корпоративные каналы продаж (сотрудники обслуживаемых компаний, в том числе по зарплатным проектам), что, по нашему мнению, позволит удержать просрочку на низком уровне.

Качество кредитов  
остается под  
контролем

Во 2 кв. NPL 90+ увеличился в абсолютном выражении на 35% до 2,88 млрд руб., опередив темпы роста кредитования, при этом его доля в портфеле составила всего 1,1% (против 0,9% в 1 кв.). В 1П 2013 г. были списаны кредиты на сумму 647 млн руб., а кредиты, условия по которым были пересмотрены, составили 577 млн руб. Объем NPL 90+ даже в сумме со списанными и реструктурированными кредитами (эта сумма занимает в портфеле 1,6%) с запасом покрывается резервами (2,58%), что свидетельствует о низких кредитных рисках. Корпоративные кредиты почти на 100% обеспечены в основном недвижимостью, товарами в обороте, ценными бумагами, правами требований (по дебиторской задолженности). Кроме того, объем плохих кредитов выглядит невысоким (более чем в 4 раза ниже) в сравнении с чистой процентной маржой (5,2%).

Несмотря на негативную конъюнктуру рынка, убыток по ценным бумагам оказался незначительным

Банк продолжил сокращать позицию в ценных бумагах (по справедливой стоимости и удерживаемые для продажи), которая снизилась на 3 млрд руб. до 40,8 млрд руб., главным образом, за счет корпоративных облигаций с рейтингом от BBB- до BBB+. Порядка ~85% портфеля ценных бумаг включено в Ломбардный список ЦБ РФ, что свидетельствует о его высокой ликвидности. Кстати говоря, несмотря на негативную динамику долговых рынков, убыток от переоценки портфеля ценных бумаг составил всего 25,2 млн руб. во 2 кв., что покрывается прибылью за 1 кв. в объеме 186 млн руб.

Увеличение чистого процентного дохода (+14,4%) произошло пропорционально приросту кредитного портфеля, более быстрыми темпами вырос чистый комиссионный доход (+48,7%), в том числе за счет развития страхования по розничным кредитным продуктам. По оценкам менеджмента, экспансия в розницу позволит компенсировать сокращение процентного спреда в корпоративном сегменте, в результате чистая процентная маржа выше 5,5% не ожидается.

Кредитование финансируется в основном за счет выпуска облигаций

В 1П 2013 г. притока клиентских средств (+13,4 млрд руб.) оказалось недостаточно для финансирования кредитования (+54,7 млрд руб.), возникший дефицит был покрыт за счет размещения облигаций (+34 млрд руб.). Ликвидная позиция находится на комфортном уровне: 60% кредитов гасится в течение 12 месяцев, следующих за отчетной датой. Осенью этого года менеджмент планирует выйти на локальный рынок облигаций, по-видимому, для рефинансирования погашаемых ценных бумаг: в сентябре и октябре 2013 г. предстоит пройти оферту по двум выпускам номиналом 3 млрд руб. каждый.

Мы считаем, что пополнение капитала 1-го уровня снижает кредитный риск по субординированным бондам CRBKMO 18 (размещены по новым правилам с условием loss-absorption). Тем не менее, их текущий спред 225 б.п. к старшим бумагам эмитента нельзя назвать избыточным (поскольку премия к "суборду" HCFB 20 без условия loss-absorption составляет всего 100 б.п.). Рублевые облигации МКБ БО-3 предлагают YTM 9,2%@ апрель 2015 г. (=ОФЗ+ 300 б.п.), что мы считаем справедливым уровнем.

## Кокс: сокращение капвложений поддержит в сложный период

В целом слабые результаты за 1П 2013 г.

Группа Кокс (B-/B2/-), крупнейший независимый производитель и экспортер чугуна и товарного кокса в РФ, опубликовала в целом слабые финансовые показатели по МСФО за 1П 2013 г., отражающие неблагоприятную ценовую конъюнктуру на рынках металлургического сырья, а также рост долга в результате необходимости финансирования ключевых проектов (шахт Бутовская и им. Тихова). При этом мы отмечаем некоторое улучшение ключевых показателей 1П 2013 г. относительно "провального" 2П 2012 г. (ЕБИТДА: +8% п./п., рентабельность по ЕБИТДА: +1,7 п.п. п./п.).

