

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков e.cherdakov@zenit.ru Кирилл Сычев k.sychev@zenit.ru

ФосАгро (BBB-/Ba1/BB+): нейтральный финансовый отчет за 2014 г, еврооблигации компании оценены справедливо

Вчера ФосАгро, один из крупнейших производителей минеральных удобрений, опубликовал финансовые результаты по итогам 2014 г. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. Так, в прошлом году рублевая выручка ФосАгро выросла на 17.7% г/г (до 123.1 млрд руб.), а EBITDA – более чем в 1.5 раза г/г (до 37.6 млрд руб.). В результате, рентабельность по EBITDA увеличилась до 30.5% (против 22.9% в 2013 г). В то же время, величина долга компании в рублевом выражении выросла к концу 2014 г более чем в 2 раза к уровню начала года, составив 123.8 млрд руб. Резкий рост долга привел к повышению долговой нагрузки ФосАгро, выросшей до 2.5x чистый долг / EBITDA к концу прошлого года, тогда как на его начало ее уровень составлял 1.8x.

Одним из основных факторов, повлиявших на динамику финансовых показателей в прошлом году, стало резкое ослабление рубля в 4К14. Выручка ФосАгро за 2014 г в долларах снизилась на 2.4% г/г, тогда как в рублях выросла на 17.7% благодаря более слабому рублю, которое также обеспечило значительный рост EBITDA, так как более 70% выручки компании формируется за счет экспортных продаж, тогда как производственные издержки компания несет, в основном, в рублях. Вместе с тем, долг ФосАгро также является преимущественно валютным, в результате чего его переоценка на конец 2014 г стала основным фактором кратного увеличения обязательств в рублях (в 2.3 раза) по сравнению с началом года. Быстро росли и денежные остатки на балансе, где также велика валютная составляющая, их объем в рублях вырос в 3.4 раза к началу года (до 30.7 млрд. руб.). Впрочем, этот рост, как и увеличение EBITDA, лишь замедлили повышение долговой нагрузки: на конец прошлого года отношение чистого долга к EBITDA выросло до 2.5x, тогда как на начало года этот показатель составлял 1.8x. В части рейтингов компании отчетность за 2014 г не будет иметь существенного влияния, поскольку увеличение долга в рублевой отчетности является, в большей степени, результатом валютной переоценки, а преимущественно валютная структура долга сбалансирована также, в основном, валютной выручкой компании. Напомним, что в марте этого года Fitch подтвердило рейтинг ФосАгро на текущем уровне, а еще раньше (в декабре 2014 г) S&P подтвердило рейтинг ФосАгро на уровне “BBB-“, то есть компания стала одной из немногих, сохранившей инвестиционный рейтинг, после понижения суверенного рейтинга до спекулятивного уровня. Причиной сохранения такого рейтинга стала высокая доля экспортных продаж в структуре выручки ФосАгро.

Единственный выпуск еврооблигаций компаний, PHORRU'18, торгуется со спрэдом около 520 бп к кривой UST, что, в целом, примерно соответствует спрэдам бумаг остальных качественных заемщиков с сопоставимыми рейтингами. В то же время, среди этих бумаг можно найти более привлекательные альтернативы, в частности URKARM'18, который, при той же дюрации, дает премию около 50 бп к PHORRU'18, или более короткий ROSNRM'17, предлагающий премию в пределах 30 бп.

Ключевые финансовые показатели ФосАгро по МСФО за 2014 г

млн руб.	2014	2013	%%
Выручка	123 124	104 566	17.7%
EBITDA	37 609	23 934	57.1%
Операционная прибыль	29 596	16 142	83.3%
Чистая прибыль	(13 395)	8 575	-
Рентабельность по EBITDA	30.5%	22.9%	7.7 пп
Операционная рентабельность	24.0%	15.4%	8.6 пп
Чистая рентабельность	-	8.2%	-

Операц. ден.поток до изм. ОК	39 181	22 293	75.8%
Чистый операцион. ден. поток	27 509	17 925	53.5%
CAPEX (включая НМА)	20 709	17 993	15.1%
Свободный денежный поток	6 800	(68)	-

млн руб.	2014	2013	%%
Активы	179 655	126 252	42.3%
в т.ч. денежные средства	30 687	8 938	x3.4
Долг	123 824	52 756	x2.3
доля краткосрочного долга	24.9%	25.0%	-0.1 пп
Чистый долг	93 137	43 818	x2.1
Капитал	35 981	59 326	-39.4%
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.8x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.9x	1.9x	-
Долг/EBITDA	3.3x	2.2x	-
Чистый долг/EBITDA	2.5x	1.8x	-
Долг/Капитал	3.4x	0.9x	-

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

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков e.cherdakov@zenit.ru
Кирилл Сычев k.sychev@zenit.ru

