

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Наталия Толстошеина
 n.tolstosheina@zenit.ru

 Дмитрий Чепрагин
 d.chepragin@zenit.ru

Акрон (-/Ba3/BV-): укрепление рубля негативно отразилось на финансовых результатах компании за 1K17

Вчера один из крупнейших производителей удобрений, Акрон, опубликовал финансовые результаты за 1K17, которые мы оцениваем как умеренно негативные. В 1K17 рублевая выручка компании уменьшилась на 3.8% г/г до 24.1 млрд руб., EBITDA – на 27.7% г/г до 7.4 млрд руб., EBITDA margin – на 9.2 пп г/г до 30.9%. Отчетный период компания завершила с отрицательным свободным денежным потоком, при этом долговая нагрузка Акрона в терминах net debt/EBITDA LTM увеличилась с 1.7х на начало 2017 г. до 1.9х на конец 1K17.

Поскольку около 77% выручки Акрон получает от реализации продукции на экспорт, а 75% денежных затрат осуществляет в рублях (по итогам 2016 г.), укрепление курса рубля в 1K17 по сравнению с 1K16 стало основной причиной снижения выручки и EBITDA Акрона. В то же время, позитивное влияние на динамику финансовых результатов Акрона оказали сильные операционные итоги за 1K7: объем реализации основной продукции компании увеличился на 19% г/г до 1.8 млн тонн. Мировые цены на минеральные удобрения в 1K17 менялись разнонаправленно: долларовые цены на NPK снизились на 19.6% г/г, в то время как цены на аммиачную селитру, КАС и карбамид выросли в пределах 3.4%-22.1% г/г.

В 1K17 расходы Акрона на CAPEX уменьшились на 39.1% г/г до 2.5 млрд руб. 1K17 компания закончила с отрицательным свободным денежным потоком на сумму 1.3 млрд руб. Около 52% долга Акрона на 31.03.2017 номинировано в долларах и евро, поэтому укрепление рубля на конец 1K17 к началу 2017 г. способствовало сокращению чистого долга компании на 1.1% до 51.4 млрд руб. Совокупный долг на 31.03.2017 составил 65.7 млрд руб., долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM немного увеличилась к началу года, однако осталась умеренной, на уровне 1.9х. На конец 1K17 остаток денежных средств на счетах компании составил 14.3 млрд руб. (-47.4% к началу 2017 г.), что достаточно для единовременного погашения около 48% краткосрочного долга. Тем не менее, риски рефинансирования долга мы оцениваем как низкие: в мае 2017 г. Акрон получил синдицированный кредит в размере 750 млн долл. сроком на 5 лет, из которых 468.2 млн долл. компания планирует направить на рефинансирование привлеченного в 2014 г. синдицированного кредита.

По нашим оценкам, несмотря на ухудшение финансовых метрик, опубликованные финансовые результаты Акрона за 1K17 являются нейтральными для кредитных рейтингов компании от Moody's и Fitch (в качестве негативных рейтинговых факторов агентства указывают левверидж свыше 3х).

На текущий момент на локальном рынке наиболее ликвидные выпуски Акрона предлагают доходность в диапазоне 9.0-9.1% годовых при дюрации 1.4 г. и 2.9 г., которая трансформируется в спред к кривой ОФЗ в размере 90-100 бп. Одновременно с этим, близкие по дюрации облигации Еврохима дают премию к суверенной кривой порядка 60-80 бп. В итоге, такой уровень надбавки (порядка 20-30 бп.) к бумагам Акрона нам видится оправданным на фоне разницы в кредитных рейтингах компаний, а также масштабах бизнеса.

Ключевые финансовые показатели Акрона по итогам 1K17

млн руб.	1K17	1K16	%г
Выручка	24 073	25 015	-3.8%
EBITDA	7 434	10 286	-27.7%
Операционная прибыль	5 080	7 463	-31.9%
Чистая прибыль	1 571	12 657	-87.6%
Рентабельность по EBITDA	30.9%	40.1%	-9.2 пп
Операционная рентабельность	21.1%	24.7%	-3.6 пп
Чистая рентабельность	6.5%	45.9%	-39.3 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	6 993	9 698	-27.9%
Чистый операцион. ден. поток	1 169	3 816	-69.4%
CAPEX	2 462	4 040	-39.1%
Свободный денежный поток	-1 293	-224	-
млн руб.	1K17	2016	%г
Активы	178 789	194 287	-8.0%
в т.ч. денежные средства	14 302	27 168	-47.4%
Долг	65 671	79 117	-17.0%
доля краткосрочного долга	45.7%	50.4%	-4.7 пп
Чистый долг	51 369	51 949	-1.1%
Капитал	89 929	87 722	2.5%
CAPEX/EBITDA	0,3х	0,4х	-
Долг/EBITDA LTM	2,4х	2,6х	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1,9х	1,7х	-
EBITDA/Процентные платежи	7,9х	5,2х	-
Долг/Капитал	0,7х	0,9х	-