Тем не менее, отметим повышение рисков рефинансирования: краткосрочный долг вырос вдвое - до 11,7 млрд руб. (в мае 2014 г. наступает срок погашения по Кокс, БО-2 номиналом 5 млрд руб.), при этом накопленные денежные средства на конец 1П 2013 г. составили всего 306 млн руб. Компания не исключает выход на рынок рублевых облигаций с новым выпуском.

### Ключевые финансовые показатели Группы Кокс

в млрд руб., если не указано иное	1П 2013	1П 2012	изм.	2П 2012	изм.
Выручка	21,0	23,5	-10%	22,2	-5%
Валовая прибыль	5,5	5,7	-3%	5,3	+4%
Валовая рентабельность	26,2%	24,2%	+2 п.п.	23,7%	+2,5 п.п.
ЕБИТДА	2,6	3,8	-31%	2,4	+8%
Рентабельность по ЕБИТДА	12,3%	16,0%	-3,7 п.п.	10,6%	+1,7 п.п.
Чистая прибыль	-0,8	9,0	-	1,1	-
Операционный денежный поток	3,0	6,1	-51%	1,0	+3,0x
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-4,0	-4,0	0%	-3,7	+8%
Капвложения	-3,8	-4,2	-9%	-4,5	-15%
Финансовый денежный поток	1,1	-1,0	-	2,3	-52%

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	30,5	27,2	+12%
Краткосрочный долг	11,7	5,8	+2,0x
Долгосрочный долг	18,9	21,3	-11%
Чистый долг	30,2	26,3	+15%
Чистый долг/ EBITDA LTM*	6,1x	4,3x	-

\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Выручка от продажи чугуна сокращалась на фоне снижения объемов и цен**

Производство чугуна в 1П 2013 г. сократилось на 4% г./г. до 1,06 млн т из-за временной остановки на ремонт печи №2 на Тулачермете, что, однако, происходило в низкий сезон и в период слабой ценовой конъюнктуры на сырьевых рынках. При снижении цен выручка от продажи чугуна сократилась всего на 6% г./г. до 13,4 млрд руб., что было достигнуто, в том числе, наращиванием производства более высокомаржинальных специальных марок чугуна (их доля выросла до 22% с 6% в 1П 2012 г.), а также вследствие закрытия ряда мощностей других производителей.

**Также компания сокращала объемы производства кокса из-за слабого спроса**

Объемы добычи коксующегося угля выросли на 8% г./г. за счет запуска шахты Бутовская в мае этого года, а также повышения добычи на шахте Романовская и участке Коксовый. При этом компания сократила производство кокса на 3% г./г. из-за падения цен вследствие слабого спроса, поскольку ряд мощностей российских компаний, закупающих сырье на рынке, были закрыты. В итоге выручка этого сегмента снизилась на 31% г./г. до 9,5 млрд руб.

**Снижение цен на сырье поддержало валовую прибыль...**

Валовая прибыль снижалась заметно медленнее выручки (-3% против -10%) за счет сокращения расходов на сырье и материалы на 14% г./г. (в том числе роста объемов добычи собственного угля), в итоге валовая рентабельность повысилась с 24% до 26%.

**... но было недостаточно для EBITDA, которая упала на 31% г./г., в том числе, за счет транспортных расходов**

Показатель EBITDA в 1П 2013 г., тем не менее, "просел" существенно - на 31% г./г., что стало следствием падения цен на все виды готовой продукции, а также роста транспортных расходов на 20% г./г. в результате индексации ж/д тарифов (частично это также связано и с организацией компанией транспортировки готовой продукции в РФ для некоторых трейдинговых компаний и затем включением этих расходов в контракты). Рентабельность по EBITDA снижалась по всем видам продукции компании: в сегменте "Руда и Чугун" она сократилась до 10% с 12% в 1П 2012 г., в сегменте "Кокс" - до 5% с 7%, в сегменте "Уголь" - до 16% с 19%.

**Менеджмент представил достаточно оптимистичные прогнозы на 2П 2013**

В ходе телеконференции менеджмент представил достаточно оптимистичные прогнозы на 2П 2013 г. В частности, в августе компания отмечает улучшение конъюнктуры на рынке чугуна в связи с сезонным формированием запасов. При этом результаты сегмента "Кокс", согласно ожиданиям менеджмента, останутся, по крайней мере, на том же уровне, что и в 1П 2013 г. за счет производства кокса с более высокими техническими характеристиками в результате ввода установки в Кемерово в конце 2012 г., а также возможности закупок качественного коксующегося угля по низким ценам.

