

Мониторинг первичного рынка

Комментарий главы Банка России о возможности понижения ключевой ставки на 25 – 50 б.п. на ближайшем заседании (28 апреля), а также снижение геополитических рисков способствовали росту спроса на рублевые бонды. На прошлой неделе ОФЗ с погашением в 2020-2031 гг. в доходности опустились на 15 – 25 б.п. до 7,75%-8,0% годовых. На фоне снижения доходности ОФЗ размещения новых выпусков корпоративных бондов проходили с переспросом и понижением первоначальных ориентиров по ставке купона. Среди наиболее крупных и успешных book-building прошлой недели можно отметить займы РЖД (УТР 8,68%, оферта через 9 лет), ФПК (УТР 8,99%, оферта через 5,5 лет), Ростелеком (УТР 8,84%, оферта через 5 лет). Российские эмитенты спешат воспользоваться благоприятной рыночной конъюнктурой. На текущей неделе планируется сбор заявок на новые выпуски рублевых облигаций на общую сумму 95 млрд руб., что в два раза превышает объем прошлой недели. Новые рублевые бонды предлагают: Транснефть, Роснефть, ЭР-Телеком Холдинг, Концерн Калашников, ГК ПИК, ЛСР, ОКЕЙ, МИБ, Ипотечный агент Возрождение 5.

Российские евробонды на прошлой неделе демонстрировали боковую динамику. Сокращение объема бумаг госбанков и госкомпаний (из-за санкций) поддерживает спрос на корпоративные выпуски. Металлоинвест по итогам road-show объявил на 24 апреля сбор заявок инвесторов на 7-летние евробонды, ориентир ставки купона 5,0% годовых. В ближайшее время ожидается book-building по новым евробондам Фосагро, ПМХ (Кокс) и МКБ. Подробный комментарий к размещению евробондов Фосагро приведен далее.

Облигации: аукционы, book building

Выпуск	Рейтинг эмитента, M/S&P/F	Возможн. вкл. в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
ЛСР, 001P-02	B1-/B	да	5 000	24 апр	26 апр	9,75 - 10,00% / 10,11 - 10,38%	- / 5	10,10%
Концерн Калашников, БО-ПО1	-/-/-	нет	3 000	25 апр	27 апр	11,00% - 11,50% / 11,30% - 11,83%	- / 5	
Транснефть, БО-001P-07	Ba1/BBB-/	да	30 000	25 апр	5 май	8,90 - 9,00% / 9,10 - 9,20%	- / 3,5	8,85%
РОСНЕФТЬ 001P-04	Ba1/BB+/-	да	30 000	26 апр	4 май	8,65 - 8,80% / 8,84 - 8,99%	6 / 10	8,75%
МИБ, 2	Ba2/BBB/BBB	да	3 000	26 апр	27 апр	9,50 / 9,46 - 9,73%	2 / 2,5	9,46%
ЭР-Телеком Холдинг, ПБО-03	B2/B+/-	да	5 000	26 апр	4 май	10,50 - 10,75% / 10,78 - 11,04%	- / 3,5	10,60%
ГК ПИК, БО-По2	-/B/-	нет	10 000	26 апр	28 апр	11,25 - 11,50% / 11,73-12,01%	ам./5 (дюр. 3,1)	11,75%
ОКЕЙ, 001P-01	-/-/B+	да	5 000	27 апр	4 май	9,55 - 9,80% / 9,90 - 10,17%	- / 4	9,95%
ИАВ 5	Ba2/-/-	да	4 100	28 апр	4 май	9,25 - 9,50% / 9,65 - 9,92%	дюр 2,3 - 2,8	9,65%

Еврооблигации

Металлоинвест	Ba2/BB/BB	да	\$	24 апр	2 май	5,00%	7	5,00%
ПМХ (КОКС)	B3/B-/B	нет	\$	20 - 25 апреля road show			5	
Фосагро	Ba1/BBB-/BB+	да	~\$500 млн	с 20 апреля road show			4 - 5	3,95 - 4,3%
МКБ, регр	B1/BB-/BB		\$	с 20 апреля road show			5,5 / бессрочн.	