МегаФон (BB+/Ba1/BB+): нейтральный финансовый отчет за 1K15, бумаги компании малоликвидны

Вчера МегаФон опубликовал финансовые результаты за 1K15, мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. Так, выручка компании по итогам прошлого квартала немного снизилась г/г (на 1.2%, до 74 млрд. руб.), а показатель OIBDA – на 1.7% г/г (до 32 млрд. руб.), в результате чего рентабельность по OIBDA осталась на уровне прошлого года, составив 43.2%. Величина долга компании к концу 1K15 также выросла незначительно по сравнению с началом года, составив 213.6 млрд. руб. (+3% к 4K14). В то же время, рост ликвидных остатков на балансе МегаФона на 19.8% к началу года (до 83.6 млрд. руб.) позволил снизить долговую нагрузку на конец 1K15 до уровня в 0.7x чистый долг / OIBDA LTM, тогда как на конец прошлого года этот показатель составлял 1x.

Отметим, что, хотя масштабы сокращения финансовых результатов МегаФона в 1K15 невелики, это первое снижение показателей г/г, которое компания отражала в своей отчетности. Основной причиной снижения выручки в прошлом квартале стало падение доходов от продажи абонентского оборудования и аксессуаров (на 9.7% г/г). Это стало результатом резкого ослабления рубля в конце прошлого года, которое спровоцировало ажиотажный спрос на потребительскую электронику (все стремились купить по старым ценам, продажи оборудования у МегаФона выросли в 4K14 на 23% г/г), а в 1K15 этот спрос уже в значительной мере исчерпался. Кроме того, сокращение общей выручки компании было также связано с тем, что доходы от услуг связи в 1K15, в целом, остались на уровне прошлого года в связи с более медленным ростом доходов от услуг передачи данных (в 1K15 выросли только на 10.1% г/г), которые давно являются основным драйвером выручки, компенсируя снижение поступлений от голосовых услуг. МегаФон подтвердил прогноз на этот год, компания по-прежнему ожидает, что он будет достаточно сложным, а выручка в 2015 г сохранится на уровне прошлого года, тогда как рентабельность по OIBDA будет на уровне “40% или выше”.

МегаФон по итогам 1K15 сократил капвложения на 34% г/г, их объем составил 10.2 млрд. руб. или 13.8% от выручки. Впрочем, снизились и операционные доходы компании (на 27% г/г, до 19 млрд. руб.), в результате свободный денежный поток за 1K15 сократился на 16.9% г/г (до 8.8 млрд. руб.). Свободные средства МегаФона были направлены на пополнение запасов ликвидности, которые выросли на конец 1K15 до 83.6 млрд. руб. (+19.8% к 4K14). Опережающий рост ликвидных остатков на балансе в условиях умеренного роста долга (увеличился на 3% по сравнению с началом года) привел к сокращению величины чистого долга и снижению уровня долговой нагрузки до 0.7x в терминах чистый долг / OIBDA LTM (против 1x в начале года). На наш взгляд, опубликованные цифры за 1K15 нейтральны для рейтингов МегаФона и, несмотря на ухудшение динамики выручки и прибыли, компания сохраняет весьма устойчивый кредитный профиль. Сейчас рейтинги компании, как и большинства высококачественных заемщиков, ограничены “страновым потолком” и их динамика будет и в дальнейшем привязана к суверенному рейтингу, поскольку операционная деятельность компании сосредоточена внутри страны.

Облигации МегаФона характеризуются низкой ликвидностью, что затрудняет их оценку. В короткой бумаге Мегафон Финанс 05 практически нет жизни, а длинные бумаги (Мегафон Финанс 06 и 07) по последним крупным сделкам давали спрэд к ОФЗ около 220 бп. Биды по этим бумагам сейчас стоят со спрэдом 190-230 бп к ОФЗ, что достаточно близко к сопоставимым по дюрации облигационным выпускам МТС (BB+/Ba1/BB+), где спрэд по бидам составляет 170-210 бп к кривой ОФЗ.

Ключевые финансовые показатели МегаФона по МСФО за 1K15

млрд. руб.	1K15	1K14	%%
Выручка	74.0	74.9	-1.2%
OIBDA	32.0	32.5	-1.7%
Операционная прибыль	17.9	18.4	-2.5%
Чистая прибыль	7.4	7.3	1.4%
Рентабельность по OIBDA	43.2%	43.4%	-0.2 пп
Операционная рентабельность	24.3%	24.6%	-0.3 пп
Чистая рентабельность	10.0%	9.7%	0.3 пп
Операц. денеж. поток до измен. в ОК	30.2	33.0	-8.3%
Чистый операционный денежный потс	19.0	26.1	-27.0%
CAPEX (включая расходы на НМА)	10.2	15.4	-34.0%
Свободный денежный поток	8.8	10.6	-16.9%

