

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Наталья Толстошеина  
n.tolstosheina@zenit.ru

#### Акрон (-/Ва3/ВВ-): сильные финансовые результаты за 9М15

Вчера один из крупнейших производителей удобрений, Акрон, опубликовал финансовые результаты по итогам 9М15, которые мы оцениваем как сильные. За 9М15 рублевая выручка компании выросла на 53.1% г/г до 80.7 млрд руб., EBITDA – в 2.4 раза до 31.4 млрд руб. Кроме того, в отчетном периоде заметно снизилась долговая нагрузка: отношение net debt/EBITDA LTM сократилось с 2.8x на 01.01.2015 до 1.5x на 30.09.2015.

Основной причиной заметного роста рублевой выручки и EBITDA Акрона за 9М15 стали девальвация рубля и экспортно ориентированная модель бизнеса компании. В частности, более 80% выручки за 9М15 обеспечила реализация продукции на экспорт, в то время как основная часть полных денежных затрат Акрона осуществляется в национальной валюте (65% за 2014 год). За 9М15 объем реализации основной продукции Акрона сократился на 2.7% г/г до 4.7 млн тонн, что оказало умеренно негативное влияние на динамику выручки компании за 9М15. За 9М15 средние цены на значительную часть ассортимента (аммиачная селитра, КАС, карбамид, аммиак) в долларовом выражении снизились по сравнению с 2014 годом, в то время как цены на азотосыску (NPK 16-16-16) незначительно выросли. Девальвация рубля, вертикально интегрированная модель бизнеса и ограничение роста тарифов на газ способствовали увеличению EBITDA margin Акрона за 9М15 на 14.6 пп г/г до 38.9%.

За 9М15 чистый операционный денежный поток Акрона вырос в 4.3 раза до 23.1 млрд руб. и был достаточным для финансирования расходов на CAPEX на 10.2 млрд руб. (+34.6% г/г). В результате, отчетный период Акрон завершил с положительным свободным денежным потоком в размере 12.9 млрд руб., достаточным для выплаты дивидендов на 5.6 млрд руб. и пополнения подушки ликвидности. Поскольку основная часть долга и денежных средств на счетах Акрона номинирована в иностранной валюте, девальвация рубля привела к росту кредитного портфеля на конец 9М15 на 17.2% к началу года до 95.3 млрд руб. и способствовала увеличению остатка денежных средств на счетах на 53.3% до 38 млрд руб. В результате, на конец 9М15 чистый долг Акрона незначительно вырос к началу года (+1.4% до 57.3 млрд руб.), при этом за счет роста EBITDA долговая нагрузка компании сократилась в терминах net debt/EBITDA LTM до 1.5x на 30.09.2015 по сравнению с 2.8x на 01.01.2015. Подушка ликвидности компании в виде остатка денежных средств на счетах на 30.09.2015 является достаточной для единовременного погашения всего краткосрочного долга.

Заметное улучшение финансовых метрик компании, в том числе рост выручки, рентабельности и снижение долговой нагрузки, а также выход ГОК «Олений Ручей» на полную проектную мощность первой очереди в марте 2015 г. и рост добычи фосфатного сырья способствовали повышению рейтингов Акрона от Moody's и Fitch во 2П15 соответственно с «В1» до «Ва3» и с «В+» до «ВВ-», прогноз по всем рейтингам – стабильный.

На рублевом рынке облигаций Акрон представлен 4 выпусками, в цены которых, на наш взгляд, уже заложено повышение рейтинга компании, в связи с чем бумаги не предлагают особых идей. Так короткий выпуск Акрон, 04 торгуется по бидам с доходностью 12.25% годовых на дюрациях 0.4 г (90 бп. премии к кривой ОФЗ), а более длинные Акрон, 05 и БО-3 предлагают доходность в районе 11.8-11.9% на дюрациях 1.25 г. (110-120 бп. к ОФЗ)

#### Ключевые финансовые показатели Акрона по итогам 9М15

млн руб.	9М15	9М14	%г
Выручка	80 654	52 676	53,1
EBITDA*	31 409	12 831	x2
Операционная прибыль	27 799	11 199	x2
Чистая прибыль	14 322	9 695	x1
Рентабельность по EBITDA	38,9%	24,4%	14,6 г
Операционная рентабельность	34,5%	21,3%	13,2 г
Чистая рентабельность	17,8%	18,4%	-0,6 г

Операц. ден. поток до изм. ОК	30 029	12 151	x2
Чистый операцион. ден. поток	23 113	5 413	x4
CAPEX	10 171	7 556	34,6
Свободный денежный поток	12 942	(2 143)	-

млн руб.	9М15	2014	%г
Активы	227 293	195 940	16,0
в т.ч. денежные средства	37 973	24 773	53,3
Долг	95 318	81 311	17,2
доля краткосрочного долга	33,7%	65,6%	31,9 г
Чистый долг	57 345	56 538	1,4
Капитал	105 458	93 773	12,5

CAPEX/EBITDA	0,3x	0,6x	-
Долг/EBITDA LTM	2,5x	4,0x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1,5x	2,8x	-
EBITDA/Процентные платежи	9,4x	7,5x	-
Долг/Капитал	0,9x	0,9x	-

