

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

ФосАгро (BBB-/Ba1/BB+): сильные финансовые результаты за 2015 год

Вчера ФосАгро, один из ведущих мировых производителей фосфорсодержащих удобрений, опубликовало финансовые результаты по итогам 2015 года, которые мы оцениваем как сильные. В 2015 году выручка компании выросла на 54.1% г/г до 189.7 млрд руб., EBITDA margin – на 12.9 пп г/г до 43.5%. Кроме того, в 2015 году существенно снизилась долговая нагрузка компании: отношение net debt/EBITDA на 31.12.2015 составило 1.3x против 2.5x на 01.01.2015.

Значительный рост выручки по итогам 2015 г. стал следствием увеличения объема реализации удобрений на 8.5% г/г до 6.7 млн тонн и роста выраженной в рублях экспортной выручки за тонну удобрений DAP/MAP (на 52% г/г) и NPK (на 50% г/г) на фоне девальвации рубля. В 2015 году выраженные в долларах цены на реализуемые ФосАгро удобрения умеренно снизились: в 2015 году цены на DAP снизились на 3% г/г до 459 долл./тонна, MAP – на 2% г/г до 458 долл./тонна, карбамид – на 14% г/г до 267 долл. за тонну. Поскольку цены на основные виды продукции ФосАгро выражены в долларах, а расходы осуществляются преимущественно в рублях, девальвация национальной валюты способствовала существенному росту EBITDA в 2015 г. (в 2.2 раза г/г до 82.5 млрд руб.) и EBITDA margin ФосАгро (на 12.9 пп г/г до 43.5%)

В 2015 году расходы ФосАгро на CAPEX увеличились в 2.1 раза до 42.7 млрд руб. Тем не менее, в прошлом году компания продолжила аккумулировать положительный свободный денежный поток (20.6 млрд руб. против 6.8 млрд руб. за 2014 год), чему способствовала сильная динамика чистого операционного денежного потока. Свободные средства были достаточны для погашения части долга и дивидендных выплат в размере 18.1 млрд руб. В то же время, вследствие переоценки валютной части долга, составляющий 93% кредитного портфеля компании на 31.12.2015, на конец 2015 г. совокупный долг ФосАгро вырос к началу 2015 г. на 8.6% до 134.5 млрд руб., чистый долг – на 12.9% г/г до 105.2 млрд руб. На конец 2015 г. ФосАгро сохранило существенный запас денежных средств на счетах (29.3 млрд руб.), достаточный для единовременного погашения всего краткосрочного долга. Кроме того, умеренный рост долга на фоне существенного увеличения EBITDA способствовал улучшению показателей долговой нагрузки: отношение net debt/EBITDA составило 1.3x на 31.12.2015 против 2.5x на 01.01.2015.

Текущие рейтинги компании от Moody's соответствуют суверенному уровню, рейтинги от S&P – на одну ступень выше рейтинга России в связи с преимущественно валютной структурой выручки, поэтому сильные финансовые результаты компании за 2015 год, по нашим оценкам, являются нейтральными для рейтингов компании.

Единственный выпуск евробондов ФосАгро торгуется на уровне других эмитентов схожей рейтинговой группы, что в целом ограничивает интерес к бумагам.

Ключевые финансовые показатели ФосАгро за 2015 год

млн руб.	2015	2014	%%
Выручка	189 732	123 124	54.1%
EBITDA	82 464	37 609	x2,2
Операционная прибыль	73 331	29 596	x2,5
Чистая прибыль	36 436	(13 395)	
Рентабельность по EBITDA	43.5%	30.5%	12,9 пп
Операционная рентабельность	38.6%	24.0%	14,6 пп
Чистая рентабельность	19.2%	отр.	
Операц. ден. поток до изм. ОК	84 864	39 181	x2,1
Чистый операцион. ден. поток	63 261	27 509	x2,3
CAPEX (включая НМА)	42 668	20 709	x2,1
Свободный денежный поток	20 593	6 800	x3,0
млн руб.	2015	2014	%%
Активы	216 502	179 655	20.5%
в т.ч. денежные средства	29 347	30 687	-4.4%
Долг	134 512	123 824	8.6%
доля краткосрочного долга	21.5%	24.9%	-3,4 пп
Чистый долг	105 165	93 137	12.9%
Капитал	60 198	35 981	67.3%
CAPEX/EBITDA	0,5x	0,6x	-
Долг/EBITDA LTM	1,6x	3,3x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1,3x	2,5x	-
Долг/Капитал	2,0x	3,4x	-

