

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

ФосАгро (BBV-/Ваа3/BB+): умеренно-позитивный финансовый отчет по итогам 1К14, бумаги компании выглядят не очень интересно

Вчера ФосАгро, один из ведущих мировых производителей фосфорсодержащих удобрений, опубликовал финансовую отчетность за 1К14. В целом, мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. По итогам прошлого квартала рост выручки компании составил 1.8% г/г (до 29.4 млрд. руб.), а EBITDA выросла сразу на 13.3% г/г (до 8.6 млрд. руб.), что позволило восстановить рентабельность по EBITDA до 29.2% (+3 пп г/г). Отметим, что в 1К14 ФосАгро также показало достаточно сильные темпы роста операционного денежного потока (на 60.1% г/г), чему способствовали более низкие темпы роста дебиторской задолженности. В то же время, долговая нагрузка ФосАгро на конец 1К14 сохранилась на уровне начала года, составив 1.8x в терминах чистый долг / EBITDA LTM.

Необходимо отметить, что, как и для отчитавшегося днем ранее ЕвроХима (BB-/BB), существенное влияние на динамику финансовых результатов и долга в 1К14 оказало изменение валютных курсов. Так, согласно данным Bloomberg, курс рубля, в котором представлена отчетность ФосАгро, снизился по итогам 1К14 на 12.7% к 1К13, что и позволило компании формально показать рост выручки и прибыли с учетом ее структуры продаж (на внутренний рынок приходится только 1/3 продаж в денежном выражении). В то же время, выручка ФосАгро в долларах по итогам 1К14 снизилась на 11.5% г/г (до 841 млн. долл.), а EBITDA сохранилась на уровне 1К13, составив 246 млн. долл. Причиной сокращения выручки в долларовом эквиваленте стало сохранение более низких цен на удобрения в 1К14 по сравнению с 1К13, в то же время, цены все же выросли относительно достигнутых в 4К13 минимумов. Так, в течение всего прошлого квартала ФосАгро поддерживало почти 100% уровень загрузки мощностей. В результате общее производство удобрений выросло на 5.2% г/г (до 1 604 тыс. т), в том числе рост выпуска для фосфорсодержащих удобрений составил 4.3% г/г (до 1 230 тыс. т), для азотных удобрений – 7.8% г/г (до 374 тыс. т). В то же время, продажи удобрений в 1К14 выросли лишь на 0.6% г/г (до 1 641 тыс. т), при этом сокращение отгруженных объемов фосфорсодержащих удобрений на 6.2% г/г (до 1 215 тыс. т) было компенсировано увеличением продаж азотных удобрений на 26.8% г/г (до 426 тыс. т). Как ранее отмечала компания, в 2014 г. негативное влияние решения Уралкалия (BBV-/Ваа3/BBV-) о прекращении продаж через БКК практически прекратилось, и произошла нормализация цен по основным фосфорсодержащим удобрениям. Сохранению же EBITDA в долларах в 1К14 на уровне прошлого года способствовал рост валовой маржи – до 40.7% (в 1К13 показатель составлял 35.6%), который произошел, в основном, из-за падения расходов на персонал, а также сокращения затрат на химическое сырье и топливо.

Существенным позитивным моментом для ФосАгро стал быстрый рост чистого операционного денежного потока, который увеличился на 60.1% г/г (и достиг 6.5 млрд. руб.), что произошло благодаря ускорению расчетов с дебиторами. В свою очередь, рост операционных поступлений позволил почти в 4 раза нарастить сумму свободного денежного потока (до 2.5 млрд. руб.), несмотря на увеличение CAPEX (включая НМА и лизинг) на 17.6% г/г (до 4 млрд. руб. или 0.5x EBITDA). Свободный денежный поток был направлен, главным образом, на увеличение накопленной на балансе суммы денежных средств.

Общий долг ФосАгро на конец 1К14 вырос на 17.8% к началу года и достиг 62.2 млрд. руб. Одним из основных факторов роста долга в рублях на конец прошлого квартала вновь стала валютная переоценка, в связи с тем, что практически весь

Ключевые финансовые показатели ФосАгро по МСФО за 1К14

млн. руб.	1К14	1К13	%
Выручка	29 416	28 902	1.8%
ЕБИТДА*	8 587	7 578	13.3%
Операционная прибыль	6 604	5 692	16.0%
Чистая прибыль	1 909	3 291	-42.0%
Рентабельность по EBITDA	29.2%	26.2%	3.0 пп
Операционная рентабельность	22.5%	19.7%	2.8 пп
Чистая рентабельность	6.5%	11.4%	-4.9 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	8 804	7 560	16.5%
Чистый операцион. ден. поток	6 519	4 072	60.1%
CAPEX (включая НМА и лизинг)	4 048	3 443	17.6%
Свободный денежный поток	2 471	629	x3.9

