


# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


 ФосАгро (Вааз/BBB-/BB+): итоги за 9 месяцев 2013 года.



 Moody's повысило рейтинг Газпром нефти (Вааз/BBB-/BBB) до Вааз с Вааз.


 Мечел (Вз/-/-): дочка предоставила заем на 3,5 млрд рублей на операционную деятельность.

## ФосАгро (Вааз/BBB-/BB+): итоги за 9 месяцев 2013 года.

Негативная конъюнктура на рынке удобрений по-прежнему оказывает давление на показатели ФосАгро. «Подлила масла в огонь» и ситуация с Уралкалием. Снижение цен на продукцию и рост себестоимости привели к снижению маржинальности деятельности Компании. Выкуп миноритарных долей в ОАО «Апатит» способствовал в отчетном периоде к росту долговой нагрузки. Тем не менее, Компания старалась компенсировать негативные факторы за счет роста объема продаж и сохранения практически 100% загрузки мощностей.

Вышедшие результаты, по нашему мнению, негативно отразятся на доходности бумаг единственного выпуска еврооблигаций ФосАгро. Впрочем, они были предсказуемы, что сдержит волатильность котировок.

**Комментарий.** Компания ФосАгро предоставила итоги за 9 месяцев 2013 года по МСФО. Среди ключевых моментов мы отмечаем:

*Негативная конъюнктура на рынке удобрений по-прежнему оказывает давление на показатели ФосАгро...*

*...негативные факторы привели к росту выручки всего на 3%, в то время как объем производства и продаж вырос на 9-10%...*

*...EBITDA margin упал на треть - до 24% с 34% за аналогичный период прошлого года...*

- **Негативная конъюнктура на рынке удобрений** по-прежнему оказывает давление на показатели ФосАгро. В частности, средние цены на DAP (FOB Тампа) упали на 14%, на карбамид (FOB Baltic) - на 17%. Причин несколько, среди них: низкий уровень спроса со стороны Индии и изменение стратегии продаж калийных удобрений после выхода Уралкалия из БКК. При этом Компания ожидает, что стабилизация цен на хлористый калий будет способствовать возобновлению активного спроса на NPK-удобрения и повысит потребление всех питательных веществ. Низкий объем импорта в Индии в текущем году будет способствовать сокращению внутренних запасов и более раннему возобновлению импортного спроса на удобрения DAP и NPK. Кроме того, запуск новых мощностей по производству фосфорной кислоты и MAP/DAP на Ближнем Востоке и Северной Африке в очередной раз задерживается до следующего года (отставание от первоначальных планов – 2 года). Таким образом, общий взгляд Компании на дальнейшее развитие ситуации можно назвать оптимистичным. В отчетном же периоде негативные факторы привели к росту выручки всего на 3%, в то время как объем производства и продаж вырос на 9-10%.
- **Снижение маржинальности:** Снижение цен на продукцию и рост себестоимости привели к снижению маржинальности деятельности Компании. Так, показатель EBITDA margin упал на треть - до 24% с 34% за аналогичный период прошлого года. Помимо негативной конъюнктура на рынке удобрений (третий год подряд) давление оказывало увеличение затрат на природный газ, расходов на электричество, оплату труда, а также расходы вследствие

22 ноября 2013

...соотношение Чистый долг / EBITDA ltm заметно увеличилось – до 1,45x против 0,77 на начало года...

