

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина n.tolstosheina@zenit.ru Кирилл Сычев k.sychev@zenit.ru

ФосАгро (BBB-/Baa3/BB+): нейтральные финансовые результаты за 9М14, еврооблигации компании малопривлекательны

Вчера ФосАгро, один из ведущих мировых производителей фосфорсодержащих минеральных удобрений, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 9М14, которые мы оцениваем как нейтральные. Так, за 9М14 рублевая выручка компании увеличилась на 6.7% г/г до 86.8 млрд руб., EBITDA – на 24% г/г до 25.8 млрд руб., EBITDA margin – на 4.1 пп до 29.7%. Переоценка большей части кредитного портфеля, номинированного в долларах, привела к росту чистого долга за 9М14 в рублевом выражении на 20.3%, однако повышение EBITDA позволило компании сохранить долговую нагрузку на уровне 31 декабря 2013 г.

За 9М14 выручка ФосАгро в рублевом выражении выросла на 6.7% г/г до 86.8 млрд руб. Около 66% доходов компании пришлось на реализацию продукции на внешних рынках, поэтому одним из ключевых факторов увеличения рублевой выручки стало ослабление национальной валюты к бивалютной корзине. За аналогичный период долларовая выручка ФосАгро уменьшилась на 4.6% г/г до 2.45 млрд долл. В разрезе основных направлений бизнеса наиболее сильные результаты показал сегмент азотных удобрений. Так, за 9М14 выручка от реализации азотсодержащей продукции увеличилась на 22.6% г/г до 12 млрд руб. на фоне увеличения натурального объема продаж азотных удобрений на 16.1% г/г до 1 080 тыс. тонн. Несмотря на благоприятную конъюнктуру рынка фосфорсодержащей продукции, выручка от ее реализации увеличилась весьма умеренно, на 4.7% г/г до 74.2 млрд руб., в связи со сдержанными темпами роста продаж фосфорсодержащих удобрений (+1.1% г/г до 3 518 тыс. тонн) и сокращением продаж апатитового и нефелинового концентратов на 15.7% г/г до 2 557 тыс. тонн.

За 9М14 EBITDA ФосАгро выросла на 24% г/г до 25.8 млрд руб., EBITDA margin – на 4.1 пп до 29.7%. Ключевыми факторами роста показателей за 9М14 стали увеличение выручки и при этом сокращение себестоимости реализованной продукции на 2.1% г/г до 50.7 млрд руб. на фоне снижения затрат на выплату зарплат и отчислений в социальные фонды на 21.6% г/г до 7.3 млрд руб. В отчетном периоде компания продолжила аккумулировать положительный свободный денежный поток, который по сравнению с 9М13 вырос в 3.5 раза до 9.4 млрд руб. Этому способствовало, с одной стороны, увеличение операционного денежного потока до изменения оборотного капитала на 23.6% г/г до 25.5 млрд руб. и снижение расходов на CAPEX на 8.6% г/г до 12 млрд руб., с другой. В отчетном период ФосАгро направила 6.0 млрд руб. на приобретение неконтролирующих долей, в частности, в компании ОАО «ФосАгро-Череповец», а также 2.7 млрд руб. на выплату дивидендов.

За 9М14 чистый долг ФосАгро увеличился на 20.3% до 52.7 млрд руб. По нашим оценкам, основным фактором роста чистого рублевого долга стала переоценка большей части кредитного портфеля, номинированного в долларах, в связи с ослаблением национальной валюты. Тем не менее, рост денежных потоков ФосАгро позволил сохранить долговую нагрузку компании на уровне конца 2013 года: по состоянию на 30 сентября 2014 г. отношение net debt/EBITDA LTM составило 1.8x. Кроме того, компания располагает подушкой ликвидности в виде денежных средств на счетах (20.6 млрд руб. на 30 сентября 2014 г.), превышающей весь объем краткосрочного долга (13.6 млрд руб.), что свидетельствует о низких рисках рефинансирования ФосАгро в ближайшей перспективе.

Следует отметить, что в ноябре 2014 г. совет директоров ФосАгро рекомендовал выплатить промежуточные дивиденды за 3К14 на общую сумму 2.59 млрд руб. По нашим оценкам, данные выплаты приведут к небольшому росту долговой нагрузки, до 1.9x в терминах net debt/EBITDA LTM.

Единственный выпуск еврооблигаций компаний, PHORRU'18, торгуется по 94.6% от номинала, последние биды находятся на уровне 94.2% от номинала, что соответствует спреду 460 бп к UST. По нашему мнению, выпуск PHORRU'18 является не слишком интересным для инвесторов, поскольку с сопоставимым уровнем спредов (455-475 бп к UST) торгуются еврооблигации ряда компаний первого эшелона, в частности, Газпрома (BBB-/Baa1/BBB), GAZPRU'19, РЖД (BBB-/Baa2/BBB), RURAL'17, и Роснефти (BBB-/Baa2/-), ROSNMR'17.

