

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Специальный комментарий к размещению еврооблигаций ОАО «Фосагро»

В ближайшие дни один из крупнейших в мире производителей фосфорсодержащих удобрений – ОАО «Фосагро» планирует закрыть сделку по размещению дебютных еврооблигаций. К настоящему моменту основные параметры выпуска уже известны. В частности, компания планирует занять \$500,0 млн. сроком на 5 лет. Ориентир по доходности составляет 337,5 б.п. к долларovým свопам, что соответствует доходности в 4,41% годовых. Мы полагаем, что справедливый уровень доходности должен находиться в районе 4,2-4,3% годовых (см. оценку займа). Таким образом, пока в выпуске есть небольшая премия, в районе 10-20 б.п. и мы рекомендуем участвовать в размещении.

Параметры выпуска

Выпуск	Фосагро-18
Объем размещения, млн. долл.	500
Срок обращения	5 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Доходность к погашению (по информации организаторов), % годовых	4,41 (Mid Swap + 337,5 пунктов)
Доходность к погашению (по оценке UFS IC), % годовых	4,2-4,3

Ключевые моменты:

✓ ОАО «Фосагро» – один из крупнейших в мире производителей фосфорного сырья и фосфорсодержащих удобрений;

✓ по итогам 9 месяцев 2012 года выручка компании составила 79,2 млрд. рублей, показатель EBITDA достиг 27,2 млрд. рублей, а чистая прибыль – 19,1 млрд. рублей;

✓ компания контролируется Андреем Гурьевым, которому в совокупности принадлежит около 65,5% акционерного капитала Фосагро. Крупнейшими акционерами эмитента также являются Владимир Литвиненко (10,0% акций) и Игорь Антошин (7,0% акций);

✓ в июле 2011 года компания провела IPO, разместив GDR в Лондоне и акции в России, доля free float составила около 10,8%;

✓ по итогам 9 месяцев 2012 года продажи за рубеж составляли около 68,0% выручки, на внутренние продажи приходились оставшиеся 32,0%;

✓ бизнес компании можно разделить на 2 сегмента: фосфорный сегмент и азотный сегмент на долю фосфорного сегмента приходилось около 87,0% выручки по итогам 9 месяцев 2012 года, на долю азотного сегмента – 12,0% выручки;

✓ компанию отличает очень высокая финансовая устойчивость, по итогам 9 месяцев 2012 года доля долга в активах составила около 0,3, а коэффициент Чистый долг/EBITDA – 0,29.

Финансовые результаты, млн. рублей

	9М 2011	9М 2012
Выручка	73 667	79 237
EBITDA	26 350	27 194
Свободный денежный поток	16 400	11 033
	2011	9М 2012
Долг	32 153	35 741
Чистый долг	15 207	10 535
Активы	109 287	123 045

Основные коэффициенты

	2011	9М 2012
Финансовый долг/активы	0,29	0,29
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,48	0,60
Чистый долг/EBITDA	0,43	0,29
Рентабельность по EBITDA	33,5%	34,3%

Кредитный рейтинг

Standard and Poor's	Moody's	Fitch
-	Baa3	BB+



Операционные и финансовые результаты

В 2012 году компания продемонстрировала рост операционных и финансовых показателей. Так, производство удобрений за год увеличилось на 8,6%, достигнув 5,4 млн. тонн, продажи выросли на 7,8%. Объем производства в фосфорном сегменте (основном для компании) увеличился на 5,7% г/г, в азотном сегменте – почти на 22,0%.

По итогам 9 месяцев 2012 года выручка увеличилась на 7,8% г/г. Расходы росли немного быстрее, увеличившись на 8,4% г/г. Тем не менее, показатель EBITDA вырос на 3,2% г/г, достигнув 27,2 млрд. рублей, а чистая прибыль выросла почти на 20,0% до 19,1 млрд. рублей. Операционная рентабельность немного снизилась, составив 34,3% по итогам 9 месяцев 2012 года (35,8% - годом ранее).

С учетом небольшого замедления объема продаж в фосфорном сегменте в 4 квартале 2012 года (на 3,4% г/г), мы ожидаем некоторого замедления темпа роста доходов по итогам 2012 года. Мы ожидаем, что выручка по итогам года вырастет на 6,5-7,0% г/г и окажется в районе 107,0 млрд. рублей. Показатель EBITDA при этом вырастет на 2,5-3,0% и составит около 36,0 млрд. рублей.