Прошедшие размещения

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможн. включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет	Спрэд к ОФЗ по доходн., б.п.
РЖД, 001P-02R	Ba1/BB+/BBB-	да	15 000	21 апр	27 апр	8,65 - 8,80% / 8,80 - 8,99%	8,5% / 8,68%	9 / 15	83
Тинькофф Банк, 001P-01R	B1/-/BB-	да	5 000	21 апр	28 апр	10,0 - 10,25% / 10,25 - 10,51%	9,65% / 9,88%	2 / 5	178
ФПК, 001P-01	Ba1/BB+/BB+	да	5 000	20 апр		9,00 - 9,25% / 9,20 - 9,46%	8,80% / 8,99%	5,5 / 10	99
ТМК, БО-6	B1/B+/-	да	5 000	20 апр	25 апр	10,15 - 10,40% / 10,41 - 10,67%	9,75% / 9,99%	3 / 10	189
РОСТЕЛЕКОМ, 001P-02R	-/BB+/BBB-	да	10 000	19 апр	26 апр	8,80 - 8,95% / 8,99 - 9,15%	8,65% / 8,84%	5 / 10	84
ГТЛК, 001P-04	Ba2/BB-/BB-	да	10 000	17 апр	25 апр	9,90 - 10,10% / 10,27 - 10,49%	9,85% / 10,22%	6 / 15	222
Бинбанк, БО-ПО2	-/B/-	нет	3 000	12 апр	14 апр	12,00 - 12,25% / 12,68 - 12,96%	12,15% / 12,83%	- / 1	373
Газпромбанк, БО-16	Ba2/BB+/BB+	да	10 000	11 апр	18 апр	9,50 - 9,70% / 9,73 - 9,93%	9,15% / 9,36%	3,5 / 7	126

Еврооблигации

X5	Ba2/BB/BB	да	20 bln rub	11 апр	18 апр	9,50%	9,25%	- / 3	
NORNIKL	Ba1/BBB-/BBB-	да	\$ 1 000 mln	4 апр	11 апр	4,50%	4,10%	- / 6	
Sovcomflot-23, доразм.	Ba2/BB/BB	да	\$ 150 mln	3 апр	3 апр	5,375% / 5,0%	4,85%	- / 6	
Газпром	Ba1/BB+/BBB-	да	GBR 850 mln	29 мар	6 апр	4,375 - 4,50%	4,250%	- / 7	
МКБ	B1/BB-/BB	да	\$ 600 mln	29 мар	5 апр	8,0%	7,50%	5,5 / 10,5	
ABN Financial	-/B+/BB-	да	400 млн евро	23 мар	30 мар	2,750%	2,625%	- / 3	
Газпром	Ba1/BB+/BBB-	да	\$ 750 mln	16 мар	23 мар	5,25%	4,95%	- / 10	
Евраз	Ba3/BB-/BB-	да	\$ 750 mln	13 мар	20 мар	5,500%	5,375%	- / 6	

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Rusbonds, Интерфакс

24 апреля 2017

Фосагро (Ba1/BBB-/BB+): первичное размещение.

В условиях неблагоприятной ценовой конъюнктуры компании удалось показать относительно неплохие результаты в 2016 г. Выручка Фосагро сократилась лишь на 10% до 2,8 млрд долл., а EBITDA – на 20% до 1,08 млрд долл., в то время как отчитавшийся ранее Уралкалий отразил снижение выручки и EBITDA на 27% и 38% соответственно. Соотношение Чистый долг/EBITDA Фосагро за прошедший год выросло с 1,1х до 1,6х, но дальнейшего роста долговой нагрузки мы не ожидаем благодаря планам менеджмента по сокращению капитальных затрат. Справедливыми уровнями доходности для нового выпуска Фосагро мы считаем диапазон 3,95%-4,05% при сроке до погашения 4 года и 4,2%-4,3% для 5-летних бумаг. Размещение представляет интерес для консервативных инвесторов.

