

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

ФосАгро (BBB-/Ba1/BB+): сильный операционный отчет по итогам 1П15, еврооблигации компании оценены справедливо

Вчера один из крупнейших производителей минеральных удобрений опубликовал операционные результаты за 1П15. Мы оцениваем раскрытые данные как сильные. По итогам первого полугодия компания нарастила общее производство удобрений на 9.7% г/г (до 3.4 млн. тонн), этот рост был обеспечен, практически полностью, за счет увеличения выпуска фосфорсодержащих удобрений, который вырос на 12.3% г/г (до 2.67 млн. тонн). Производство азотных удобрений в 1П15 осталось на уровне прошлого года, составив 0.7 млн. тонн. В структуре выпуска фосфорного сегмента выросло, главным образом, производство ДАФ/МАФ на 19.5% г/г (до 1.38 млн. тонн) и сульфоаммофоса – на 24.1% г/г (до 100 тыс. тонн). В сегменте азотных удобрений значительно (в 1.5 раза г/г) выросло производство аммиачной селитры (до 239 тыс. тонн), а выпуск карбамида в 1П15 немного сократился г/г (на 3.6%) и составил 471 тыс. тонн.

Что касается динамики продаж, то, как отмечается в отчете ФосАгро, поддержка, оказанная государством сельхозпроизводителям, обеспечила увеличение спроса на приоритетном для компании внутреннем рынке. Кроме того, закупки удобрений в 1П15 значительно нарастила Индия (импорт ДАФ вырос в 3 раза г/г). Эти факторы позволили ФосАгро увеличить продажи фосфорсодержащих удобрений в 1П15 на 14.3% г/г (до 2.67 млн. тонн), отгрузки выросли почти по все продуктовой линейке. Основной прирост обеспечили более высокие продажи ДАФ/МАФ (рост на 17% г/г), NPK (+7% г/г) и сульфоаммофоса (+12.8% г/г). В то же время, отгрузки азотного сегмента в 1П15 сократились на 4.5% г/г (до 716 тыс. тонн). Здесь рост реализации аммиачной селитры на 41.6% г/г (до 263 тыс. тонн) не смог компенсировать эффект от сокращения продаж карбамида на 12.9% г/г (до 453 тыс. тонн).

Рост отгрузок фосфорсодержащих удобрений, а также умеренный рост мировых цен на ДАФ в 1П15 (на 2.3% г/г) и, в значительной мере, девальвация рубля вместе являются предпосылками к сохранению весьма высоких темпов роста финансовых результатов, которые ФосАгро показала в 1К15, и по итогам 1П15 в целом. Выручка ФосАгро в 1П15 может увеличиться, по нашим оценкам, на 80-85% г/г, а показатель EBITDA может вырасти в 3.0-3.2 раза г/г.

Еврообонд PHORRU'18 по итогам последних 3-х месяцев оказался среди лидеров сужения спреда к кривой UST среди бумаг российских эмитентов. Так, еврообонд сузил спред к американским госбумагам на 120 бп и торгуется сейчас со спредом около 400 бп, то есть на уровне близких по дюрации бумаг ЕвроХима (BB-/BB) и с дисконтом 115-120 бп к URKARM'18. Это, на наш взгляд, говорит об ограниченном потенциале опережающего роста еврообондов ФосАгро.

Динамика операционных показателей ФосАгро

| Производство, тыс. тонн | 1П15 | 1П14 | % |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Апатитовый концентрат | 3 941 | 3 921 | 0.5% |
| Нефелиновый концентрат | 445 | 402 | 10.5% |
| Фосфорсодерж. удобрения | 2 672 | 2 378 | 12.3% |
| в том числе ДАФ/МАФ | 1 383 | 1 157 | 19.5% |
| NPK | 942 | 951 | -1.0% |
| Сульфоаммофос | 100 | 81 | 24.1% |
| ЖКУ | 50 | 48 | 4.0% |
| КМКФ | 128 | 127 | 1.3% |
| PKS | 51 | - | - |
| Сульфат калия | 18 | 16 | 14.0% |
| Азотные удобрения | 710 | 705 | 0.8% |
| в тн Аммиачная селитра | 239 | 158 | 51.6% |
| Карбамид | 471 | 489 | -3.6% |