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

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

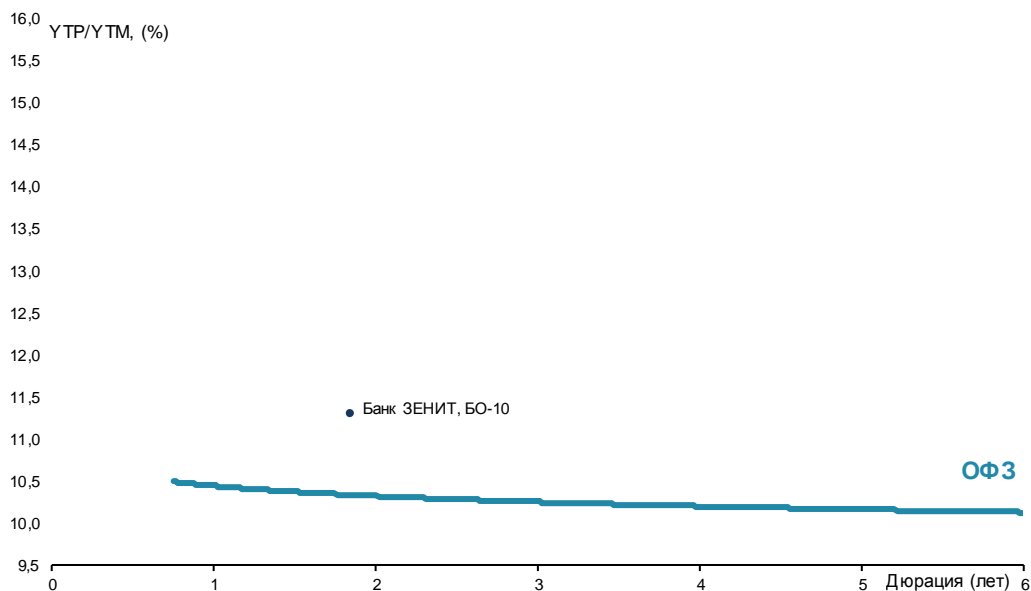
## Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/MF	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
Банк ЗЕНИТ, БО-10	- / B1 / BB-	да	5 000	11.30	01.12.2015	03.12.2015	нет / 1.84 г	2 г / 10.

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/MF	Возможность	Размещенный	Bid cover/	Ориентир	Фактическая	Дата	Амортиз.
КАМАЗ, БО-04	- / Ba3 / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.47	30.11.2015	нет / 2.
Внешэкономбанк, БО-02 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	до 9 000	н/д / 100%	н/д	11.68	30.11.2015	нет / 1
Металлинвестбанк, БО-02 (вторичное)	- / B2 / -	да	до 1 500	н/д / 100%	н/д	13.96	30.11.2015	нет / 1
Россети, БО-05	BB+ / Ba2 / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	11.57	27.11.2015	нет / 5.0
ДелоПортс, 01	- / - / BB-	да	3 000	н/д / 100%	н/д	14.28	27.11.2015	нет / 2.6
Кубаньэнерго, 001P-02	NR	нет	3 400	н/д / 100%	н/д	13.03	24.11.2015	нет / 3.2
МРСК Урала, БО-02	BB- / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	11.92	24.11.2015	нет / 3.2
МРСК Центра БО-04	BB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.92	24.11.2015	нет / 3.2
МРСК Центра БО-03	BB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.15	24.11.2015	нет / 3.2
Русфинанс Банк, БО-04	BB+ / Ba2 / BBB-	да	3 000	н/д / 100%	12.10-12.25	12.15	24.11.2015	нет / 1
Росэксимбанк, 01	- / Ba2 / -	да	5 000	1.6 / 100%	12.36-12.63	12.47	24.11.2015	нет / 1
ОГК-2, 001P-01R	- / - / BB	да	5 000	2.8 / 100%	12.36-12.63	11.83	24.11.2015	нет / 2.2
ОГК-2, 001P-02R	- / - / BB	да	5 000	2.8 / 100%	12.36-12.63	11.83	24.11.2015	нет / 2.2
Акрон, БО-02	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.10-12.63	11.94	24.11.2015	1.5 г / :
Акрон, БО-03	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.10-12.63	11.94	24.11.2015	1.5 г / :
МИБ, 04	- / Baa1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.36	12.26	19.11.2015	нет / 1.8
Республика Коми, 35012 (доразмещение)	- / B1 / BB	да	5 000	2.6 / 100%	12.73-12.93	12.29	17.11.2015	да / 2.7
ФинИнвест, 01	NR	нет	500	н/д / 100%	н/д	15.56	13.11.2015	нет / 1
АКБ Пересвет, БО-П03	B+ / - / B+	да	1 000	1.1 / 100%	13.96-14.22	13.69	13.11.2015	нет / 1.4



# 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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>
<b>Управление продаж</b>		<a href="mailto:bondsales@zenit.ru">bondsales@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>
<b>Аналитическое управление</b>		<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Акции	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>
<b>Управление рынков долгового капитала</b>		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
<b>Департамент доверительного управления активами</b>		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	<a href="mailto:t.mukhametshin@zenit.ru">t.mukhametshin@zenit.ru</a>
	Иван Рыжиков	<a href="mailto:i.ryzhikov@zenit.ru">i.ryzhikov@zenit.ru</a>
Доверительное управление активами	Яков Петров	<a href="mailto:y.petrov@zenit.ru">y.petrov@zenit.ru</a>

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.