**Фосагро размещает
долларовые евробонды
с дюрацией 4-5 лет...**

**Выручка и EBITDA в 2016 г.
сократились на 10-20% из-за
сложной рыночной
конъюнктуры...**

**Однако операционный
денежный поток остался
значительным, показав
лучшую динамику, чем у
Уралкалия...**

**Менеджмент
консервативен,
сокращает капитальные
расходы...**

Информация по размещению

18 апреля производитель удобрений Фосагро объявил о планах размещения долларовых евробондов с погашением через 4 или 5 лет. Road show выпуска началось 20 апреля, встречи с инвесторами планируются в Москве, Лондоне и США. Согласно анонсу, привлеченные средства пойдут на погашение части существующей задолженности с плавающей ставкой и общие корпоративные цели. Напомним, что компания дебютировала на рынке евробондов в феврале 2013 г., разместив 5-летние долговые бумаги на сумму 500 млн долл. с доходностью 4,204% годовых. С тех пор средства через размещение еврооблигаций она не привлекала.

Финансовые результаты

На наш взгляд, компания представила относительно позитивную финансовую отчетность за 2016 г. В условиях неблагоприятной ценовой конъюнктуры выручка Фосагро сократилась лишь на 10% до 2,8 млрд долл. Для сравнения, аналогичный показатель другого крупного российского производителя удобрений – Уралкалия, упал на 27,1% до 2,3 млрд долл. Показатель EBITDA оказался чуть хуже ожиданий аналитиков, сократившись за год на 20,2% до 1,08 млрд долл., а рентабельность по EBITDA составила 39% против 43% годом ранее. В то же время EBITDA Уралкалия упала на 38,2% до 1,18 млрд долл., хотя маржа калийного производителя остается более высокой – 52%. На этом фоне выделяется динамика чистой прибыли Фосагро, которая увеличилась с 0,6 до 0,9 млрд долл. под влиянием курсовых разниц. Скорректированный же показатель уменьшился на 55,5% до 0,4 млрд долл., что сопоставимо с динамикой чистой прибыли Уралкалия: -47% до 0,6 млрд долл.

Комментируя результаты, генеральный директор Фосагро А. Гурьев отметил, что мировые цены на фосфорсодержащие и азотные удобрения в прошлом году достигали минимальных значений с кризисного 2009 года. Тем не менее, объем спроса на удобрения в России и в мире оставался высоким, и компания продолжила генерировать существенный операционный денежный поток с хорошей рентабельностью. Поддержку финансовым результатам также оказал рост производства удобрений в 2016 г. на 9,4% благодаря реализации программы модернизации мощностей и повышения эффективности.

Менеджмент компании отмечает происходящее восстановление цен на ее продукцию, но осторожно смотрит на перспективы ее дальнейшего удорожания из-за рисков ввода новых мощностей на севере Африке и в Саудовской Аравии. Его стратегия – сосредоточиться на завершении текущих инвестиционных проектов в запланированные сроки, что позволит еще больше нарастить объемы производства и сократить себестоимость, упрочив лидерство Фосагро по данному показателю в секторе. Капитальные расходы в 2017 г. планируется сократить почти на 30% г/г. до 29,5 млрд руб. (517 млн долл.), а их общая величина в последующие 3 года составит лишь 52,8 млрд руб. (926 млн долл.). При этом анонсированная инвестпрограмма предполагает рост мощностей компании на 20% - с 7,4 млн тонн в 2016 г. до 8,7 млн тонн к 2020 г.