Поддержку результатам, как мы полагаем, окажет запуск шахты Бутовская: по оценкам менеджмента, в 2013 г. на ней может быть добыто 500 тыс. т угля, или почти треть от объемов добычи 2012 г., в 2014 г. - 850 тыс. т, что окажет в среднесрочной перспективе поддержку финансовым показателям. По нашим оценкам, самообеспеченность углем увеличится до 91% в 2013 г. с текущих 69%, что позволит повысить рентабельность при прочих равных условиях. Запуск шахты им. Тихова пока запланирован на 2П 2014 г.

**Компания планирует снижение капзатрат в 1,5-2 раза во 2П 2013 г. п./п.**

Операционный денежный поток в 1П 2013 г. снизился на 51% г./г., составив 3 млрд руб., и его было недостаточно для финансирования капвложений в объеме 3,8 млрд руб. Во 2 полугодии, по данным компании, капзатраты могут упасть в 1,5-2 раза относительно уровня 1П 2013 г. в результате завершения ключевого проекта - шахты Бутовская.

Долг вырос на 12% из-за финансирования сарех, Чистый долг/ЕВITDA достигло 6,1x

Общий долг за 1П 2013 г. вырос на 12% до 30,5 млрд руб. за счет привлечения кредитов Сбербанка и Газпромбанка на строительство шахт Бутовская и Тихова. На фоне увеличения долга и заметного сокращения операционной прибыли из-за падения цен на конечную продукцию, долговая нагрузка (Чистый долг/ЕВITDA LTM) выросла до 6,1x с 4,3x на начало года. Уже после отчетной даты компания привлекла кредит от Газпромбанка на 4 млрд руб., который планируется направить на рефинансирование. По прогнозам менеджмента, общий размер долга на конец 2013 г. не превысит текущий показатель.

Конъюнктура металлургического рынка не способствует росту цен бумаг Кокса

Рублевые облигации БО-2 Кокс выглядят дорого, предлагая YTM 10,85% @ май 2014 г., лучшей альтернативой являются бумаги банковского сектора аналогичного кредитного рейтинга (например, двузначную доходность предлагают короткие облигации ТКС Банка). С начала весны еврооблигации Koks 16 существенно подешевели (их доходность выросла на 150 б.п. до YTM 10,3%), что отражает негативную рыночную конъюнктуру рынка чугуна и кокса. В сегменте высокодоходных евробондов мы отдаем предпочтение с точки зрения риска и доходности субординированному выпуску (без условия loss-absorption) TCS Bank 18 (YTM 10,5%).

## Ростелеком: оптимизация затрат компенсирует отсутствие роста

Нейтральные результаты

Ростелеком (BB+/-/BBB-) опубликовал нейтральные с точки зрения кредитного профиля финансовые показатели по МСФО за 2 кв. 2013 г.

### Ключевые финансовые показатели Ростелекома

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	2 кв. 2012	изм.
Выручка	77 030	76 387	+1%
ОIBDA	28 830	30 515	-5%
Рентабельность по ОIBDA	37,4%	39,9%	-2,5 п.п.
Операционная прибыль	12 782	15 022	-15%
Операционная рентабельность	16,6%	19,7%	-3,1 п.п.
Чистая прибыль	7 275	7 482	-3%
Операционный поток	23 914	19 773	+21%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-9 749	-20 108	-51%
Капвложения	-7 002	-21 432	-67%
Финансовый поток	-7 422	-4 121	+80%
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	197 155	211 449	-7%
Краткосрочный долг	46 411	55 319	-16%
Долгосрочный долг	150 744	156 130	-3%
Чистый долг	181 927	206 304	-12%
Чистый долг/ОIBDA LTM*	1,63x	1,82x	-

\*ОIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Слабые показатели P&L...

Выручка выросла всего на 0,8% г./г., поскольку традиционные драйверы роста – ШПД и платное ТВ – замедляются, и становится все труднее компенсировать за счет них снижение выручки от проводной голосовой связи. Также разочаровала динамика выручки мобильного сегмента (-5% г./г.), которую менеджмент объясняет отсутствием полноценного сервиса скоростной беспроводной передачи данных, поскольку запуск сетей 3G/LTE пока находится на ранней стадии. Выручка от инновационного сегмента облачных вычислений снизилась на 44% (0,5% от общей выручки), что в очередной раз свидетельствует о необходимости поиска новых «точек роста».