* показатель скорректирован на неденежные и/или

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ruДмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

О'Кей (Fitch: B+/Stable): слабые финансовые результаты за 2015 год

Вчера Группа О'Кей опубликовала финансовые результаты за 2015 год, которые мы оцениваем как достаточно слабые. В 2015 году выручка О'Кей выросла на 6.9% г/г до 162.5 млрд руб., в то время как EBITDA сократилась на 10.3% г/г до 10.1 млрд руб., EBITDA margin – на 1.2 пп до 6.2%. Кроме того, долговая нагрузка О'Кей на 31.12.2015 умеренно выросла по сравнению с ее уровнем на 01.01.2015: отношение net debt/EBITDA составило 2.6х против 2.3х на 01.01.2015.

Основным драйвером роста выручки О'Кей стало расширение розничной сети (в том числе запуск нового для продуктовой сети формата дискаунтеров): на конец 4К15 торговая площадь сети выросла к началу 2015 г. на 7.4% до 593 тыс. кв. м. В 2015 году сопоставимые продажи увеличились на 0.6% г/г за счет увеличения среднего чека на 1.3% г/г (за аналогичный период трафик в сети сократился на 0.7% г/г). Следует отметить, что по динамике сопоставимых продаж О'Кей заметно уступает другим продуктовым ритейлерам, выручка LFL которых в 2015 году выросла в пределах 6.2% (Магнит) – 13.7% (X5).

Снижение EBITDA (на 10.3% г/г до 10.1 млрд руб.) и EBITDA margin (на 1.2 пп до 6.2%) О'Кей в 2015 году стало следствием опережающих рост выручки темпов роста SG&A-расходов на 11.2% г/г до 32.4 млрд руб. и себестоимости реализации на 8.2% г/г до 124.1 млрд руб.

В 2015 году компания заметно сократила объем инвестиционной программы: расходы на CAPEX снизились на 47.1% г/г до 8.6 млрд руб. В результате, в 2015 году уменьшился дефицит свободного денежного потока (до 3.8 млрд руб. против 9.3 млрд руб. за 2014 год). Кроме того, в 2015 компания аккумулировала 6.3 млрд руб. за счет реализации ряда активов, что позволило улучшить ликвидную позицию О'Кей и немного сократить объем чистого долга. В частности, по состоянию на 31.12.2015 остаток денежных средств на счетах вырос к началу 2015 г. на 68.1% г/г до 9.8 млрд руб., в то время как чистый долг уменьшился на 1.8% до 25.8 млрд руб. Долговая нагрузка компании в терминах net debt/EBITDA увеличилась до 2.6х на 31.12.2015 против 2.3х на 01.01.2015. В целом, несмотря на рост долговой нагрузки, ее уровень остался невысоким, а риски рефинансирования – умеренными, учитывая достаточность денежных средств на счетах на 31.12.2015 для единовременного погашения около 81% краткосрочного долга. Учитывая данные факты, мы полагаем, что опубликованные результаты являются нейтральными для рейтингов компании от Fitch, которые были подтверждены на уровне «В+» со стабильным прогнозом в январе 2016 г.

Облигации О'Кей характеризуются ограниченной ликвидностью, при этом смотрятся дорого относительно других ритейлеров.

Ключевые финансовые показатели О'Кей за 2015 год

млн руб.	2015	2014	%%
Выручка	162 510	151 983	6.9%
EBITDA	10 109	11 270	-10.3%
Операционная прибыль	5 848	8 565	-31.7%
Чистая прибыль	1 918	5 226	-63.3%
Рентабельность по EBITDA	6.2%	7.4%	-1,2 пп
Операционная рентабельность	3.6%	5.6%	-
Чистая рентабельность	1.2%	3.4%	-2,3 пп
Чистый операцион. ден. пот	4 837	7 024	-31.1%
CAPEX	8 621	16 300	-47.1%
Свободный денежный поток	(3 784)	(9 276)	
млн руб.	2015	2014	%%
Активы	90 079	86 578	4.0%
в т.ч. денежные средства	9 768	5 810	68.1%
Долг	35 558	32 080	10.8%
доля краткосрочного долга	33.7%	38.7%	-5,0 пп
Чистый долг	25 790	26 270	-1.8%
Капитал	24 491	24 197	1.2%
CAPEX/EBITDA	0,9х	1,4х	-
Долг/EBITDA LTM	3,5х	2,8х	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,6х	2,3х	-
EBITDA/Процентные платежи	2,3х	4,8х	-
Долг/Капитал	1,5х	1,3х	-