Ключевые финансовые показатели, млн долл.	Фосагро (Ba1/BBB-/BB+)			Уралкалий (Ba2/BB-/BB-)		
	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %
Выручка	3 113	2 801	-10,0	3 123	2 278	-27,1
Операционный денежный поток	1 038	751	-27,6	1 781	1 012	-43,2
EBITDA	1 353	1 080	-20,2	1 913	1 183	-38,2
EBITDA margin	43,5%	38,6%	-4,9 п.п.	61,3%	51,9%	-9,3 п.п.
Скорр. Чистая прибыль	889	396	-55,5	1 145	606	-47,0
margin	28,6%	14,1%	-14,4 п.п.	36,7%	26,6%	-10,0 п.п.
	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %
Активы	2 971	3 779	27,2	7 236	8 682	20,0
Денежные средства и эквиваленты, депозиты	403	120	-70,3	1 112	1 486	33,6
Долг	1 846	1 854	0,5	6 489	7 003	7,9
краткосрочный	397	233	-41,3	2 329	1 830	-21,4
долгосрочный	1 448	1 621	11,9	4 160	5 173	24,4
Чистый долг	1 443	1 734	20,2	5 377	5 517	2,6
Долг/EBITDA	1,4	1,7		3,4	5,9	
Чистый долг/EBITDA	1,1	1,6		2,8	4,7	
Источники: данные компаний, PSB Research						

Долговая нагрузка

**Долговая нагрузка
компании возросла с 1,1
до 1,6 по метрике Чистый
долг/EBITDA...**

За отчетный период чистый долг Фосагро вырос на 20,2% до 1,73 млрд долл. из-за сокращения денежных средств с 400 до 120 млн долл. Компания не стала существенно снижать инвестиционную активность в условиях падения чистого операционного денежного потока на 27,6% до 750 млн долл. В результате, долговая нагрузка по метрике Чистый долг/EBITDA выросла с 1,1х до 1,6х, отделившись от целевого значения 1х. Тем не менее, устойчивость финансового положения компании по-прежнему не вызывает сомнений, а соотношение Чистый долг/EBITDA остается гораздо ниже, чем у Уралкалия, достигшего 4,7х по итогам 2016 г.

**Но в дальнейшем
ождается ее
сокращение...**

Дивидендная политика Фосагро предполагает выплату акционерам 30-50% чистой прибыли по МСФО. В марте ее Совет директоров рекомендовал перечислить 30 руб. на акцию за 2016г., т.е. порядка 70 млн долл., но итоговый объем выплат в 2017 г., по нашим оценкам, может достичь 200-250 млн долл. за счет промежуточных дивидендов. Полагаем, что благодаря планируемому сокращению капитальных расходов, Чистый долг/EBITDA Фосагро по итогам 2017 г. останется примерно на текущем уровне, а затем будет двигаться к целевому значению 1х.

Действия рейтинговых агентств

**В феврале Fitch улучшило
прогноз по рейтингу
до Позитивного, но есть
риски его снижения
от S&P...**

Агентства Moody's и S&P присвоили планируемому выпуску евробондов рейтинги «Ba1» и «BBB-», совпадающие с корпоративным рейтингом компании. При этом S&P поместило его на пересмотр с возможностью снижения, который как, ожидается, завершится 31 мая. Рейтинг Фосагро может опуститься до уровня суверенного рейтинга РФ (BB+), если компании не удастся получить достаточного финансирования в долларах для рефинансирования краткосрочных банковских кредитов на сумму около 300 млн долл. и нарастить запасы валютной ликвидности для погашения облигаций на 500 млн долл. в 2018 г. Считаем, что компания сможет привлечь необходимый объем средств в ходе предстоящего размещения, и снижения ее рейтинга в ближайшие месяцы, скорее всего, не произойдет.