Рентабельность по OIBDA сократилась на 2,5 п.п. г./г. до 37,4% по причине инфляции затрат, связанных с персоналом (+3,4% г./г.), и расчетов с операторами связи вследствие роста интернет-трафика (+7,3% г./г.). Еще одной причиной стало неравномерное распределение компенсаций из Фонда Универсальных Услуг (фонд, формирующийся за счёт взносов всех операторов связи и расходуемый на компенсацию социально-значимых услуг, например, обслуживание таксофонов в сельской местности). В результате поступления по статье «прочие доходы» снизились на 17% г./г., однако менеджмент ожидает, что по целому году эти доходы должны быть не ниже показателя прошлого года.

**...нивелируются  
снижением  
капвложений**

Позитивным моментом в отчетности оказалось сокращение капитальных затрат. В 1П 2013 г. они уменьшились на 24% г./г., а на весь 2013 г., по прогнозам менеджмента, ожидается снижение на 25-30% г./г. Это привело к росту свободного денежного потока, и, как следствие, к сокращению долговой нагрузки. Объем общего долга за 2 кв. 2013 г. уменьшился на 7% до 197 млрд руб., а чистого – на 12% до 182 млрд руб., что соответствует коэффициенту Чистый долг/OIBDA - 1,63x. С учетом прогноза капвложений на 2-ю половину года, а также обязательств по выкупу акций в ходе реорганизации (30,3 млрд руб.) и выплате дивидендов (8,2 млрд руб.) долговая нагрузка к концу года вырастет, по нашим оценкам, 1,7-1,8x Чистый долг/OIBDA. При этом стоит отметить, что президент Ростелекома Сергей Калугин в очередной раз высказал мысль о целесообразности продажи казначейского пакета, который к концу года составит порядка 60 млрд руб. (однако, часть его может быть зарезервирована для опционной программы мотивации менеджмента). Таким образом, к концу 2013 г. у Ростелекома будет значительный резерв для снижения долговой нагрузки, однако сроки и порядок реализации казначейских акций остаются неизвестными.

**Нейтральный прогноз,  
фокус на экономии**

Компания также предоставил достаточно нейтральный прогноз на весь 2013 г.: ожидается незначительный рост выручки, рентабельность по OIBDA в широком коридоре - 36-39% и отношение капвложений к выручке - на уровне немного выше 20%, что является единственным положительным аспектом прогноза. При этом основным тезисом, звучавшим в ходе телеконференции, было намерение «строить больше и быстрее за те же деньги», что само по себе не подразумевает снижения капвложений и улучшения свободного денежного потока, но дает надежду на улучшение показателей P&L в дальнейшем. Помимо возможности экономии на капитальных затратах, менеджмент говорил и о потенциале снижения операционных затрат на 10-15%, выявленном в ходе аудита одного из региональных филиалов. Таким образом, в отсутствие полноценной стратегии, которая должна быть представлена Совету Директоров в октябре, основным приоритетом компании, похоже, является оптимизация издержек.

**Динамика ОФЗ не  
предполагает ценовой  
рост корпоративных  
бумаг**

Размещенные в начале марта 3-летние бумаги Ростел-19 не отличаются высокой ликвидностью и котируются с УТР 7,8% (=ОФЗ+145 б.п.). Также с довольно узким спредом к ОФЗ котируются недавно размещенные 5-летние облигации МегаФона (BBB-/Baa3/-), имеющие УТР 8,0-8,1% (= ОФЗ + 120-130 б.п.). В ответ на продолжающееся повышение доходностей вдоль суверенной кривой, мы ожидаем пропорционального роста доходностей и в корпоративном сегменте 1-го эшелона.

## ФосАгро: борьба с сезонным спадом... продолжение следует...

**Результаты ФосАгро умеренно негативны из-за слабой рыночной конъюнктуры**

ФосАгро (BBB-/Ваа3/BB+), второй в мире производитель фосфатных удобрений, опубликовал умеренно негативные результаты за 2 кв. 2013 г. на фоне неблагоприятной конъюнктуры на мировых рынках фосфатных удобрений. Тем не менее, мы считаем, что гибкость производственных мощностей компании позволила минимизировать негативный эффект от слабой ценовой динамики и спроса.

Показатель Чистый долг/LTM EBITDA временно вырос до 1,1x, таким образом, превысив целевой уровень 1,0x, однако увеличение было связано, в первую очередь, с консолидацией дочерних обществ, пик расходов на которые приходится на этот год. Без учета этого эффекта чистый долг составил 0,8x LTM EBITDA. Кроме того, менеджмент отмечает, что уже до конца года долговая нагрузка вернется к целевому уровню.