| Продажи, тыс. тонн | 1П15 | 1П14 | % |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Апатитовый концентрат* | 2 665 | 2 332 | 14.3% |
| Нефелиновый концентрат | 441 | 406 | 8.5% |
| Фосфорсодерж. удобрения | 2 665 | 2 332 | 14.3% |
| в том числе ДАФ/МАФ | 1 354 | 1 157 | 17.0% |
| NPK | 953 | 891 | 7.0% |
| Сульфоаммофос | 115 | 102 | 12.8% |
| ЖКУ | 48 | 43 | 11.3% |
| КМКФ | 120 | 123 | -2.5% |
| PKS | 57 | - | - |
| Сульфат калия | 18 | 16 | 11.1% |
| Азотные удобрения | 716 | 749 | -4.5% |
| Аммиачная селитра | 263 | 186 | 41.6% |
| Карбамид | 453 | 520 | -12.9% |
| ВСЕГО УДОБРЕНИЙ | 3 381 | 3 081 | 9.7% |
| в т.ч. пр-во ОАО «Апатит» | 1 428 | 1 746 | -18.2% |
| доля пр-ва ОАО «Апатит» | 42.2% | 56.7% | -14.4 пп |

* реализация внешним покупателям

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

МегаФон (BB+/Ba1/BB+): умеренно-позитивный финансовый отчет по итогам 1П15, бумаги компании малоликвидны

Вчера МегаФон опубликовал финансовый отчет по итогам 1П15, мы оцениваем раскрытые показатели как умеренно-позитивные. Выручки и OIBDA за полугодие по-прежнему стагнируют в сопоставлении г/г, однако более сильный 2К15 немного улучшил общую картину. Так, выручка МегаФона в 1П15 снизилась на 0.9% г/г (до 150.1 млрд. руб.), тогда как OIBDA сохранилась на уровне прошлого года, составив 66.7 млрд. руб.). В результате рентабельность по OIBDA чуть выросла г/г – до 44.4% (+0.3 пп). Долг компании к концу 2К15 снизился на 7.7% к 4К14 (до 191.4 млрд. руб.), при этом ликвидные остатки на балансе выросли к началу года на 10.3% (до 77 млрд. руб.), что, в совокупности, привело к снижению уровня долговой нагрузки к концу 2К15 до 0.8x в терминах чистый долг / OIBDA LTM (показатель составлял 1x на начало года).

Отметим, что показатели выручки и OIBDA у МегаФона показывают умеренное снижение г/г в течение всего 1П15. В то же время, во 2К15 снижение выручки все же замедлилось, составив 0.7% г/г против 1.2% в 1К15, тогда как OIBDA во 2К15 и вовсе выросла на 1.3% г/г (в 1К15 снизилась на 1.7% г/г). Еще одним позитивным моментом 2К15 стал рост мобильной выручки на 0.8% г/г на фоне более быстрого роста доходов от услуг передачи данных (выросли на 20.3% г/г), тогда как в 1К15 выручка снизилась на 1% г/г (рост от доходов от услуг передачи данных за период составил 10.4% г/г). В целом, выручка МегаФона в 1П15 оказалась под давлением более медленных темпов роста доходов от услуг передачи данных в 1К15, а также сокращения поступлений от продаж абонентского оборудования, что стало итогом как снижения спроса после ажиотажа в 4К14 (продажи выросли на 23% г/г), так и смещения продаж в более дешевый ценовой сегмент (по итогам 1П15 более трети продаж смартфонов в сети МегаФона пришлось на трубки стоимостью от 2 до 3.5 тыс. руб.). В то же время, фокус на сдерживание операционных расходов позволил компании сохранить рентабельности по OIBDA в 1П15 на высоком уровне, который превысил 44%. Несмотря на это, МегаФон оставил без изменений свой прогноз по динамике финансовых результатов на текущий год. Компания ожидает, что выручка по итогам 2015 г сохранится на уровне прошлого года, тогда как рентабельность по OIBDA составит “40% или выше”. Несмотря на то, что темпы роста доходов во 2П15 действительно обычно замедляются, мы полагаем, что показатель рентабельности по OIBDA в 2015 г превысит 40%. Консервативная позиция МегаФона, скорее всего связана с неблагоприятной макросредой и ожиданиями по усилению конкуренции в 4К15, когда на московский рынок планирует выйти Теле2, что вызовет увеличение маркетинговых расходов, а также может спровоцировать ценовую войну.