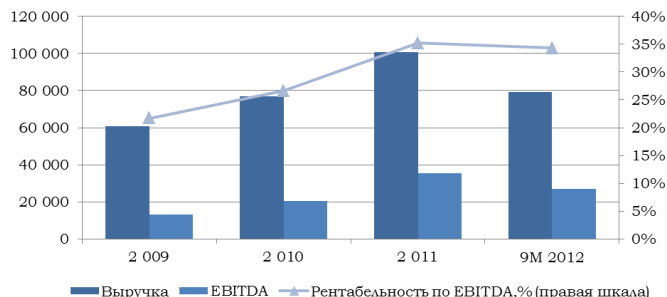
В 2013 году мы ожидаем ускорение роста доходов и денежных потоков в связи с улучшением конъюнктуры на рынке минеральных удобрений. В частности, мы ожидаем ускорение спроса со стороны Китая и Индии. По итогам 9 месяцев 2012 года на азиатский регион приходилось около 23,6% всех внешних продаж компании. В прошедшем году, например, Индия возобновила импорт фосфорсодержащих удобрений только во II квартале 2012 года. По итогам 2013 года мы ждем, что выручка компании вырастет на 10-12% и приблизится к 120,0 млрд. рублей. Рост EBITDA составит от 15,0% до 20,0%, ее объем приблизится к 40 млрд. рублей.

Денежные потоки и CAPEX

Несмотря на рост чистой прибыли, чистый денежный поток от операционной деятельности по итогам 9М 2012 года сократился на 21,5%, составив 21,7 млрд. рублей. Основной причиной стали изменения в оборотном капитале. Объем CAPEX за год также сократился на 5,2% и составил 10,7 млрд. рублей (около 40,0% EBITDA). По этой причине, денежный поток компании остается положительным, по итогам 9 месяцев прошлого года он составил 11,0 млрд. рублей.

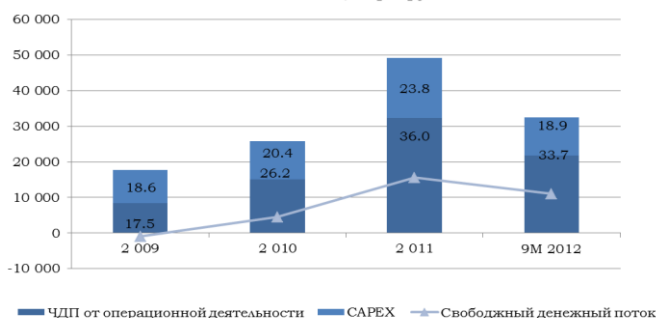
Компанию отличает довольно умеренная инвестиционная программа. Так, в 2013 году планируется потратить 15,3 млрд. рублей, в 2014 – около 11,8 млрд. рублей. При этом,

Выручка, EBITDA и рентабельность по EBITDA



Источник: данные компании

ЧПД от операционной деятельности, CAPEX и свободный денежный поток, млрд. рублей



Источник: данные компании



общий объем затрат до конца 2017 года может составить около 45,0 млрд. рублей. Крупнейшим проектом станет строительство в Череповце новых мощностей по производству аммиака, на что планируется потратить около 27,0 млрд. рублей.

С учетом наших прогнозов на 2013 год, мы ждем роста денежных потоков от операционной деятельности. Полагаем, что компания сможет полностью профинансировать все инвестиционные проекты, по крайней мере о которых известно на сегодняшний день, вплоть до 2017 года самостоятельно, не прибегая к заимствованиям.

Финансовая устойчивость и ликвидность

Умеренная инвестиционная программа позволяет Фосагро поддерживать очень высокую финансовую устойчивость. Так, по итогам 9 месяцев 2012 года доля долга в активах составляла 29,0%. Несмотря на то, что финансовый долг вырос с начала года на 11,2% до 37,5 млрд. рублей, размер чистого долга упал на 30,7%, составив 10,5 млрд. рублей. При этом, коэффициент Чистый долг/EBITDA сократился с 0,43 в начале года до 0,29 по итогам 9 месяцев 2012 года.

По итогам 2012 года долговая нагрузка скорее всего вырастет, в связи со сделкой по консолидации Апатита. Так, в октябре Фосагро приобрела на тендере 20,0% акций Апатита, принадлежащего РФ за 11,0 млрд. рублей. Кроме этого, эмитент выкупил 24,0% акций ОАО «Nordic Rus Holding» - миноритарного акционера Апатита за 31,76 млрд. рублей. В ноябре Фосагро сделало обязательную оферту миноритариям, по итогам которой еще около 11,1% акций перешло под контроль эмитента. Таким образом, к концу января 2013 года Фосагро довела свою долю в Апатите до 95,21% и планирует полностью завершить поглощение в 2013 году. На эти цели эмитент получил банковскую гарантию на 7,79 млрд. рублей, а также кредит от UniCredit на \$50,0 млн. Таким образом, долг компании немного вырастет, но не окажет существенного влияния на кредитный профиль.

У компании довольно высокий объем краткосрочного долга – 21,5 млрд. рублей, что составляет 60,0% от совокупного долга. Впрочем, на отчетную дату он полностью покрывался денежными средствами в объеме 25,2 млрд. рублей. Кроме того, в январе 2013 года UniCredit открыл Фосагро кредитную линию в объеме \$250,0 млн.

