

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

Акрон (-/B1/B+): рост долговой нагрузки в отчете за 2014 г связан с ослаблением рубля, бумаги компании выглядят малоинтересно

Вчера один из крупнейших производителей удобрений раскрыл финансовые результаты по итогам 2014 г. Мы нейтрально оцениваем раскрытие показатели. Так, в прошлом году выручка Акрона выросла на 9.9% г/г (до 74.6 млрд. руб.), а EBITDA – почти на треть г/г (до 20.2 млрд. руб.), что привело к повышению рентабельности по EBITDA до уровня в 27.1% (+4.5 пп г/г). Вместе с тем, кредитный профиль компании находится под давлением растущей долговой нагрузки вкупе с высокой долей краткосрочного и, главным образом, валютного долга в условиях сокращения доступности и удорожания источников валютного рефинансирования. К концу прошлого года чистый долг Акрона вырос в 1.5 раза по сравнению с началом года, достигнув 56.3 млрд. руб., при этом доля коротких обязательств в структуре общей задолженности достигла 65.6% (+10.7 пп к 4К13). Опережающий рост долга привел к повышению отношения чистого долга к EBITDA до 2.8x, тогда как в начале года показатель составлял 2.4x.

Положительная динамика в 2014 г финансовых результатов Акрона в рублевом выражении была связана, главным образом, с ослаблением национальной валюты, которое вообще стало ключевым фактором, повлиявшим на отчетность компании. Снижение курса рубля, принявшее лавинообразный характер осенью прошлого года, обеспечило и рост выручки на фоне умеренного увеличения общего объема продаж продукции (+2% г/г) и сокращения экспортных цен на продукцию в рамках 10% г/г. В то же время, компании удалось сдержать рост себестоимости, которая в 2014 г почти не изменилась г/г, в том числе за счет повышения обеспеченности собственным сырьем (производство апатитового концентрата на ГОК «Олений Ручей»), а также расширением мощностей по выпуску КАС. В результате EBITDA в рублевом выражении показала высокие темпы роста, несмотря на увеличение SG&A-расходов (на 22.3% г/г) и транспортных расходов (на 16.6% г/г), в структуре которых значительна валютная составляющая.

Свободный денежный поток Акрона по итогам 2014 г составил достаточно скромные 1.2 млрд. руб., что, впрочем, лучше, чем в 2013 г, когда показатель был на окончательной отметке. В прошлом году компания сбалансировала инвестиции, их объем был снижен на 20.5% г/г (до 11.5 млрд. руб. или 0.6x EBITDA) и приведен в соответствие с величиной операционных поступлений. Так, чистый операционный денежный поток Акрона в прошлом году снизился на 11.6% г/г и составил 12.7 млрд. руб.). Отметим, что в течение 2014 г компания привлекала новый долг лишь в целях рефинансирования портфеля, а выплату дивидендов на 6.2 млрд. руб. обеспечили поступления от продажи акций дочерних компаний. В то же время, как рост долга, так и ликвидности на балансе Акрона к концу 2014 г по сравнению с его началом был связан с ослаблением рубля.

Так, объем долга, который на 85% состоит из валютных обязательств, к концу 2014 г в рублях вырос на 61.4% г/г и достиг 81.3 млрд. руб. В то же время, объем высоколиквидных активов на балансе за тот же период почти удвоился, что вместе с ростом EBITDA, тем не менее, не смогло компенсировать увеличение долга. Как результат, долговая нагрузка Акрона в терминах чистый долг / EBITDA к концу 2014 г повысилась до 2.8x (против 2.4x на начало года). Кроме того, структура долга с точки зрения сроков погашения продолжала ухудшаться: к концу 2014 г короткие обязательства составляли уже 65.6% всего долга (против 54.9% на начало года), что создает повышенную потребность в рефинансировании на фоне сокращения доступности и удорожания валютного фондирования. Вместе с тем, эту ситуацию

Ключевые финансовые показатели Акрона по итогам 2014 г

млн. руб.	2014	2013	%%
Выручка	74 631	67 904	9.9%
EBITDA*	20 249	15 386	31.6%
Операционная прибыль	20 955	13 980	49.9%
Чистая прибыль	6 904	13 019	-47.0%
Рентабельность по EBITDA	27.1%	22.7%	4.5 пп
Операционная рентабельность	28.1%	20.6%	7.5 пп
Чистая рентабельность	9.3%	19.2%	-9.9 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	21 496	15 807	36.0%
Чистый операцион. ден. поток	12 694	14 360	-11.6%
CAPEX	11 478	14 443	-20.5%
Свободный денежный поток	1 216	(83)	-
млн. руб.	2014	2013	%%
Активы	195 940	146 104	34.1%
в т.ч. ликвидные активы	25 027	13 801	81.3%
Долг	81 311	50 385	61.4%
доля краткосрочного долга	65.6%	54.9%	10.7 пп
Чистый долг	56 284	36 584	53.8%
Капитал	93 773	79 477	18.0%
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.9x	-
Долг/EBITDA	4.0x	3.3x	-
Чистый долг/EBITDA	2.8x	2.4x	-
EBITDA/Процентные платежи	7.5x	4.8x	-
Долг/Капитал	0.9x	0.6x	-