Свободный денежный поток МегаФона по итогам 1П15 увеличился на 15.1% г/г и достиг 23.4 млрд. руб. Это стало результатом сокращения капвложений на 20% г/г в 1П15 (CAPEX составил 21.9 млрд. руб. или 14.6% от выручки), которое оказалось более масштабным по сравнению с темпами снижения операционных поступлений. Компания ожидает, что общие капзатраты в 2015 г составят не более 65 млрд. руб. (20.7% от выручки LTM). Освоение инвестиционного бюджета привязано к графику развертывания LTE-сетей и предполагает, что основной объем расходов компания будет нести во 2П15. Свободный денежный поток МегаФона в 1П15 был направлен на погашение долга и пополнения запаса ликвидности на балансе. Долг компании к концу 2К15 снизился на 7.7% к началу года и составил 191.4 млрд. руб.), при этом ликвидные остатки на балансе выросли на 10.3% (до 77 млрд. руб.) по сравнению с 4К14. В результате, долговая нагрузка МегаФона к концу 2К15 снизилась до 0.8x в терминах чистый долг / OIBDA LTM, тогда как на начало года показатель составлял 1x. Результаты компании нейтральны для ее кредитного рейтинга, а его уровень ограничен сейчас, как и у большинства высококачественных заемщиков, “страновым потолком”. Рейтинг МегаФона и в дальнейшем будет, в большей степени, зависеть от изменения суверенного рейтинга в связи с тем, что операционная деятельность 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 спред к ОФЗ около 110-120 бп, что близко к спредам соответствующих по дюрации бумаг МТС (BB+/Ba1/BB+), которые торгуются со спредом 100-130 бп к кривой ОФЗ.

Ключевые финансовые показатели МегаФона по МСФО за 1П15

| млрд. руб. | 1П15 | 1П14 | %г |
|-------------------------------------|-------|-------|---------|
| Выручка | 150.1 | 151.5 | -0.9% |
| OIBDA | 66.7 | 66.8 | -0.1% |
| Операционная прибыль | 38.7 | 38.6 | 0.4% |
| Чистая прибыль | 20.3 | 21.2 | -4.2% |
| Рентабельность по OIBDA | 44.4% | 44.1% | 0.3 пп |
| Операционная рентабельность | 25.8% | 25.5% | 0.3 пп |
| Чистая рентабельность | 13.5% | 14.0% | -0.5 пп |
| Операц. денеж. поток до измен. в ОФ | 64.7 | 67.1 | -3.6% |
| Чистый операционный денежный пот | 45.3 | 47.7 | -5.1% |
| CAPEX (включая расходы на НМА) | 21.9 | 27.4 | -20.0% |
| Свободный денежный поток | 23.4 | 20.3 | 15.1% |

| млрд. руб. | 1П15 | 2014 | %г |
|-----------------------------------|-------|-------|--------|
| Активы | 457.9 | 457.7 | - |
| в т.ч. денеж. средства и депозиты | 77.0 | 69.8 | 10.3% |
| Долг | 191.4 | 207.5 | -7.7% |
| доля краткосрочного долга | 25.6% | 24.7% | 0.9 пп |
| Чистый долг | 114.5 | 137.7 | -16.9% |
| Капитал | 168.6 | 157.8 | 6.8% |
| CAPEX/Выручка | 14.6% | 18.5% | - |
| CAPEX/OIBDA | 32.9% | 42.0% | - |
| Долг/OIBDA LTM | 1.4x | 1.5x | - |
| Чистый долг/OIBDA LTM | 0.8x | 1.0x | - |
| Долг/Капитал | 1.1x | 1.3x | - |