* - после уплаты процентов

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
Первый Контейнерный Терминал, 03	- / - / BB	да	5 000	12.63-13.00	25.03.2016	30.03.2016	нет / 3.85 г	5 лет / 10 лет
ЕвразХолдинг Финанс, 001P-01R	BB- / Ba3/ BB-	да	от 10 000 до 15 000	13.00	18.03.2016	29.03.2016	нет / 3.85 г	нет / 5 лет
СИБУР Холдинга, 10	- / Ba1/ BB+	да	10 000	10.78	22.03.2016	29.03.2016	нет / 4.01 г	5 лет / 10 лет
Промсвязьбанк, БО-08	BB- / Ba3/ -	да	5000	12.15	22.03.2016	28.03.2016	нет / 1 г	1 г / 5 лет
АКБ Держава, 03	- / B3/ -	да	500	15.56	23.03.2016	25.03.2016	нет / 5.35 г	нет / 9.5 лет
Газпром нефть, БО-02	BB+ / Ba1/ BBB-	да	10 000	10.94	21.03.2016	25.03.2016	нет / 3.99 г	5 лет / 30 лет
Газпром нефть, БО-07	BB+ / Ba1/ BBB-	да	15 000	10.94	21.03.2016	25.03.2016	нет / 3.99 г	5 лет / 30 лет

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

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
Газпромбанк, БО-21	BB+ / Ba2 / BB+	да	5 000	3 / 100%	н/д	11.20	18.03.2016	нет / 1 г
ИКС 5 Финанс, БО-05	BB- / Ba3 / BB	да	5 000	4 / 100%	11.30-11.51	11.20	17.03.2016	нет / 2.25 г
Тойота Банк, 01	Aa3 / AA1 / A	да	3 000	6.3 / 100%	11.67-11.94	11.04	10.03.2016	нет / 1.84 г
РГС Недвижимость, БО-П03	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	14.75	03.03.2016	нет / 1 г
ВЭБ, ПБО-001P-01	BB+ / Ba1 / BBB-	да	19 575	н/д / 100%	н/д	11.6	29.02.2016	нет / 6.03 г
Магнит, БО-001P-02	BB+ / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	11.51	29.02.2016	нет / 1.84 г
ХК Металлоинвест, БО-07	BB / Ba2 / BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.26	25.02.2016	нет / 1 г
Русфинанс банк, БО-12	BB+ / Ba2 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.99	25.02.2016	нет / 1 г
Норильский Никель, БО-05	BBB- / Ba1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	11.94	19.02.2016	нет / 6.16 г
Первый контейнерный терминал, 02	- / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	13.32-13.53	13.53	19.02.2016	нет / 3.83 г
ТрансФин-М, БО-42	B / - / -	да	2 500	н/д / 100%	н/д	13.42	19.02.2016	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-001P-02	- / B1 / B+	да	1 500	н/д / 100%	н/д	11.29	17.02.2016	нет / 2.32 г
Татфонбанк, БО-17	B / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	13.96-16.10	15.03	16.02.2016	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
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

Максим Симагин
Александр Валканов
Юлия Паршина

bondsales@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
Кредитный анализ
Кредитный анализ

Владимир Евстифеев
Наталия Толстошеина
Дмитрий Чепрагин

v.evstifeev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Фарида Ахметова
Марина Никишова
Алексей Басов

f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru

Департамент доверительного управления активами

Брокерское обслуживание

Тимур Мухаметшин
Иван Рыжиков

t.mukhametshin@zenit.ru
i.ryzhikov@zenit.ru

Доверительное управление активами

Яков Петров

y.petrov@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.