Оценка привлекательности займа

При оценке справедливого уровня доходности мы ориентируемся на 5-летний выпуск Еврохим-17, который сейчас торгуется с доходностью 4,45% годовых. Рейтинг Фосагро на одну ступень превышает рейтинг Еврохим от агентства Fitch. От агентства Moody's эмитент имеет рейтинг инвестиционной категории, чего нет у Еврохима. Этот факт должен предполагать дисконт между бумагами Фосагро и Еврохима как минимум на уровне 50-70 б.п., что означает доходность в районе 3,8%-4,0% годовых. Добавляя к этому как минимум 30 б.п. премии за дебютное размещение, справедливый уровень доходности должен находиться в диапазоне 4,1-4,3% годовых. Таким образом, пока в выпуске есть небольшая премия, в районе 10-20 б.п. и мы рекомендуем участвовать в размещении.

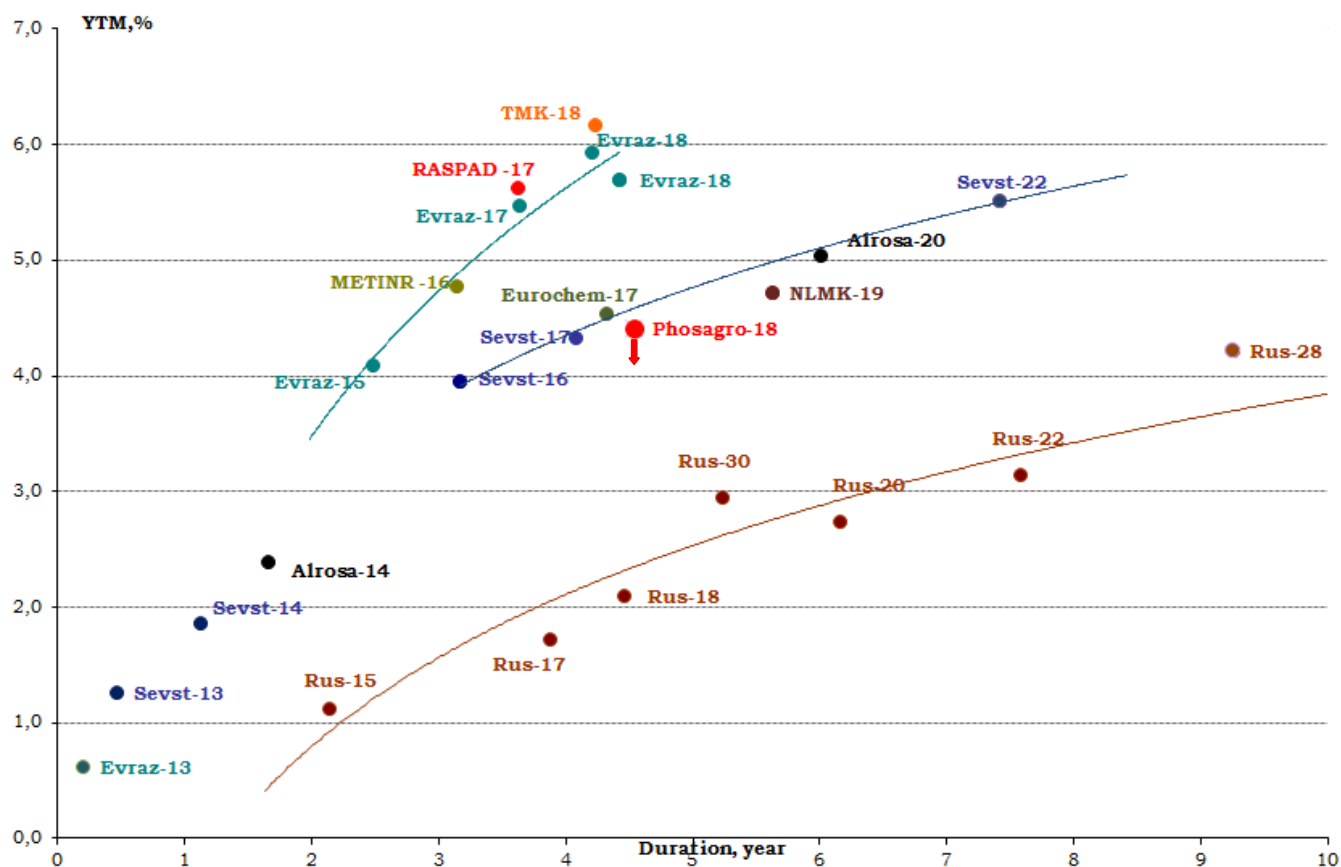
Динамика и структура долга (млн. рублей) и динамика коэффициента Чистый долг/EBITDA



Источник: данные компании



Еврооблигации металлургического сектора на 6 февраля 2013 года



Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail:
research@ufs-federation.com в свободной форме.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич
Хомяков Илья Маркович
Куш Алексей Михайлович
Полторанов Николай Владимирович
Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 03
Тел. +7 (495) 781 73 05
Тел. +7 (495) 781 73 01
Тел. +7 (495) 781 73 04
Тел. +7 (495) 781 73 05

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич
Балакирев Илья Андреевич
Козлов Алексей Александрович
Назаров Дмитрий Сергеевич
Милостнова Анна Валентиновна
Селезнёва Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 72 97
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 73 06
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

