

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Наталья Толстошеина
 n.tolstosheina@zenit.ru

 Дмитрий Чепрагин
 d.chepragin@zenit.ru

ФосАгро (BBB-/Ba1/BB+): умеренно позитивные финансовые результаты за 1П16

На этой неделе ФосАгро, один из ведущих мировых производителей фосфорсодержащих удобрений, опубликовало финансовые результаты за 1П16, которые мы оцениваем как умеренно позитивные. В 1П16 выручка компании выросла на 9.5% г/г до 102.0 млрд руб., в то время как EBITDA margin уменьшилась на 3.6 пп г/г до 40.7%. Долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 1П16 немного снизилась по сравнению с началом 2016 г. и составила 1.2x.

Рост выручки компании в 1П16 в основном был обеспечен увеличением объемов реализации удобрений на 11% г/г, а также девальвацией рубля, которая компенсировала негативное влияние снижения долларовых цен на удобрения на динамику выручки. В частности, в 1П16 цены на DAP снизились на 24% г/г до 361 долл. за тонну, карбамид – на 30% г/г до 195 долл. за тонну. В 1П16 EBITDA компании практически не изменилась по сравнению с 1П15 и составила 41.6 млрд руб., в результате EBITDA margin уменьшилась на 3.6 пп г/г до 40.7%.

В 1П16 расходы ФосАгро на CAPEX выросли на 20.3% г/г до 18.3 млрд руб. Отчетный период компания завершила с положительным свободным денежным потоком на сумму 11.2 млрд руб. (-35.6% г/г), размер которого был недостаточным для выплаты дивидендов на 15.5 млрд руб. Тем не менее, вследствие переоценки валютной части долга (составляет 92% кредитного портфеля на конец 1П16) в связи с укреплением рубля на конец 1П16 к уровню начала 2016 г. совокупный долг компании за аналогичный период сократился на 8.3% до 123.4 млрд руб., чистый долг – на 7.6% до 97.2 млрд руб. Долговая нагрузка ФосАгро в терминах net debt/EBITDA LTM уменьшилась с 1.3x на 01.01.2016 до 1.2x на 30.06.2016. Кроме того, компания сохранила существенную подушку ликвидности в виде остатка денежных средств на счетах в размере 26.2 млрд руб. на 30.06.2016, достаточную для единовременного погашения всего краткосрочного долга при необходимости.

По нашему мнению, опубликованные финансовые результаты ФосАгро, отражающие сохранение крепкого финансового состояния компании, являются нейтральными для ее рейтингов, поскольку рейтинги ФосАгро от Moody's соответствуют суверенному уровню, рейтинги от S&P - на одну ступень выше рейтинга России в связи с преимущественно валютной структурой выручки.

Единственный выпуск PHORRU'18 торгуется со спредом 200 бп. к кривой UST, что в целом, на наш взгляд, вполне адекватно. В тоже время, дисконт в размере 25 бп. к выпуску EUCHEM'17 нам видится недостаточным.

Ключевые финансовые показатели ФосАгро за 1П16

млн руб.	1П16	1П15	%
Выручка	102 049	93 232	9.5%
EBITDA	41 555	41 496	0.1%
Операционная прибыль	36 508	37 132	-1.7%
Чистая прибыль	36 114	27 686	30.4%
Рентабельность по EBITDA	40.7%	44.3%	-3.6 пп
Операционная рентабельность	35.8%	39.6%	-3.9 пп
Чистая рентабельность	35.4%	29.5%	5.8 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	40 512	39 979	1.3%
Чистый операцион. ден. поток	29 538	32 662	-9.6%
CAPEX (включая НМА)	18 302	15 214	20.3%
Свободный денежный поток	11 236	17 448	-35.6%
млн руб.	1П16	2015	%
Активы	224 906	216 502	3.9%
<i>в т.ч. денежные средства</i>	26 224	29 347	-10.6%
Долг	123 406	134 512	-8.3%
<i>доля краткосрочного долга</i>	19.4%	21.5%	-2.2 пп
Чистый долг	97 182	105 165	-7.6%
Капитал	78 842	60 198	31.0%
CAPEX/EBITDA	0,4x	0,5x	-
Долг/EBITDA LTM	1,5x	1,6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1,2x	1,3x	-
Долг/Капитал	2,0x	2,0x	-

 Источник: Данные Компании,
 Банка ЗЕНИТ

расчеты

Корпоративные события

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

Евраз (ВВ-ВаЗ/ВВ-) представил умеренно негативные финансовые результаты за 1П16 и договорился о ковенантных каникулах

Вчера Евраз опубликовал финансовые результаты за 1П16, которые отражают ухудшение рыночной конъюнктуры по сравнению с 1П15. В 1П16 выручка компании в долларах снизилась на 27.6% г/г до 3.5 млрд долл., EBITDA – на 38.1% г/г до 577 млн долл., EBITDA margin – на 2.8 пп до 16.3%. Долговая нагрузка Евраза в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 1П16 достигла 4.9х.

