

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Уралкалий (ВВВ-/ВааЗ/ВВВ-): слабый финансовый отчет за 2013 г., евробонд компании оценен справедливо

Вчера Уралкалий опубликовал финансовую отчетность за 2013 г., которую мы оцениваем как слабую в контексте динамики ключевых финансовых показателей. Впрочем, учитывая происходившие с компанией в прошлом году события, а также сохранения низких цен на калий во 2П13, трудно было ожидать чего-либо иного. Так, чистая выручка Уралкалия в 2013 г. снизилась на 20.3% г/г (до 2.67 млрд. долл.), а показатель EBITDA – на 31.2% г/г (до 1.63 млрд. долл.). В результате этого рентабельность по EBITDA сократилась сразу на 9.7 пп к 2012 г. и составила 61.3%. Напомним, что в 2013 г. компания увеличила производство хлоркалия примерно на 10% г/г (до 10 млн. тонн), а объем продаж вырос на 5% г/г (до 9.9 млн. тонн), тогда как средняя экспортная цена (FCA) снизилась на 27.6% г/г (до 268 долл. за тонну). И если 1П13 было достаточно спокойным для Уралкалия: объем продаж хлоркалия снизился на 17%, однако средняя экспортная цена (FCA) оставалась относительно высокой, составив 316 долл. (-16.9% г/г), – то в июле 2013 г. после сообщения о «разводе» с Беларусьюкалием и прекращении совместных продаж через БКК, рынки испытали настоящий шок, который вылился в значительное падение капитализации не только Уралкалия, но и остальных производителей удобрений по всему миру. В конечном итоге, компания сменила не только стратегию, но и менеджмент, а затем и мажоритарных акционеров. Решение компании сместить фокус с цен на объемы продаж естественным образом усилило давления на цены во 2П13 и укрепило позиции ключевых покупателей в Китае и Индии, что и привело к столь заметному снижению средней экспортной цены по 2013 г. в целом. В то же время, увеличение продаж позволило, помимо восстановления рыночной доли Уралкалия, и несколько улучшить динамику финансовых результатов, замедлив темпы сокращения выручки и EBITDA (в 1П13 чистая выручка компании снизилась на 29.2% г/г, а EBITDA – на 39.6% г/г). Однако с учетом репутационных потерь и снижения капитализации, а также связанных с этим издержек, решение компании о смене стратегии, и даже в большей степени, то, как Уралкалий вышел из синдиката с Беларусьюкалием, на наш взгляд, было достаточно спорным и принималось в условиях недооценки всех связанных с таким решением рисков. Даже несмотря на уверенность компании, что без произошедших изменений Уралкалий оказался бы в еще худшем положении.

Свободный денежный поток Уралкалия по итогам 2013 г. сократился на 39.8% г/г и составил 810 млн. долл., что стало следствием снижения чистого операционного денежного потока на 29.3% г/г (до 1 238 млн. долл.) при незначительном росте капвложений. Так, CAPEX Уралкалия в прошлом году составил 428 млн. долл. (рост на 5.4% г/г), увеличившись до 0.3x EBITDA в относительном выражении, в первую очередь, из-за снижения EBITDA. Весь свободный денежный поток компании за 2013 г., наряду с частью накопленной на балансе ликвидности и новым долгом, был направлен на финансирование крупнейшей в 2013 г. статьи расходов компании – распределений в пользу акционеров. В прошлом году, столкнувшись с заметным падением котировок, компания была вынуждена потратить более 2.5 млрд. долл. на обратный выкуп акций, что почти в 5 раз превышает сумму выкупа в 2012 г. Кроме того, в 2013 г. заплатил дивидендов на 430 млн. долл. – эта сумма, наоборот, более чем 2 раза меньше выплат в 2012 г. Долг Уралкалия на конец 2013 г. вырос на 28% по сравнению с началом года и превысил 5 млрд. долл. В то же время, доля его

Ключевые финансовые показатели Уралкалия по МСФО за 2013 г.

млн. долл.	2013	2012	%
Чистая выручка	2 665	3 343	-20.3%
EBITDA	1 634	2 375	-31.2%
Операционная прибыль	1 062	1 852	-42.7%
Чистая прибыль	666	1 597	-58.3%
Рентабельность по EBITDA	61.3%	71.0%	-9.7 пп
Операционная рентабельность	39.8%	55.4%	-15.5 пп
Чистая рентабельность	25.0%	47.8%	-22.8 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	1 457	2 328	-37.4%
Чистый операцион. ден. поток	1 238	1 752	-29.3%
CAPEX	428	406	5.4%
Свободный денежный поток	810	1 346	-39.8%

млн. долл.	2013	2012	%
Активы	12 660	14 291	-11.4%
в т.ч. ден. ср-ва и депозиты	930	1 657	-43.9%
Долг	5 046	3 942	28.0%
доля краткосрочного долга	29.0%	28.5%	0.5 пп
Чистый долг	4 116	2 285	80.1%
Капитал	5 742	8 758	-34.4%
CAPEX/EBITDA	0.3x	0.2x	-
Долг/EBITDA	3.1x	1.7x	-
Чистый долг/EBITDA	2.5x	1.0x	-
Долг/Капитал	0.9x	0.5x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

