

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

Уралкалий (ВВВ-/Ва1/ВВВ-): хорошие финансовые результаты по итогам 2014 год, еврооблигации компании оценены справедливо

Вчера Уралкалий опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2014 год, которые мы оцениваем как достаточно сильные. В 2014 году, несмотря на снижение средних экспортных долларовых цен на хлористый калий на 13% г/г, чистая выручка Уралкалия выросла на 4.5% г/г до 2 785 млн долл., EBITDA – на 9.2% г/г до 1 784 млн долл., EBITDA margin – на 2.7 пп до 64.1%. Прошлый год Уралкалий завершил с большим свободным денежным потоком и существенно сократил чистый долг, что способствовало снижению долговой нагрузки в терминах net debt/EBITDA до 1.8x против 2.5x на 31 декабря 2013 г.

Ключевой причиной роста долларовой чистой выручки Уралкалия (за вычетом расходов на фрахт, перевалку и оплату железнодорожного тарифа) в условиях снижения цен на продукцию стало увеличение производства хлористого калия на 21% г/г до 12.1 млн тонн и его реализации на 24.2% г/г до 12.3 млн тонн (произошедшая в ноябре 2014 г. авария на руднике Соликамск-2 не оказала заметного влияния на объем годового производства). Девальвация рубля обеспечила снижение денежной долларовой себестоимости выпуска тонны продукции на 19% г/г, что способствовало повышению EBITDA margin в 2014 году на 2.7 пп г/г до 64.1%.

В 2014 году чистый операционный денежный поток Уралкалия увеличился на 11.6% г/г до 1 380 млн долл. Кроме того, в прошлом году компания сократила расходы на CAPEX на 14.8% г/г до 364 млн долл., что является весьма умеренным уровнем относительно денежных потоков Уралкалия. В результате, в 2014 году свободный денежный поток вырос на 25.4% г/г до 1 017 млн долл. Данные средства Уралкалий направил в том числе на выплату дивидендов на 290.1 млн долл. и на пополнение подушки ликвидности. Кроме того, в 2014 году компания существенно увеличила остаток денежных средств за счет привлечения новых финансовых обязательств. В результате, в 2014 году долг Уралкалия вырос на 11.6% г/г до 5 631 млн долл., в то время как чистый долг сократился на 22.9% г/г до 3 175 млн долл. на 31 декабря 2014 года. Сокращение чистого долга на фоне роста EBITDA способствовало уменьшению долговой нагрузки в терминах net debt/EBITDA до 1.8x на 31 декабря 2014 г. против 2.5x на 31 декабря 2013 г.

100% кредитного портфеля компании на 31 декабря 2014 г. номинировано в долларах, учитывая экспортно-ориентированную модель бизнеса компании (на Россию приходится менее 20% сбыта). В валюте номинировано более 95% ликвидных средств в виде депозитов и остатка денежных средств на счетах, общая сумма которых на 31 декабря 2014 г. составила 2 455 млн долл. Объем данных средств превышает долг с погашением до конца 2016 г. Учитывая весьма умеренный уровень долговой нагрузки, существенный запас денежных средств и доступ к новым кредитным линиям, риски рефинансирования компании мы считаем незначительными.

В 2015 году Уралкалий ожидает сокращение мирового спроса на калий до 58-59 млн тонн против 62 млн тонн за 2014 год. В текущем году компания планирует снизить объем выпуска хлористого калия на 15.7% г до 10.2 млн тонн калия, что обусловлено сокращением совокупных производственных мощностей в связи с аварией на руднике Соликамск-2. Снижение выпуска, вероятно, окажет негативное воздействие на динамику выручки компании по итогам 2015 г. Для восполнения к 2020 году «потерянных» мощностей Уралкалий планирует заметно увеличить

Ключевые финансовые показатели Уралкалия по МСФО за 2014 г.