Ранее (в феврале 2017 г.) агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг ФосАгро в иностранной валюте на уровне «BB+», изменив прогноз со Стабильного на Позитивный. Пересмотр прогноза отражает ожидания Fitch, что цены на удобрения достигли дна, а капвложения компании нормализуются на уровне, значительно ниже целевых 50% от EBITDA после 2018 г. Аналитики также отмечают сильную способность Фосагро генерировать денежные средства даже в период низких цен на удобрения благодаря сильной рыночной позиции и высокой конкурентоспособности затрат.

Справедливая доходность облигаций

На облигационном рынке эмитент представлен лишь одним выпуском евробондов на сумму 500 млн долл. с погашением 13 февраля 2018 г., которые торгуются с доходностью 2,4% годовых. Более подходящими ориентирами для предстоящего первичного предложения мы считаем размещенные в этом году еврооблигации POLYSZOL-23 (Ba1/BB-/BB-) и NORNIK-23 (-/BBB-/BBB-).

24 апреля 2017

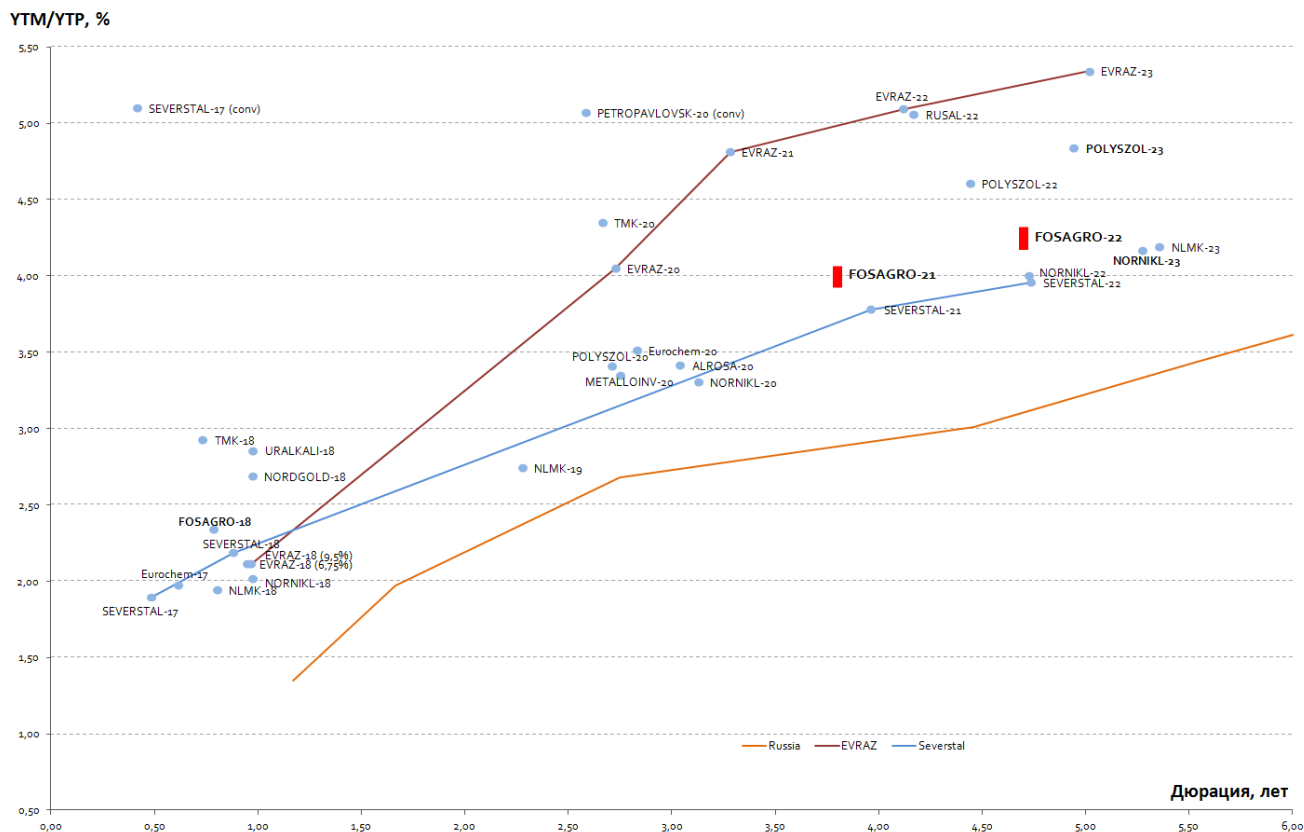
Ориентиры по доходности для нового выпуска: 3,95%-4,05% при сроке до погашения 4 года и 4,2%-4,3% для 5-летних бумаг....