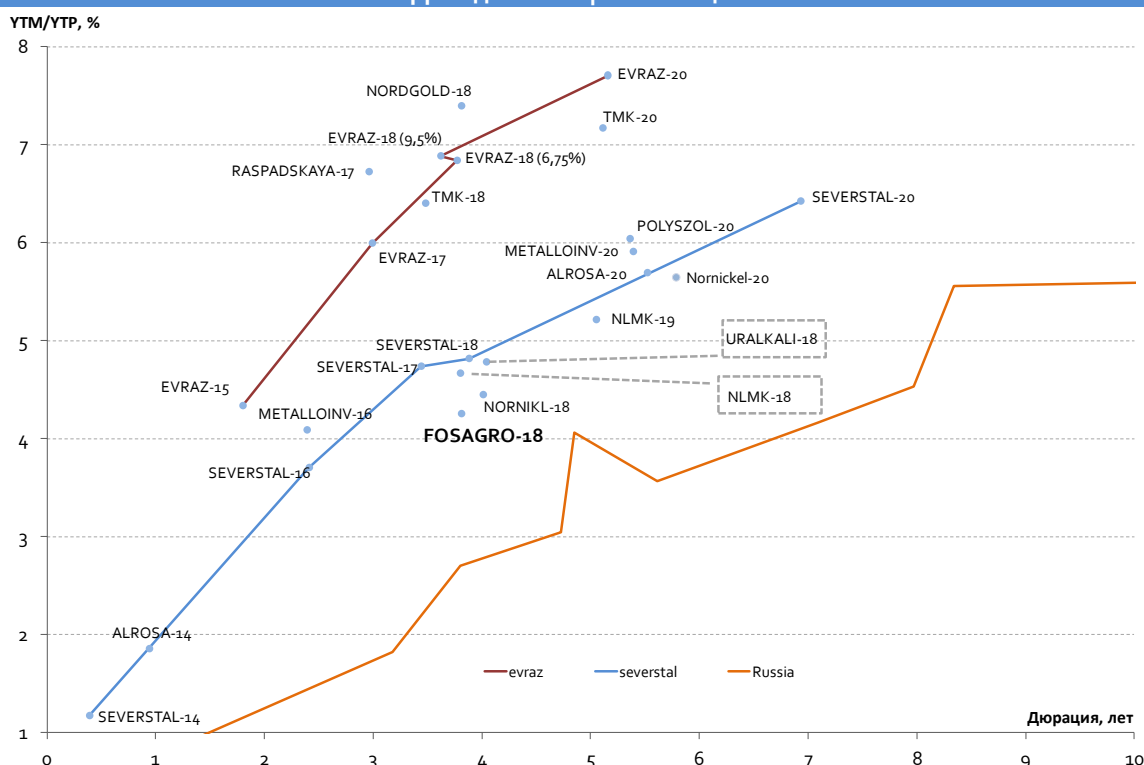
Ключевая причина - выкуп миноритарных долей в ОАО «Апатит»...

капремонта и модернизации мощностей по производству аммиака и расходы на материалы в результате консолидации ООО «Метахим».

- **Рост долговой нагрузки:** По итогам 9 месяцев долга Компании вырос на 33% до 48,5 млрд руб. (+12 млрд руб.). Ключевая причина - выкуп миноритарных долей в ОАО «Апатит», который финансировался за счет размещения выпуска евробондов на сумму 500 млн долл. в феврале текущего года. В результате возникших расходов и падения EBITDA, соотношение Чистый долг / EBITDA ltm заметно увеличилось – до 1,45x против 0,77 на начало года. По оценки Компании, без учета выкупа акция ОАО «Апатит» показатель составил бы 1,1x.

Вышедшие результаты, по нашему мнению, окажут давление на доходности бумаг единственного выпуска еврооблигаций ФосАгро. Впрочем, они были предсказуемы, что сдержит волатильность котировок.

## Доходности еврооблигаций



## Финансовые показатели по МСФО

Ключевые финансовые показатели, млн руб.	ФосАгро		
	9м 2012	9м 2013	Изм. %
Выручка	79 237	81 276	3%
Операционный денежный поток	21 740	15 865	-27%
EBITDA	27 194	19 897	-27%
EBITDA margin	34%	24%	
% расходы	-1 015	-1 452	43%
Чистая прибыль (убыток)	19 120	9 094	-52%
Net margin	24%	11%	-54%
	2012	9м 2013	Изм. %
Активы	115 627	121 603	5%
Основные средства	66 528	72 643	9%
Денежные средства и эквиваленты	9 664	8 804	-9%
Долг	36 469	48 516	33,0%
краткосрочный	22 017	18 086	-18%
долгосрочный	14 452	30 430	111%
Чистый долг	26 805	39 712	48%
Долг/EBITDA ltm	1,05	1,77	-
Чистый долг/EBITDA ltm	0,77	1,45	-

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Елена Федоткова

## Moody's повысило рейтинг Газпром нефти (Ваа2/BBB-/BBB) до Ваа2 с Вааз.

Рейтинговое агентство Moody's повысило рейтинг Газпром нефти до Ваа2 с Вааз, прогноз «Стабильный». Таким образом, наихудшая рейтинговая оценка у компании сейчас осталась от S&P (BBB-). Moody's обосновало свое решение улучшением операционных метрик компании и в целом сильной динамикой операционных и финансовых показателей. Агентство также указало на довольно крупные масштабы резервов и операций нефтяной компании. На руку Газпром нефти также играют достигнутые компанией успехи в сфере наращивания производства и ее тесная взаимосвязь с материнской компанией в лице Газпрома (Ваа1/BBB/BBB). Мы ожидаем сдержанной реакции долговых бумаг Газпром нефти, так как бумаги уже «лежат» на кривой Газпрома.