млн. руб.	1К14	2013	%
Активы	137 383	126 252	8.8%
в т.ч. денежные средства	16 776	8 938	87.7%
Долг	62 162	52 756	17.8%
доля краткосрочного долга	18.2%	25.0%	-6.8 пп
Чистый долг	45 386	43 818	3.6%
Капитал	61 442	59 326	3.6%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.8x	-
Долг/EBITDA LTM	2.5x	2.2x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.8x	1.8x	-
Долг/Капитал	1.0x	0.9x	-

* показатель скорректирован на неденежные или/и единовременные доходы/расходы

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

долговой портфель компании номинирован в долларах. Чистое привлечение нового долга составило в 1К14 около 5 млрд. руб. в эквиваленте – эта сумма также почти полностью осела на счетах ФосАгро. В результате, рост денежных остатков (почти в 2 раза по сравнению с началом года) за счет долговых поступлений и свободного денежного потока в значительной мере нивелировали увеличение чистого долга, который вырос только на 3.6% (до 45.4 млрд. руб.). В свою очередь, минимальное увеличение чистого долга, вкупе с ростом EBITDA в 1К14, позволило сохранить на неизменном уровне долговую нагрузку ФосАгро на конец прошлого квартала – 1.8x в терминах чистый долг / EBITDA LTM. В части срочной структуры долга можно отметить позитивные изменения: доля краткосрочных обязательств снизилась до 18.2% против 25% на начало года. Подводя итог, на наш взгляд, опубликованная отчетность умеренно-позитивна для кредитного профиля компании. Последние изменения в рейтингах ФосАгро были связаны с рейтингом от S&P: в апреле агентство ухудшило прогноз по рейтингу до негативного, однако это произошло в канве снижения суверенного рейтинга России, по которому агентство установило негативный прогноз.

Дебютный евробонд компании PHORRU'18 по итогам кризисных распродаж в начале марта показал весьма неплохую динамику в терминах спреда. Спред бумаги к кривой UST расширились примерно на 30 бп, что было лучше рынка в целом и лучше выпуска Уралкалия (BBB-/Ваа3/BBB-), который расширил спред на 40 бп. Текущий спред PHORRU'18 к UST составляет около 360 бп, что на 20 бп уже спреда чуть более длинного URKARM'18. С учетом того, что кредитные метрики Уралкалия выглядят заметно лучше, на наш взгляд, это снижает привлекательность бумаг ФосАгро в текущих условиях.

Динамика операционных результатов ФосАгро по итогам 1К14

Производство, тыс. тонн	1К14	1К13	%%
Апатитовый концентрат	2 009	1 972	1.9%
Нефелиновый концентрат	162	254	-36.2%
Фосфоросодерж. удобрения	1 230	1 179	4.3%
в том числе ДАФ/МАФ	571	530	7.7%
НРК	499	434	15.0%
Сульфоаммофос	58	113	-48.7%
ЖКУ	29	25	16.0%
КМКФ	65	62	4.8%
Сульфат калия	8	15	-46.7%
Азотные удобрения	374	347	7.8%
в том числе САФУ	-	-	-
Аммиачная селитра	122	113	8.0%
Карбамид	252	234	7.7%
Продажи, тыс. тонн	1К14	1К13	%%
Апатитовый концентрат*	714	766	-6.8%
Нефелиновый концентрат	159	252	-36.9%
Фосфоросодерж. удобрения	1 215	1 295	-6.2%
в том числе ДАФ/МАФ	567	614	-7.7%
НРК	470	428	9.8%
Сульфоаммофос	81	162	-50.0%
ЖКУ	26	17	52.9%
КМКФ	63	56	12.5%
Сульфат калия	8	18	-55.6%
Азотные удобрения	426	336	26.8%
в том числе САФУ	-	-	-
Аммиачная селитра	143	119	20.2%
Карбамид	283	217	30.4%
ВСЕГО УДОБРЕНИЙ	1 641	1 631	0.6%
в т.ч. про-во ОАО «Апатит»	873	1 018	-14.2%
доля пр-ва ОАО «Апатит»	53.2%	62.4%	-9.2 пп

* реализация внешним покупателям

Источник: Данные Компании,
расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