Отметим также, что компания готова скорректировать инвестиционную программу в случае дальнейшего ухудшения ситуации на рынках и по-прежнему считает оптимальным уровень капвложений в размере не более 50% EBITDA, что дает большую гибкость с точки зрения управления долгом и поддерживает свободный денежный поток.

### Ключевые финансовые показатели ФосАгро

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	2 кв. 2012	изм.
Выручка	24 813	28 902	-14%	24441	2%
EBITDA	5 853	7 554	-23%	8038	-27%
Рентабельность по EBITDA	23,6%	26,1%		32,9%	
Чистая прибыль	1 479	3 291	-55%	2755	-46%
Операционный денежный поток	10 321	4 072	153%	3237	3,2x
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-3 922	-2 000	96%	-2820	39%
Капвложения	-4 148	-2 974	39%	-3187	30%
Финансовый денежный поток	-6 674	7 352	-	-1 193	5,5x

  

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	48 498	54 492	-11%
Краткосрочный долг	18 210	23 580	-23%
Долгосрочный долг	30 288	30 912	-2%
Чистый долг	29 441	35 510	-17%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,10x	0,77x	-

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Сезонно слабый спрос и падение цен**

Во 2 кв. 2013 г. выручка ФосАгро упала на 14% кв./кв. на фоне сезонного сокращения производства на 4,5% кв./кв. до 1,46 млн. тонн после очень сильного 1 кв. 2013 г. (в годовом сравнении выпуск вырос на 8,4% г./г.). Производство сложных удобрений сократилось на 15% кв./кв., так как компания в межсезонье была сфокусирована на выпуске МАФ для внутреннего рынка.

Кроме того, падение цен на ключевые фосфатные удобрения в течение 2 кв. 2013 г. (цена на ДАФ упала с 520 долл./т до 470 долл./т FOB Балтика) на фоне сокращения спроса, в первую очередь, в Индии также оказало давление на ключевые финансовые показатели.

Компания отмечает, что текущая цена 440 долл./т уже ниже, чем общие денежные затраты маргинальных производителей (например, 470 долл./т у индийских производителей, по данным Фосагро), что должно оказать поддержку котировкам в ходе начала активных закупок в осенний сезон.

**Изменение структуры выпуска оказало эффект на маржу**

EBITDA также находилась под давлением падения цен, возросших расходов на покупку серы и серной кислоты, а также из-за приобретения аммиака у сторонних поставщиков в связи с вводом новой карбамидной установки во 2П 2012 г. Однако сезонное сокращение производства сложных удобрений и падение цен на калий (сырье для производства сложных удобрений) на 24% кв./кв. частично компенсировали рост расходов в других сегментах. Однако рентабельность по EBITDA сократилась с 26,1% в 1 кв. 2013 г. до 23,6%.

**Консолидация «дочек» оказала давление на свободный денежный поток**

Операционный денежный поток за период вырос до 10,3 млрд руб. за счет сезонного сокращения оборотного капитала при капвложениях в размере всего 4,2 млрд руб. Однако финансовый поток существенно уменьшился из-за консолидации дочерних обществ (основной эффект - от консолидации акций Апатита), на которую было потрачено 7,9 млрд руб. Напомним, что компания планировала закончить процесс выкупа пакета у миноритариев в этом году.

Мы по-прежнему считаем бумаги PHORRU 18 (YTM 5,0%) лучшей альтернативой URKARM 18, поскольку ФосАгро выиграет от снижения цен на калий, который используется как сырье для производства сложных удобрений. После объявления о "разводе" с БКК котировки бондов URKARM 18 (YTM 5,4%) просели в цене на 2 п.п. в ожидании возможного повышения долговой нагрузки и потери инвестиционных рейтингов. В настоящий момент их премия к бондам PHORRU 18 составляет 40 б.п. (против 85 б.п. на пике распродаж).



## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

Х5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	Uranium One
Норильский Никель	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	ФосАгро

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Прочие

АФК Система
-------------

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
РСХБ

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Экономика подает сигнал "SOS"

«Мантры» стимулирования экономики

Экономика: стагнация "притворяется" ростом?  
Промышленность «обнулила счет»

### Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

### Валютный рынок

Рубль обновил минимум

### Монетарная политика ЦБ

Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?

### Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

### Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Отток капитала: предпосылок для позитивной коррекции рубля пока нет

### Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

### Бюджет

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

### Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

### Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

### Продажи

---

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

### Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

### Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться [здесь](#).