млн долл.	2014	2013	%
Чистая выручка	2 785	2 665	4.5%
EBITDA	1 784	1 634	9.2%
Операционная прибыль	1 358	1 058	28.3%
Чистая прибыль	-631	666	
Рентабельность по EBITDA	64.1%	61.3%	2.7 пп
Операционная рентабельность	48.8%	39.7%	9.1 пп
Чистая рентабельность	-22.7%	25.0%	-47.7 пп

Операц. ден. поток до изм. ОК	1 799	1 457	23.5%
Чистый операцион. ден. поток	1 380	1 238	11.6%
CAPEX	364	427	-14.8%
Свободный денежный поток	1 017	811	25.4%

млн долл.	2014	2013	%
Активы	9 657	12 660	-23.7%
в т.ч. ден. ср-ва и депозиты	2 455	930	164.0%
Долг	5 631	5 046	11.6%
доля краткосрочного долга	11.2%	29.0%	-17.8пп
Чистый долг	3 175	4 116	-22.9%
Капитал	2 671	5 742	-53.5%

CAPEX/EBITDA	0.2x	0.3x	-
Долг/EBITDA	3.2x	3.1x	-
Чистый долг/EBITDA	1.8x	2.5x	-
EBITDA/Проценты к уплате	6.9x	6.0x	-
Долг/Капитал	2.1x	0.9x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

инвестиционный бюджет: в 2015 году расходы на CAPEX запланированы в размере 560 млн долл., в 2016 году – 728 млн долл., в 2017 году – 890 млн долл. (в 2.4 раза больше расходов на CAPEX за 2014 год). Постепенное увеличение расходов на CAPEX на фоне сниженного по сравнению с 2014 годом объема выпуска хлористого калия может привести, по нашим оценкам, к уменьшению свободного денежного потока Уралкалия, что ограничит возможность финансового маневра компании в среднесрочной перспективе. Тем не менее, риски заметного ухудшения кредитного профиля компании мы считаем ограниченными, учитывая эффективную бизнес-модель Уралкалия и существенный запас финансовой прочности в настоящее время.

В настоящее время единственный выпуск еврооблигаций компании URKARM'18 торгуется с доходностью 8.2% годовых (спрэд к UST – около 720 бп.), что мы считаем справедливым уровнем. На рынке еврооблигаций существуют более доходные альтернативы эмитентов с хорошим кредитным качеством, однако премии в данных выпусках, по нашим оценкам, во многом обусловлены введенными по отношению к компаниям и/или акционерам санкциями. В частности, еврооблигации Роснефти TMENRU'18 торгуются с доходностью 8.4% годовых, SIBUR'18 – 8.8% годовых.

ТМК (В+/В1-): умеренно-позитивный финансовый отчет по итогам 2014 г, евробонды компании среди самых доходных на рынке

Вчера крупнейший российский производитель нефтегазовых труб ТМК раскрыл финансовый отчет по итогам 2014 г. Мы оцениваем опубликованные показатели умеренно-позитивно. Так, выручка компании по итогам прошлого года снизилась достаточно умеренно (на 6.6% г/г), составив около 6 млрд. долл., тогда как EBITDA сократилась более заметно (на 13.9% г/г), составив 1.16 млрд. долл. В результате, рентабельность по EBITDA компании несколько сократилась – до 19.5% (-1.6 пп г/г). В целом, темпы снижения финансовых результатов ТМК по итогам 2014 г оказались в рамках ожиданий. В то же время, несмотря на падение EBITDA, к концу прошлого года компании удалось снизить уровень долговой нагрузки – в терминах чистый долг / EBITDA показатель составил 3.7x (против 3.8x на начало года).