**Комментарий.** Текущая оценка кредитного рейтинга учитывает операционные и геополитические риски деятельности компании, связанные прежде всего с ее зависимостью от российского рынка и правительства РФ. В своем пресс-релизе, приуроченном к повышению рейтинга, Moody's отметило конструктивный характер деловых отношений между Газпром нефтью и ее материнской компанией.

На перспективах Газпром нефти позитивно отражаются планы по совместной разработке месторождений углеводородов, а также рост производства.

Напомним, что в последний раз Moody's повышало рейтинг Газпром нефти в июле 2008 года.

Moody's отметило, что для сохранения текущего прогноза ожидает от компании сохранения сильных операционных и финансовых результатов и соблюдения взвешенной финансовой политики. При этом возможности по дальнейшему повышению рейтинга видятся агентству ограниченными.

Какие-либо негативные рейтинговые действия в отношении Газпром нефти возможны только в случае неспособности компании удовлетворить ожидания Moody's в отношении удержания соотношения долг/капитализация компании ниже 30% и «остаточный свободный денежный поток»/чистый долг не менее 30%.

По состоянию на конец 2012 г. соотношение долг/собственный капитал для Газпром нефти составляло 26,6%, а коэффициент чистый долг/рыночная капитализация – 27,4%. На конец первых 9-мес. 2013 г. соотношение чистый долг/рыночная капитализация находилось на отметке 25,8%.

**Арбекова Алина**

22 ноября 2013

Мечел (Вз/-/-): дочка предоставила займ на 3,5 млрд рублей на операционную деятельность.

«Южный Кузбасс», входящий в «Мечел-Майнинг», предоставил структурам Мечела займы на 3,5 млрд рублей. В частности, компания предоставила ОАО «Холдинговая компания «Якутуголь» (входит в «Мечел-Майнинг») заем на 1 млрд 863 млн рублей сроком до 8 ноября 2015 года, а Oriel Resources Ltd - заем на 1 млрд 590,675 млн рублей до 14 мая 2014.

#### Комментарий.

«Южный Кузбасс», входящий в «Мечел-Майнинг», предоставил структурам Мечела займы на 3,5 млрд рублей. В частности, компания предоставила ОАО «Холдинговая компания «Якутуголь» (входит в «Мечел-Майнинг») заем на 1 млрд 863 млн рублей сроком до 8 ноября 2015 года, а Oriel Resources Ltd - заем на 1 млрд 590,675 млн рублей до 14 мая 2014.

**Дочка Мечела выдала кредит материнской компании на 3,5 млрд рублей на финансирование операционной деятельности.**

**На наш взгляд, данная новость носит нейтральный характер.**

**Ситуация относительно долгов Мечела остается напряженной.**

На наш взгляд, данная новость не окажет смягчения напряженности вокруг ситуации с рефинансированием долгов Мечела. Инвесторы по-прежнему ждут официальной информации относительно рефинансирования предэкспортного кредита примерно на 1 млрд долларов. Также, на наш взгляд, велика вероятность того, что в случае успешного решения проблем с предэкспортным кредитом компания должна будет разобраться с выплатами по трем выпускам облигаций в рамках оферты в начале 2014 года общей суммой на 15 млрд рублей, а именно выпуски серии Бо-04, 15 и 16, каждый на 5 млрд рублей. При этом именно эти выпуски в силу короткой дюрации демонстрировали самые невероятные двухзначные доходности. Остальные выпуски, с дюрацией более года, показывают доходность на уровне 30-40%. Сейчас инвесторы делятся на тех, кто не готов мириться с высокими рисками (именно они и выходили из облигаций компании) и тех, кто уверен в том, что Мечел - «too big to fail». Тем не менее, понять, чем закончится ситуация с компанией на горизонте 12 месяцев, очень сложно, так как пиковые выплаты (1,5 млрд долл.) по долгу (общий размер которого ~ 10 млрд долларов) приходится на 2014 год. При этом 500 млн долларов необходимо будет выплатить по облигациям уже в первые два месяца 2014 года. Напомним, чистый долг Мечела приближается к 10 млрд долларов притом, что EBITDA в 2014 году ожидается в диапазоне 1-1,3 млрд долларов.

**Паламарчук Вадим**

**Контакты:****ОАО «Промсвязьбанк»****Аналитический департамент**

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

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ****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 Полютов**

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

**Алина Арбекова**

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

**ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ****Владимир Гусев**

GusevVP@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783

**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**

Volozhhev@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

**Евгений Жариков**

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

**Денис Семеновых**

SemenovykhDD@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**

davitiashviliVM@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

© 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.