Основной причиной ухудшения финансовых результатов Евраза в 1П16 стало снижение цен на продукцию компании в долларах. В частности, средние цены на полуфабрикаты, произведенные заводами компании в России и Казахстане, в 1П16 снизились на 28.1% г/г до 210 долл./тонна, строительный металлопрокат – на 16.7% г/г до 348 долл./тонна, железнодорожный прокат – на 21.6% г/г до 442 долл./тонна, на окатыши – на 18.2% до 36 долл./тонна, концентрат коксующегося угля – на 8.2% г/г до 56 долл./тонна.

В 1П16 расходы компании на CAPEX в долларовом выражении сократились на 25.4% г/г до 185 млн долл., отношение CAPEX/EBITDA практически не изменилось к 1П15 и составило 0.3х. В отчетном периоде компания продолжила аккумулировать положительный свободный денежный поток (148 млн долл., -56.9% г/г). Евраз в отчетности за 1П16 отразил убыток по дериватам в размере 244 млн долл., превысивший размер свободного денежного потока.

На конец 1П16 чистый долг Евраза практически не изменился к началу 2016 г. и составил 5.3 млрд долл., однако вследствие снижения EBITDA долговая нагрузка компании в терминах net debt/EBITDA LTM выросла до 4.9х на 30.06.2016 против 3.7х на 01.01.2016. На конец 1П16 остаток денежных средств на счетах Евраза снизился к уровню начала 2016 г. на 36.9% до 868 млн долл., однако остался достаточным для одновременного погашения всего краткосрочного долга.

В 1П16 Евраз договорился с кредиторами о ковенантных каникулах по PXF-кредиту и двусторонним займам совокупным объемом 1.8 млрд долл. Ковенанты, включающие максимальное соотношение net debt/EBITDA и минимальное соотношение EBITDA/проценты, не будут тестироваться по итогам отчетности за 1П16, 2П16 и 1П17. Данные договоренности, а также существенная позиция ликвидности компании заметно снижают риски рефинансирования долга Евраза.

По нашему мнению, опубликованные результаты, отражающие значительный рост долговой нагрузки Евраза, являются умеренно негативными для рейтингов компании. В частности, агентство Fitch и Moody's в качестве негативных рейтинговых факторов выделяют превышение скорректированного валового левериджа уровня 3.5х и 4.0х соответственно на постоянной основе.

Бумаги Евраза, как на рублевом, так и на рынке евробондов, на наш взгляд, могут быть интересны инвесторам с толерантными взглядами на риск, предлагая одну из самых высоких доходностей среди эмитентов схожей рейтинговой группы. Так на локальном рынке выпуски Евраза торгуются в зависимости от дюрации со спредом к кривой ОФЗ в размере 260 бп. и 300 бп. При этом евробонды компании предлагают к более короткому TRUBRU'18 премию в размере 30 бп., а к TRUBRU'20 – 60 бп.

Ключевые финансовые показатели Евраза за 1П16

млн долл.	1П16	1П15	%%
Выручка	3 543	4 894	-27.6%
EBITDA	577	932	-38.1%
Операционная прибыль	333	479	-30.5%
Чистая прибыль	7	19	-63.2%
Рентабельность по EBITDA	16.3%	19.0%	-2,8 пп
Операционная рентабельность	9.4%	9.8%	-0,4 пп
Чистая рентабельность	0.2%	0.4%	-0,2 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	506	864	-41.4%
Чистый операцион. ден. поток*	333	591	-43.7%
CAPEX	185	248	-25.4%
Свободный денежный поток	148	343	-56.9%

млн долл.	1П16	2015	%%
Активы	9 104	9 119	-0.2%
в т.ч. ден. ср-ва	868	1 375	-36.9%
Долг	6 184	6 724	-8.0%
доля краткосрочного долга	8.8%	7.4%	1,4 пп
Чистый долг	5 316	5 349	-0.6%
Капитал	671	269	x2,5
CAPEX/EBITDA	0,3х	0,3х	-
Долг/EBITDA	5,7х	4,7х	-
Чистый долг/EBITDA	4,9х	3,7х	-
EBITDA/Процентные платежи	2,9х	2,1х	-
Долг/Капитал	9,2х	25,0х	-