Давление на финансовые результаты ТМК за 2014 г оказывали, во-первых, рост цен на металлопрокат в течение прошлого года, а также девальвация рубля (более 2/3 выручки компании формируется на внутреннем рынке), что, в полной мере, не смог компенсировать рост цен и отгрузок на 1.5% г/г (в тч труб нефтегазового сортамента на 5.6% г/г). Отметим, что рост отгрузок в прошлом году был обеспечен за счет рекордных результатов американского дивизиона на фоне увеличения объемов бурения в США, тогда как поставки на внутренний рынок в 2014 г остались на уровне 2013 г как в сегменте бесшовных, так и сварных труб. ТМК сообщила, что в прошлом году отгрузки американского сегмента увеличились, в целом, на 5.8% г/г, достигнув исторического максимума в 1.2 млн. тонн. Отметим, что рост отгрузок на американском рынке произошел за счет увеличения объемов нефтегазового бурения и освоением запасов нетрадиционных углеводородов, что вызвало рост продаж как сварных (на 3.3% г/г), так и более дорогих бесшовных труб (на 22.6% г/г). Кроме того, выросли и объемы продаж премиальных резьбовых соединений – на 38.5% г/г, также достигнув рекордных уровней. Вместе с тем, цены на нефть, продемонстрировавшие существенное снижение в течение последних нескольких месяцев, безусловно окажут негативное влияние на объемы бурения как в России, так и в США. Компания ожидает, что на российском рынке объемы отгрузок также покажут умеренное снижение в 1П15, вместе с тем, отгрузки ТМК поддержит реализация крупных инфраструктурных проектов (“Сила Сибири” и “Южный коридор”), что позволит компании увеличить продажи сварных ТБД.

По итогам 2014 г свободный денежный поток ТМК, как и в позапрошлом году, составил достаточно символические 51 млн. долл. (-3.7% г/г), однако позитивно уже то, что компания вывела его значение в положительную зону, тогда как почти весь год этот показатель был отрицательным. Этому способствовало снижение CAPEX, которое в 2014 г составило 23.5% г/г, капвложения составили 293 млн. долл. или 0.4x EBITDA. Сокращение капвложений по масштабам и темпам соответствовало сжатию операционных поступлений – чистый операционный денежный поток упал в 2014 г на 23.5% г/г (до 344 млн. долл.). Свободный денежный поток был направлен на выплату дивидендов (около 51 млн. долл.).

Долг ТМК на конец 2014 г составил 3 223 млн. долл., что на 12.7% ниже уровня начала года. Учитывая, что чистый объем привлечения по итогам прошлого года

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Ключевые финансовые показатели ТМК за 2014 г

млн. долл.	2014	2013	%г
Выручка	6 009	6 432	-6.6%
Валовая прибыль	1 169	1 358	-13.9%
EBITDA	804	952	-15.5%
Чистый (убыток)/прибыль	(217)	215	-
Валовая рентабельность	19.5%	21.1%	-1.6 пп
Рентабельность по EBITDA	13.4%	14.8%	-1.4 пп
Чистая рентабельность	-	3.3%	-
Операц. денеж. поток до изм. в С	807	944	-14.5%
Чистый операцион. денеж. поток	344	450	-23.5%
CAPEX	293	397	-26.1%
Свободный денежный поток	51	53	-3.7%

млн. долл.	2014	2013	%г
Активы	5 649	7 419	-23.8%
в т.ч. денежные средства	253	93	x2.7
Долг**	3 223	3 694	-12.7%
доля краткосрочного долга	23.7%	10.8%	12.9 пп
Чистый долг	2 970	3 600	-17.5%
Капитал	1 271	2 130	-40.3%
CAPEX+M&A	353	435	-18.9%
CAPEX/EBITDA	0.4x	0.4x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.4x	0.5x	-
Долг/EBITDA	4.0x	3.9x	-
Чистый долг/EBITDA	3.7x	3.8x	-
EBITDA/Процентные платежи	3.2x	3.7x	-
Долг/Капитал	2.5x	1.7x	-