краткосрочной части почти не изменилась к началу года и составила 29%. Чистый же долг компании показал куда более быстрый рост, увеличившись на 80.1% г/г (до 4.1 млрд. долл.), что было обусловлено снижением денежных средств и ликвидных активов на балансе на 43.9% к началу года (до 930 млн. долл.). Быстрое увеличение чистого долга, на фоне заметного сокращения EBITDA, привело к скачку долговой нагрузки Уралкалия: на конец прошлого года ее уровень достиг 2.5x чистый долг / EBITDA, тогда как на начало 2013 г. показатель составлял лишь 1x. Подводя итог обзора финансовых показателей, отметим, что, несмотря на весь негатив, который выпал на долю Уралкалия в прошлом году, компания, в целом, сохраняет весьма сильный кредитный профиль, поддержку которому продолжает оказывать высокий уровень операционной рентабельности, устойчивый позиции среди лидеров рынка и сохранение широкого доступа к рефинансированию. Кроме того, в 2014 г. можно ожидать постепенного снижения долговой нагрузки Уралкалия на фоне усиления операционного денежного потока, который произойдет за счет увеличения продаж и стабилизации экспортных цен на хлоркалий. Данные факторы, безусловно, были приняты во внимание рейтинговыми агентствами, которые во 2П13 подтвердили кредитные рейтинги Уралкалия на прежнем уровне, лишь Fitch изменило прогноз по рейтингу со «стабильного» до «негативного» (у S&P и Moody's уже итак были негативными).

В ходе начавшихся в марте распродаж, обусловленных обострением кризиса на Украине, евробонд Уралкалия потерял 6-7 фигур в цене и обновил исторический минимум на уровне 91.18% от номинала (после распродаж на новостях о разрыве с Беларусью калия бумага проседала до 92.57%). Впрочем, к настоящему моменту выпуск URKARM'18 отыграл почти все потери и торгуется по 96.31% от номинала. В терминах динамики спрэдов URKARM'18 выглядел заметно лучше как рынка в целом, так и PHORRU'18, и в особенности – EUCHEM'17. Так, спрэд URKARM'18 составляет сейчас около 350 бп к кривой UST, притом, что с начала марта спрэд бумаги расширился и до 500 бп к UST. Текущие котировки URKARM'18 находятся примерно на уровне евробонда ФосАгро (BBB-/Baa3/BB+), что означает дисконт около 90 бп к немного более короткому выпуску ЕвроХима (BB-/BB). На наш взгляд, евробонд Уралкалия оценен справедливо в текущих условиях, а дальнейшее сужение спрэда будет обусловлено, в первую очередь, восстановлением денежных потоков компании при условии сохранения относительной стабильности на Украине.

Магнит (S&P: BB/Stable): хороший рост выручки и сопоставимых продаж в 1K14, в бумагах компании без особых изменений

Вчера крупнейший розничный ритейлер Магнит раскрыл операционные данные за 1K14, которые мы оцениваем позитивно. Розничная выручка компании выросла на 24.9% г/г (до 164 млрд. руб.) чему способствовали как увеличение на 16.7% г/г (до 3 069 тыс. кв. м) общей торговой площади, так и хороший рост сопоставимых продаж – на 7.5% г/г. Напомним, что с 2014 г. Магнит использует другую методику расчета LFL-выручки, которая соответствует общепринятой в отрасли и позволяет сравнивать темпы роста напрямую с результатами остальных ключевых игроков. Больше всего увеличились площади основного для Магнита формата магазинов у дома – на 320 тыс. кв. м, достигнув 2 350 тыс. кв. м (+15.8% г/г). В то же время, по темпам роста лидировали входящие в сеть гипермаркеты: их площадь выросла на 21.4% г/г и достигла 494 тыс. кв. м. В части сопоставимых продаж отметим, что магазины у дома показали неплохой, в целом, результат (рост сопоставимых продаж на 6% г/г), однако их слабым местом остается невысокие темпы роста количества покупок (вклад этой компоненты за 1K14 составил лишь 0.6%). Вместе с тем, по-прежнему высокие темпы продолжают демонстрировать гипермаркеты, у которых нет проблем с покупателями: рост LFL-выручки на 9.2% г/г был почти в равной мере обеспечен за счет увеличения чека (на 4.3% г/г) и трафика (на 4.6% г/г).