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

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Акрона за 2014 г

тыс. тонн	2014	2013	%%
Аммиак*	115	155	-25.8%
Азотные удобрения*, в т.ч.	2 481	2 528	-1.9%
Аммиачная селитра	1 315	1 429	-8.0%
Карбамид	229	292	-21.6%
КАС	937	807	16.1%
Сложные удобрения*, в т.ч.	2 495	2 574	-3.1%
NPK (Азофоска)	2 407	2 475	-2.7%
Смешанные удобрения	88	99	-11.1%
Органический синтез*, в т.ч.	194	206	-5.8%
Метанол	12	21	-42.9%
Формалин	9	22	-59.1%
КФС	173	163	6.1%
Неорганическая химия, в т.ч.	808	671	20.4%
Аммиачная селитра	230	227	1.3%
Карбонат кальция	383	253	51.4%
Жидкая углекислота	53	56	-5.4%
Аргон	7	7	-
Соляная кислота	136	129	5.4%
Пр-во апатитового концентр.	891	642	38.8%

*за вычетом внутреннего потребления

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

смягчает преимущественно валютная выручка Акрона (более 80% продаж), кроме того, компания обладает доступом к невыбранным кредитным линиям в объеме 34.7 млрд. руб., что вместе с накопленной на балансе ликвидностью на конец пошлого года превышало весь объем краткосрочной задолженности. Наконец, у Акрона есть и дополнительный источник потенциальной ликвидности в виде пакетов акций Уралкалия и Azoty Tarnow, балансовая оценка которых на конец 4К14 составляла в сумме 28.3 млрд. руб.

Выпуск Акрон БО-01 с дюрацией около 0.4 г отличается невысокой ликвидностью и индикативно торгуются со спредом около 270 бп к ОФЗ, то есть на уровне близких по дюрации бумаг ЕвроХима (BB/-/BB), что делает последний более интересной покупкой.

Первичный рынок

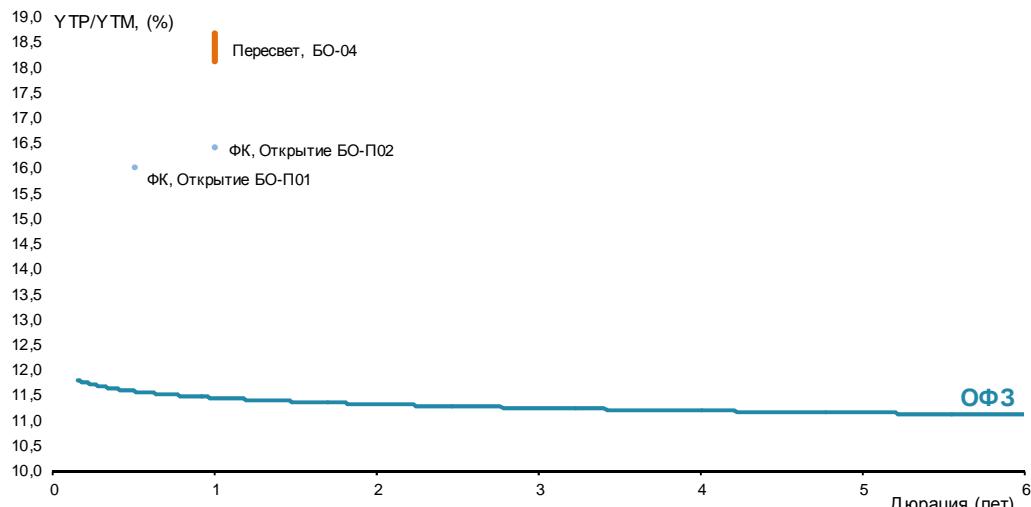
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир YTP/YTM, годовых %	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Офер Погаше
Банк ФК Открытие, БО-П01	BB- / Ba3 / -	да	2 000	16.00	07.04.2015	14.04.2015	нет / 0.5 г	0.5 г / 5
Банк ФК Открытие, БО-П02	BB- / Ba3 / -	да	2 000	16.39	07.04.2015	14.04.2015	нет / 1 г	1 г / 5
Банк Пересвет, БО-04	B+ / - / B+	да	3 000	18.11-18.68	15.04.2015	17.04.2015	нет / 1 г	1 г / 3

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/Размеш. объем	Ориентир YTP/YTM, % годовых	Фактическая YTP/YTM, % годовых	Дата размещения	Амортиз. Дюра
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	- / Ba3 / BB-	да	5 000	2.2 / 100%	17.18-17.45	16.75	09.04.2015	нет / 1
Кредит Европа Банк, БО-08	- / B1 / BB	да	3 000	н/д / 100%	15.56-16.64	15.56	03.04.2015	нет / 1
Татфонбанк, БО-13	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	16.09-17.71	15.56	03.04.2015	нет / 1
МКБ, БО-09	BB- / B1 / BB-	да	3 000	н/д / 100%	15.56	15.56	25.03.2015	нет / 1
Связь-Банк, БО-04	B+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	15.56	15.56	24.03.2015	нет / 1
Россельхозбанк, БО-17	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	15.87-16.43	16.15	26.02.2015	нет / 1
Связь-Банк, 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
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	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Бинбанк, БО-06	B / - / -	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	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	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



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>

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

ibcm@zenit.ru

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
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 гарантами 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 непрофессиональным участникам 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.