* за вычетом процентных платежей

** включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

составил около 154 млн. долл., таким образом, снижение совокупного долга было обусловлено переоценкой его рублевой части после существенной девальвации в конце прошлого года. Неизрасходованные на рефинансирование долга средства осели на счетах компании, в результате денежные остатки на конец года составили 253 млн. долл. (рост в 2.7 раза к 4К13). В результате, долговая нагрузка компании к концу 2014 г снизилась до 3.7x в терминах чистый долг / EBITDA, что чуть ниже уровня начала года, когда показатель составлял 3.8x. Более контрастно снижение долговой нагрузки выглядит относительно уровня конца 3К14, когда показатель все еще составлял 4.3x в терминах чистый долг / EBITDA LTM.

Результаты компании нейтральны для ее рейтингов и даже несколько лучше ожиданий агентств. Менеджмент компании и в дальнейшем будет фокусироваться на сокращении долговой нагрузки и, в этом смысле, девальвация сыграла в плюс компании, позволив сократить долговую нагрузку с заметным опережением (без эффекта девальвации показатель, вероятно, составил бы около 4x EBITDA). Тем не менее, компания все еще сохраняет достаточно высокий уровень долга, который смягчает его благоприятная структура (на долю коротких обязательств на конец 4К14 пришлось 23.7%), а также наличие невыбранных кредитных линий на 880 млн. долл., что превышает весь объем короткого долга ТМК на конец 2014 г.

С начала года евробонды компании оказались в абсолютных лидерах рынка по восстановительной динамике: котировки TRUBRU'18 выросли с 63% от номинала до уровня в 88.3%, а более длинного TRUBRU'20 – с 58.97% до 78.29%. Сузились и спреды бумаг к кривой UST: для TRUBRU'18 на 1 330 бп, бонд сейчас торгуется с доходностью 12.72% годовых, а TRUBRU'20 сузило спред к UST на 650 бп и сейчас торгуется с доходностью 12.69% годовых. Бумаги ТМК являются сейчас одними из самых доходных на рынке, торгуясь на уровне евробондов Распадской (-/B2/B+). На наш взгляд, евробонды ТМК могут представлять интерес для инвесторов с высокой толерантностью к риску.

Динамика операционных показателей ТМК за 2014 г

тыс. тонн	2014	2013	%%
Бесшовные трубы	2 541	2 449	3.8%
Сварные трубы	1 836	1 864	-1.5%
Всего труб	4 377	4 313	1.5%
в т.ч. ОСТГ	1 937	1 835	5.6%
тыс. тонн	4К14	3К14	%%
Бесшовные трубы	693	621	11.6%
Сварные трубы	525	482	8.9%
Всего труб	1 218	1 103	10.4%
в т.ч. ОСТГ	519	446	16.4%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

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
Бинбанк, БО-03 (допвыпуск)	V / - / -	да	1 000	н/д	06.03.2015	н/д	н/д	0.4 г / 1

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
Россельхозбанк, БО-17	- / Va1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	15.87-16.43	16.15	26.02.2015	нет / 1
Связьбанк, БО-03	BB / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.10	26.02.2015	нет / 1
АФК Система, БО-01	BB / B1 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	19.02.2015	нет / 1.3
Газпромбанк, БО-20	BBB-/Ba1/BB+	да	5 000	2.7 / 100%	16.50-16.75	15.90	09.02.2015	нет / 0.
Бинбанк, БО-07	V / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Бинбанк, БО-06	V / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Российский Капитал, БО-03	- / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.81	18.81	22.01.2015	нет / 1
Банк ФК Открытие, БО-07	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	22.01.2015	нет / 0.
Бинбанк, БО-05	V / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	V / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0.
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	V / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.56	10.12.2014	нет / 0.
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0.
Банк МИБ, 03	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.
Банк Союз, БО-06	V / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Банк Союз, БО-01	V / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1

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	Облигации	research@zenit.ru firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	evgenia.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

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.