Поллюс разместил 6-летние бумаги на сумму 800 млн долл. 1 февраля с купоном 5,25%, сейчас выпуск торгуется с доходностью 4,83% (+290 б.п. к суверенной кривой). Норникель разместил евробонды на сумму 1 млрд долл. с погашением в 2023 г. 4 апреля с купоном 4,1%, их доходность на данный момент составляет 4,15% (+220 б.п. к суверенной кривой).

Сводный рейтинг Фосагро находится на одну ступень выше, чем у Поллюса и на одну ступень ниже, чем у Норникеля. По метрике Чистый долг/EBITDA компания также занимает промежуточную позицию: 1,6х против 2,1х и 1,2х соответственно, поэтому мы считаем, что при оценке премии в доходности ее нового выпуска к суверенной кривой целесообразно ориентироваться на среднее значение премий для эмитентов-ориентиров, т.е. 250-260 б.п.

Исходя из текущих котировок евробондов с близкими рейтингами и дюрацией, требуемую премию в доходности за разницу в сроке погашения в 1 год мы оцениваем на уровне 15-30 б.п. Таким образом, справедливую доходность нового выпуска Фосагро мы видим в диапазоне 3,95-4,05% при сроке до погашения 4 года и 4,2-4,3% для 5-летних бумаг. Считаем, что размещение по этим или более высоким уровням представляет интерес для консервативных инвесторов.

Карта доходностей: Металлургия и горнодобывающий сектор, Химия



Роман Насонов

**ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.>
<http://www.psbinvest.>

PSB RESEARCH

Николай Кашеев Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
--	--	-----------------------------------

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Александр Полютков	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Роман Насонов	NasonovRS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33
Михаил Поддубский	PoddubskiyMM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ
СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

Дмитрий Иванов	Операции на финансовых рынках	
Руслан Сибяев	FICC	
Пётр Федосенко	Еврооблигации	+7 (495) 705-97-57
Константин Квашнин	Рублевые облигации	+7 (495) 705-90-69
Евгений Жариков	ОФЗ, длинные ставки	+7 (495) 705-90-96
Михаил Маркин	Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities	+7 (495) 411-5133
Алексей Кулаков		
Павел Демещик	FX, короткие ставки	+7 (495) 705-9758
Евгений Ворошнин	Денежный рынок	+7 (495) 411-5132
Сергей Устиков	РЕПО	+7 (495) 411-5135
Александр Орехов	Акции	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Ольга Целинина	Операции с институциональными клиентами Fixed Income	+7 (495) 705-97-57
Александр Аверочкин		
Филипп Аграчев		
Александр Сурпин		
Виктория Давитиашвили	Центр экспертизы для корпоративных клиентов	
Татьяна Муллина	Конверсии, Хеджирование, РЕПО,	+7 (495) 228-39-22
Владислав Риман	Структурные продукты, DCM	
Максим Сушко		
Давид Меликян		
Александр Борисов		
Олег Рабец		
Александр Ленточников	Конверсионные и валютные форвардные операции	+7 (495) 733-96-28
Глеб Попов		
Игорь Федосенко		+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	Брокерское обслуживание	+7 (495) 411-51-39

24 апреля 2017

© 2017 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.