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

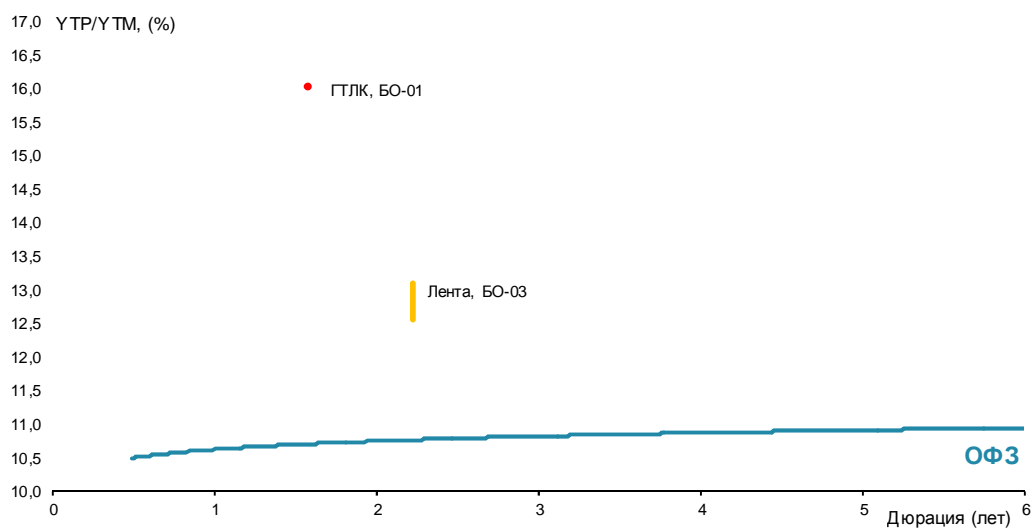
| Выпуск | Рейтинг, S&P/M/F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Размещаемый объем, млн. руб. | Ориентир УТР/УТМ, % годовых | Закрытие книги | Дата размещения | Амортизация/Дюрация | Оферта/Погашение |
|-------------------------|------------------|------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|----------------|-----------------|---------------------|------------------|
| ГТЛК, БО-01 (допвыпуск) | V+ / - / - | да | 6 250 | 16.00 | 30.07.2015 | 31.07.2015 | да / 1.58 г | нет / 3.2 г |
| Лента, БО-03 | V+ / B1 / - | да | 5 000 | 12.57-13.10 | 04.08.2015 | 06.08.2015 | нет / 2.22 г | 2.5 г / 10 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 |
|-----------------------------------|------------------|------------------------------------|------------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-----------------|---------------------|
| ВЭБ-Лизинг, 001-P01 | BB+ / - / BBB- | да | 200 млн. USD | 1.5 / 100% | 5.32-5.83 | 5.58 | 30.07.2015 | нет / 1.45 г |
| Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск) | V+ / B2 / - | да | 1 000 | н/д / 100% | н/д | 14.45 | 28.07.2015 | нет / 0.9 г |
| Регион-Инвест, БО-01 | NR | нет | 5 000 | н/д / 100% | н/д | 14.22 | 28.07.2015 | нет / 0.5 г |
| Банк ДельтаКредит, БО-25 | - / Va2 / BBB- | да | 6 000 | 1.5 / 100% | 12.36-12.63 | 12.47 | 28.07.2015 | нет / 2.6 г |
| ВЭБ-Лизинг, 01 (вторичное) | BB+ / - / BBB- | да | 4 670 | н/д / 100% | 12.72-12.88 | 12.81 | 23.07.2015 | нет / 1.37 г |
| НДК, 01 | NR | нет | 1 500 | н/д / 100% | н/д | 15.56 | 23.07.2015 | нет / 1.39 г |
| Магнит, БО-10 | BB+ / - / - | да | 10 000 | 1.1 / 100% | 11.94-12.20 | 11.94 | 22.07.2015 | нет / 1 г |
| Ленэнерго, БО-05 | - / Va2 / - | да | 4 000 | н/д / 100% | 13.42 | 13.42 | 22.07.2015 | нет / 1.41 г |
| Внешэкономбанк, БО-01 (вторичное) | BB+ / Va1 / BBB- | да | 281 | н/д / 100% | не более 12.33 | 12.25 | 21.07.2015 | нет / 1 г |
| Полюс Золото, БО-01 | BB+ / - / BBB- | да | 5 000 | 2.0 / 100% | 12.73-13.00 | 12.47 | 16.07.2015 | нет / 4.42 г |
| Полюс Золото, БО-02 | BB+ / - / BBB- | да | 5 000 | 2.0 / 100% | 12.73-13.00 | 12.47 | 16.07.2015 | нет / 4.42 г |
| Полюс Золото, БО-03 | BB+ / - / BBB- | да | 5 000 | 2.0 / 100% | 12.73-13.00 | 12.47 | 16.07.2015 | нет / 4.42 г |
| Банк Пересвет, БО-03 | V+ / - / V+ | да | 2 000 | н/д / 100% | н/д | 14.75 | 16.07.2015 | нет / 1 г |
| Транснефть, БО-04 | BB+ / Va1 / - | да | 10 000 | 0.6 / 59% | н/д | 11.83 | 16.07.2015 | нет / 1.42 г |
| Внешэкономбанк, БО-03 | BB+ / Va1 / BBB- | да | 10 000 | 0.5 / 50% | н/д | 12.33 | 14.07.2015 | нет / 1.39 г |
| Регион Капитал, БО-04 | NR | нет | 2 000 | н/д / 100% | 14.49-15.56 | 15.03 | 14.07.2015 | нет / 1.4 г |
| Регион Капитал, БО-05 | NR | нет | 2 000 | н/д / 100% | 14.49-15.56 | 15.03 | 14.07.2015 | нет / 1.4 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 | | bondsales@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.