В целом, результаты Магнита за 1K14 выглядят хорошо, учитывая традиционно слабую потребительскую активность в январе и то, что компании становится все сложнее поддерживать привычные темпы роста, поскольку эффект высокой базы лишь усиливается. В этом контекст можно вспомнить слабый по меркам Магнита 4K13, в котором темпы роста выручки сохранялись на уровне ниже 30% в течение всего квартала. Рост выручки в 4K13 составил 25.8% г/г, неожиданно достигнув минимума в декабре – в этом месяце выручка компании увеличилась лишь на 22.9% г/г, что является худшим месячным результатом для Магнита за весь посткризисный период. Среди основных причин, обусловивших такую динамику, помимо влияния

Ключевые операционные показатели Магнита за 1K14

	1K14	1K13	%
Всего магазинов, в т.ч.	8 256	7 075	-
Магазины у дома	7 341	6 209	18.2%
Гипермаркеты	165	132	25.0%
Семейные магазины	50	21	x2.4
Магазины косметики	700	713	-1.8%
Торговая площадь, тыс.кв.м.	3 069	2 630	16.7%
Магазины у дома	2 350	2 030	15.8%
Гипермаркеты	494	407	21.4%
Семейные магазины	58	26	123.1%
Магазины косметики	167	166	0.6%
LFL-прирост 1 K14 к 1K13	Выручка, RUR	Ср.чек, RUR	Трафик
Итого по Компании	7.49%	5.60%	1.79%
Магазины у дома	5.96%	5.32%	0.61%
Гипермаркеты	9.17%	4.34%	4.62%
млн. руб.	1K14	1K13	%
Розничная выручка, в т.ч.	163 952	131 218	24.9%
Магазины у дома	126 020	104 145	21.0%
Гипермаркеты	29 590	22 671	30.5%
Семейные магазины	4 454	1 936	x2.3
Магазины косметики	3 888	2 466	x1.6

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

эффекта высокой базы, Магнит отметил также аномально теплую погоду в декабре, которая привела к перераспределению части потребительского трафика в пользу открытых продовольственных рынков и ярмарок. Кроме того, у «цивилизованных» торговых форматов наблюдалось смещение предпочтений покупателей в сторону крупных торговых форматов (гипермаркетов и торговых центров). Напомним также, что в этом году компания ожидает рост выручки в рублях на уровне 22-24% (в 2013 г. рост рублевой выручки составил 29.2% г/г), ближе к верхней границе, тогда как прогноз по рентабельности EBITDA составляет 10.5%, но может быть пересмотрен по результатам 1K14.

В бумагах Магнита, как и на внутреннем рынке в целом, с началом острой фазы кризиса на Украине произошло существенное сжатие ликвидности. На небольших оборотах вчера проходили сделки в выпусках Магнит БО-07 и Магнит 01, бумаги торговались со спрэдом порядка 150-160 бп к ОФЗ, что на 20-30 бп шире докризисных уровней. Выпуски индикативно сохраняют дисконт около 80 бп к X5 (B+/B2/-), что выглядит справедливо, учитывая различия в кредитном качестве этих компаний.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

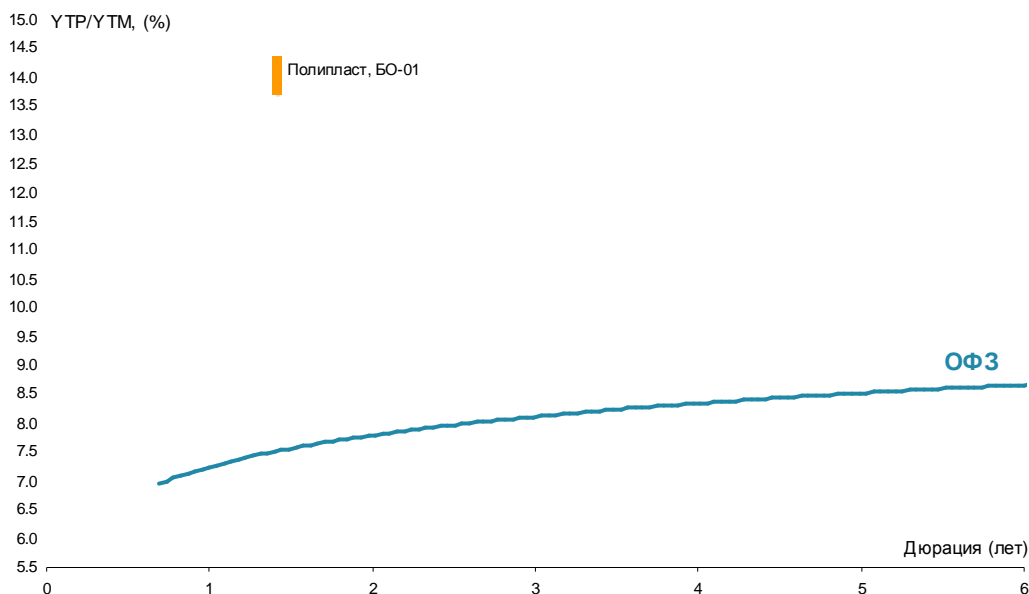
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	13.69-14.22	11.04.2014	15.04.2014	нет / 1.41 г	1.5 г. / 5 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г.
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г.
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ва3 / ВВ-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г.
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / ВВ-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г.
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Роснефть, БО-01	BBB / Ваa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Ваa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Ваa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	BB- / - / ВВ	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru

Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.