* за вычетом уплаченных процентов

Источник: Данные Компании,
Банка ЗЕНИТ

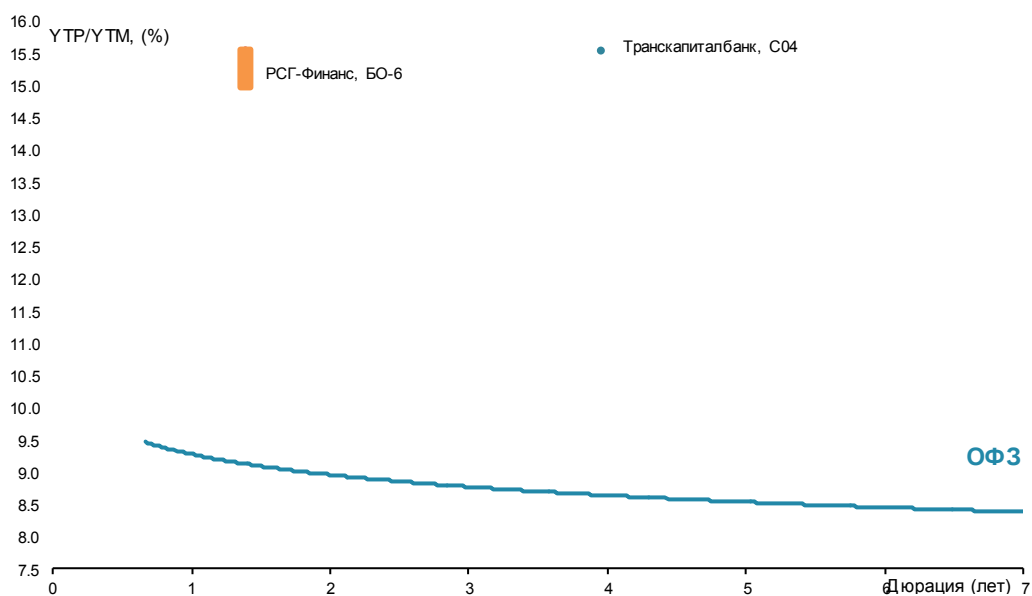
расчеты

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
Транскапиталбанк, С04	- / В1 / -	да	1 500	15.56	18.08.2016	22.08.2016	нет / 3.96 г	нет / 5.5 г
РСГ-Финанс, БО-06	В - / - / -	нет	3 000	15.03-15.56	23.08.2016	25.08.2016	нет / 1.39 г	1.5 г / 3 г

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
ЕАБР, 09 (вторичное)	BBB+ / Ва1 / -	да	4 860	1.6 / 100%	не менее 9.96	9.96	18.08.2016	нет / 1.21 г
Русфинанс Банк, БО-001Р-01	BBB- / Ва2 / BB+	да	4 000	3 / 100%	10.41-10.62	10.25	12.08.2016	нет / 1.86 г
Альфа-Банк, БО-16	BB / Ва2 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.15-10.36	9.99	11.08.2016	нет / 1.86 г
Транснефть, БО-001Р-03	BB+ / Ва1 / -	да	10 000	2.5 / 100%	9.88-10.09	9.67	11.08.2016	нет / 5.26 г
Мостотрест, 08	- / Ва3 / -	да	5 000	3.2 / 100%	11.83-12.10	11.46	10.08.2016	нет / 3.96 г
Совкомбанк, БО-07	В / - / В+	да	7 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.26	05.08.2016	нет / 1 г
ГК ПИК, БО-07	В / - / -	да	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	05.08.2016	нет / 2.58 г
СИБУР Холдинг, 11	- / Ва1 / BB+	да	10 000	н/д / 100%	9.90-10.11	9.88	03.08.2016	нет / 2.67 г
МОЭСК, БО-6	BB- / Ва2 / BB+	да	5 000	3 / 100%	10.04-10.25	9.88	28.07.2016	нет / 3.4 г
РСГ Недвижимость, БО-П05	В+ / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	12.89	28.07.2016	нет / 1 г
ВЭБ, ПБО-001Р-04	BBB+ / Ва1 / BBB-	да	20 000	1.75 / 100%	10.78-11.04	10.41	26.07.2016	нет / 2.65 г
Банк ДельтаКредит, БО-26	- / Ва2 / BBB-	да	7 000	3 / 100%	10.88-11.09	10.57	21.07.2016	нет / 2.64 г
Мостотрест, 07	- / Ва3 / -	да	10 000	3.4 / 100%	12.63-12.89	11.83	19.07.2016	нет / 2.61 г
Фольксваген банк Рус, 10	BB+ / - / BBB+	да	5 000	3 / 100%	10.25-10.46	10.2	12.07.2016	нет / 2.28 г
Транснефть, БО-001Р-02	BB+ / Ва1 / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	9.88	08.07.2016	нет / 5.24 г
ЭР-Телеком Холдинг, 001Р-01	- / В2 / -	да	3 000	н/д / 100%	12.63-13.16	13.16	06.07.2016	нет / 2.58 г
Магнит, 001Р-04	BBB+ / - / -	да	10 000	н/д / 100%	10.25-10.51	10.25	05.07.2016	нет / 1.43 г
Рено-Ниссан банк, 01	- / - / BB+	да	5 000	2.6 / 100%	10.88-11.2	10.67	05.07.2016	нет / 1.85 г
ТрансФин-М, БО-27	В / - / -	да	2 600	н/д / 52%	н/д	13.42	04.07.2016	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	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		research@zenit.ru
	Акции	firesearch@zenit.ru
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	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.