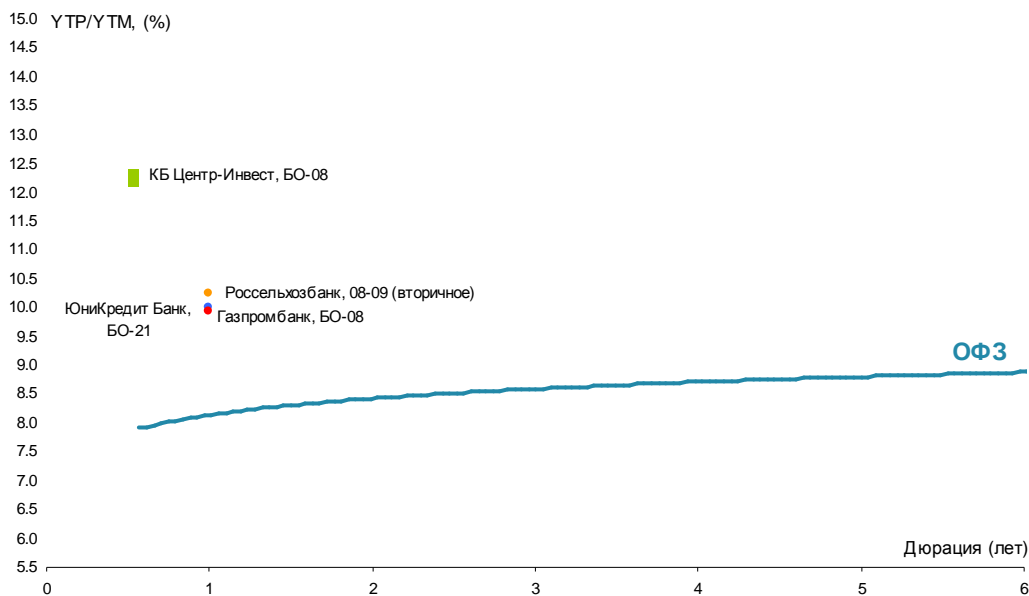
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	9.99	16.05.2014	23.05.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
ЮниКредит Банк, БО-21	BBB / Ваа2 / BBB+	да	10 000	9.94	20.05.2014	23.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
КБ Центр-Инвест, БО-08	- / Ваа3 / -	да	2 000	12.10-12.36	22.05.2014	26.05.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 5 лет
Россельхозбанк, 08 (вторичное)	- / Ваа3 / BBB-	да	до 5 000	не более 10.25	22.05.2014	26.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5.5 лет
Россельхозбанк, 09 (вторичное)	- / Ваа3 / BBB-	да	до 5 000	не более 10.25	22.05.2014	26.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5.5 лет
Башнефть, БО-05	- / Ва2 / BB	да	10 000	н/д	22.05.2014	26.05.2014	нет / н/д	4.5 г / 10 лет
АИЖК, БО-02		да	5 000	10.27-10.60				

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
Мегафон, БО-04	BBB- / Ваа3 / -	да	15 000	4.0 / 100%	10.04-10.25	9.67	20.05.2014	нет / 1 г
ТД Спартак-Казань, БО-01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	14.49	06.05.2014	нет / 1.4 г
ДельтаКредит, БО-06	- / Ваа3 / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	10.62	10.62	06.05.2014	нет / 6.45 г
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	н/д / 44%	не более 9.99	9.99	05.05.2014	нет / 0.5 г
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	29.04.2014	нет / 1.86 г
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	3.2 / 100%	10.25-10.51	10.15	29.04.2014	нет / 1.43 г
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
АИЖК, А30	BBB / Ваа1 / -	да	6 000	н/д / 100%	10.26-10.69	9.83	28.04.2014	1.5 г / 19 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	2 600	н/д / 100%	не более 9.99	9.99	25.04.2014	0.5 г / 8 лет
Разгуляй-Финанс, БО-03	NR	нет	450	0.45 / 45%	Конкурс	13.00	22.04.2014	нет / 0.5 г
Трансфин-М, БО-26	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.04.2014	нет / 4 г
Банк ЗЕНИТ, БО-07 (вторичное)	- / Ва3 / BB-	да	1 907	1.4 / 100%	10.51	10.51	16.04.2014	нет / 1 г
ВЭБ-Лизинг, 03 (вторичное)	BBB / - / BBB	да	1 654	4.6 / 100%	не более 9.72	9.56	16.04.2014	нет / 1 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
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
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.