млрд. руб.	1K15	2014	%%
Активы	468.2	457.7	2.3%
в т.ч. денеж. средства и депозиты	83.6	69.8	19.8%
Долг	213.6	207.5	3.0%
доля краткосрочного долга	26.6%	24.7%	1.9 пп
Чистый долг	130.0	137.7	-5.6%
Капитал	165.2	157.8	4.7%
CAPEX/Выручка	13.8%	18.5%	-
CAPEX/OIBDA	31.9%	42.0%	-
Долг/OIBDA LTM	1.2x	1.5x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	0.7x	1.0x	-
Долг/Капитал	1.3x	1.3x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

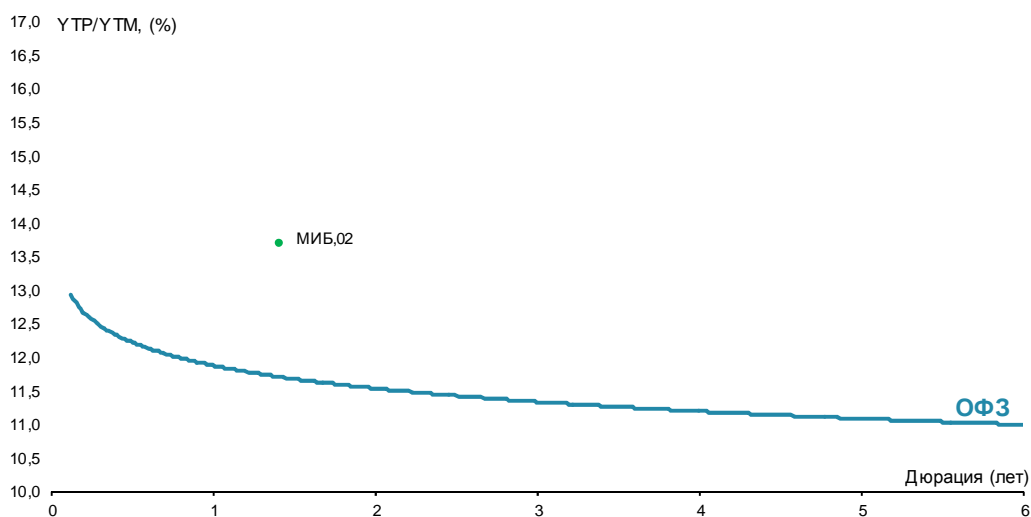
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Офер Погаше
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	---------------------	-------------

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	Амортиз Дюра
МИБ, 02	- / Ваа1 / BBB-	да	3 000	н/д	13.96-14.49	13.69	29.04.2015	нет / 1.
Русгидро, БО-09	BB / Ва2 / BB+	да	10 000	3.0 / 100%	13.42-13.69	13.16	28.04.2015	нет / 2.
О'Кей, БО-05	- / - / B+	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.37	28.04.2015	нет / 2.
ЛК Уралсиб, БО-20	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.
ЛК Уралсиб, БО-21	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.
АИЖК, БО-03	BB+ / Ва1 / -	да	5 000	н/д / 100%	13.92-14.48	13.10	20.04.2015	нет / 1.
Банк Пересвет, БО-04	B+ / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.11-18.68	18.11	17.04.2015	нет / 0
Банк ФК Открытие, БО-П02	BB- / Ва3 / -	да	2 000	н/д / 100%	16.37-16.91	16.39	14.04.2015	нет / 0
Банк ФК Открытие, БО-П01	BB- / Ва3 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.75-16.25	16.00	14.04.2015	нет / 0
Локо-Банк, БО-06	- / B2 / B+	да	3 000	1.5 / 100%	18.11-18.68	18.11	09.04.2015	нет / 0
Банк ЗЕНИТ, БО-09	- / Ва3 / BB-	да	5 000	2.2 / 100%	17.18-17.45	16.75	09.04.2015	нет / 0
Кредит Европа Банк, БО-08	- / B1 / BB	да	3 000	н/д / 100%	15.56-16.64	15.56	03.04.2015	нет / 0
Татфонбанк, БО-13	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	16.09-17.71	15.56	03.04.2015	нет / 0
МКБ, БО-09	BB- / B1 / BB-	да	3 000	н/д / 100%	15.56	15.56	25.03.2015	нет / 0
Связь-Банк, БО-04	B+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	15.56	15.56	24.03.2015	нет / 0
Россельхозбанк, БО-17	- / Ва1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	15.87-16.43	16.15	26.02.2015	нет / 0
Связь-Банк, БО-03	BB / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.10	26.02.2015	нет / 0
АФК Система, БО-01	BB / B1 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	19.02.2015	нет / 1.
Газпромбанк, БО-20	BBB-/Ва1/BB+	да	5 000	2.7 / 100%	16.50-16.75	15.90	09.02.2015	нет / 0



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	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	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.