Ключевые финансовые показатели ФосАгро по МСФО за 9М14

млн руб.	9М14	9М13	%
Выручка	86 758	81 276	6.7%
ЕБИТДА	25 750	20 758	24.0%
Операционная прибыль	19 736	14 982	31.7%
Чистая прибыль	6 273	9 094	-31.0%
Рентабельность по ЕБИТДА	29.7%	25.5%	4.1 пп
Операционная рентабельность	22.7%	18.4%	4.3 пп
Чистая рентабельность	7.2%	11.2%	-4 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	25 475	20 607	23.6%
Чистый операцион. ден. поток	21 451	15 865	35.2%
CAPEX (включая НМА)	12 036	13 163	-8.6%
Свободный денежный поток	9 415	2 702	248.4%

млн руб.	9М14	2013	%
Активы	146 672	126 252	16.2%
в т.ч. денежные средства	20 585	8 938	130.3%
Долг	73 312	52 756	39.0%
доля краткосрочного долга	18.5%	25.0%	-6.5 пп
Чистый долг	52 727	43 818	20.3%
Капитал	55 311	59 326	-6.8%
CAPEX/ЕБИТДА	0.5x	0.8x	-
(CAPEX+НМА)/ЕБИТДА	0.7x	1.4x	-
Долг/ЕБИТДА LTM	2.5x	2.2x	-
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	1.8x	1.8x	-
Долг/Капитал	1.3x	0.9x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

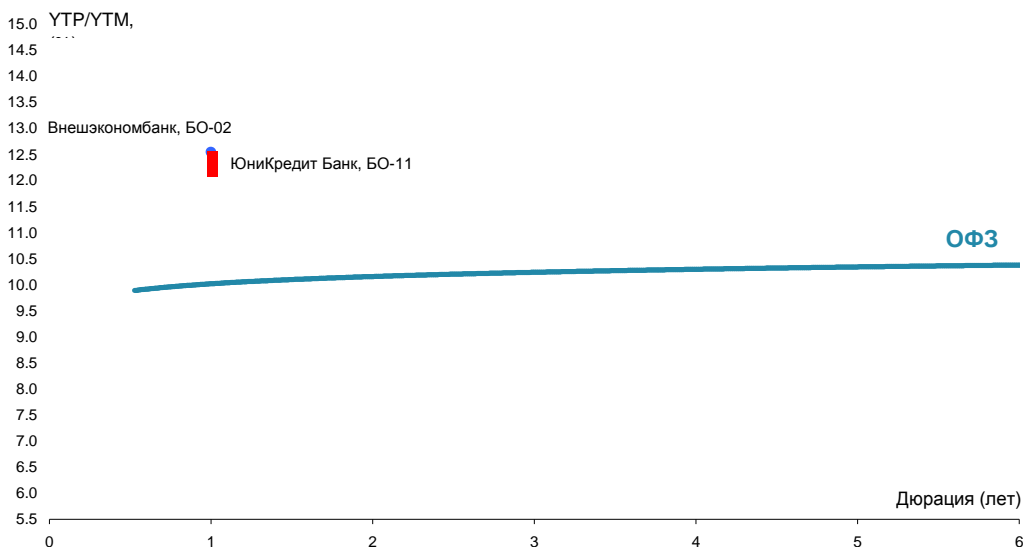
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
ЮниКредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	12.15-12.47	20.11.2014	26.11.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	12.55	19.11.2014	27.11.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г

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
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д / 100%	н/д	10.25	05.11.2014	нет / 5.19 г
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	4 000	1.0 / 100%	12.56-13.44	13.00	30.10.2014	нет / 0.38 г
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	10.78-10.99	10.99	28.10.2014	нет / 1 г
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-35	NR	нет	2 500	н/д / 99.2%	н/д	10.25	27.10.2014	нет / 4.04 г
Русфинанс Банк, БО-11	BBB- / Ba1 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	11.88-11.99	12.04	23.10.2014	нет / 1 г
РГС-Недвижимость, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
РГС-Недвижимость, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.30	22.10.2014	нет / 0.5 г
Транснефть, БО-03	BBB- / Baa1 / -	да	15 000	н/д / 100%	11.09-11.30	11.30	22.10.2014	нет / 1.42 г
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	16.10.2014	нет / 1.41 г
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	16.10.2014	нет / 1.84 г
Трансфин-М, БО-25	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	15.10.2014	нет / 1 г
Фольксваген Банк Рус, 08	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	15.10.2014	нет / 1.84 г
Авангард-Агро, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.10-12.63	12.36	14.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-34	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.25	13.10.2014	нет / 3.39 г
Россельхозбанк, БО-14	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	13.10.2014	нет / 6.27 г
Россельхозбанк, БО-13	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	10.10.2014	нет / 6.27 г
Русфинанс Банк, 14	BBB- / Ba1 / BBB	да	4 000	1.5 / 100%	11.51-11.73	11.73	08.10.2014	нет / 1.42 г
Татфондбанк, БО-11 (допвыпуск)	B / B2 / -	да	1 000	н/д / 100%	12.66	12.66	07.10.2014	нет / 0.91 г
Промсвязьбанк, БО-06	BB- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.04-12.68	12.36	02.10.2014	нет / 1 г
Росбанк, А7	- / Baa3 / BBB	да	3 000	2.4 / 100%	11.04-11.57	11.09	30.09.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, БО-01	B+ / - / -	да	3 000	н/д / 100%	13.37-13.92	13.65	29.09.2014	нет / 0.72 г
Российский Капитал, БО-01 (вторич.)	- / - / B+	да	2 385	н/д / 100%	н/д	12.34	29.09.2014	0.93 г / 2 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

Зам.начальника Департамента

Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
 Константин Поспелов
 Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
 Максим Симагин
 Александр Валканов
 Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Макроэкономика
 Макроэкономика/кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Акции

Акции
 Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Владимир Евстифеев
 Кирилл Сычев
 Наталия Толстошеина
 Евгений Чердаков
 Дмитрий Чепрагин
 Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Денис Ручкин
 Фарида Ахметова
 Марина Никишова
 Вера Панова
 Алексей Басов

ibcm@zenit.ru
d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@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.