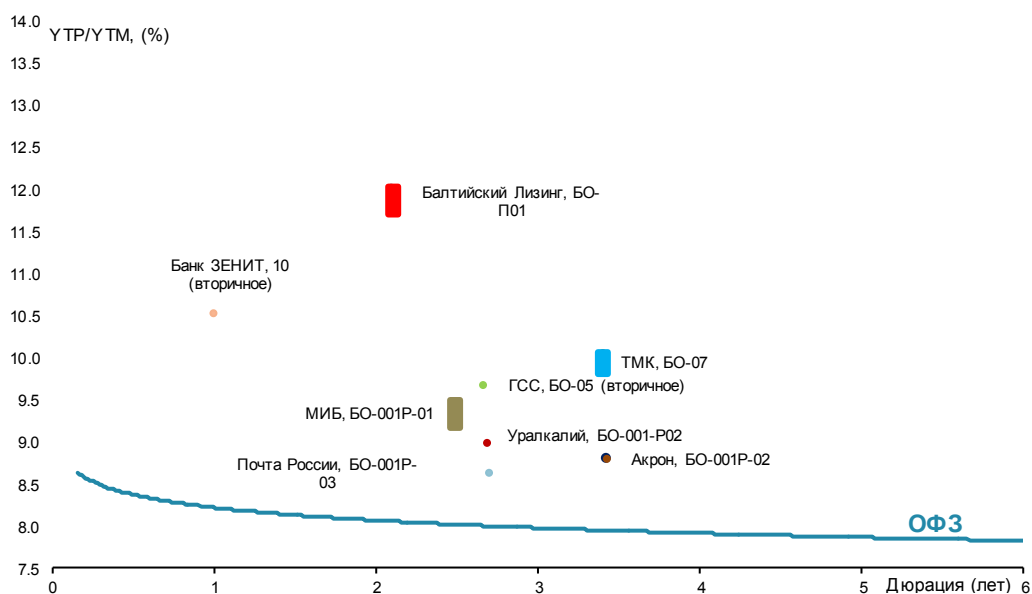
Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

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
Уралкалий, БО-001P-02	BB-/Ba2/BB-	да	15 000	8.99	24.05.2017	31.05.2017	нет / 2.69 г	нет / 3 г
Почта России, БО-001P-03	- / - / BBB-	да	5 000	8.63	29.05.2017	31.05.2017	нет / 2.70 г	3 г / 10 лет
ТМК, БО-07	B+/B1/-	да	10 000	9.83-10.04	31.05.2017	02.06.2017	нет / 3.40 г	4 г / 10 лет
Банк ЗЕНИТ, 10 (вторичное)	-/Ba3/BB	да	до 5 000	не более 10.51	02.06.2017	02.06.2017	нет / 1 г	нет / 1 г
Акрон, БО-001P-02	-/Ba3/BB-	да	5 000	8.79	26.05.2017	06.06.2017	нет / 3.43 г	4 г / 10 лет
Балтийский Лизинг, БО-П01	- / - / BB-	да	4 000	11.73-12.01	н/д	н/д	да / 2.10 г	нет / 3 г
МИБ, БО-001P-01	BBB/Baa1/BBB	да	10 000	9.21-9.48	06.05.2017	14.06.2017	да / 2.48 г	2.75 г. / 10 лет

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Лента, БО-001P-01	BB- / Ba3 / BB	да	5 000	н/д / 100%	8.94-9.31	8.89	30.05.2017	нет / 2.70 г
Сбербанк, БО-19	- / Ba2 / BBB-	да	15 000	1.8 / 100%	8.47-8.68	8.47	30.05.2017	нет / 3.48 г
Альфа-банк, БО-20	BB/Ba2/BB+	да	5 000	н/д / 100%	8.78-8.99	8.89	30.05.2017	нет / 2.70 г
Гарант-Инвест, 001P-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	13.42	29.05.2017	нет / 1.82 г
Икс 5 Финанс, 001P-02	BB / Ba2 / BB	да	10 000	н/д / 100%	8.79-8.94	8.63	26.05.2017	нет / 3.09 г
Внешэкономбанк, ПБО-001P-07	BB+ / Ba1 / BBB-	да	25 000	н/д / 100%	9.31-9.57	9.25	26.05.2017	нет / 2.29 г
Еврохим, БО-001P-02	BB- / - / BB	да	15 000	2.1 / 100%	9.10-9.31	8.94	26.05.2017	нет / 2.70 г
Почта России, БО-001P-02	- / - / BBB-	да	5 000	3.0 / 100%	8.94-9.10	8.73	23.05.2017	нет / 3.46 г
ГК Самолет, БО-П01	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.55-13.10	12.55	23.05.2017	да / 2.85 г
Роснефть, 001P-05	BB+ / Ba1 / -	да	15 000	н/д / 100%	н/д	8.88	18.05.2017	нет / 5.85 г
РЖД, 001P-03R	BB+ / Ba1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	8.68-8.84	8.58	18.05.2017	нет / 5.97 г
МОЭСК, БО-10	BB- / Ba2 / BB+	да	10 000	3.0 / 100%	8.84-8.99	8.73	18.05.2017	нет / 4.16 г
Альфа-Банк, БО-19	BB / Ba2 / BB+	да	2 147	н/д / 100%	5.06	5.06	12.05.2017	нет / 2.82 г
Арагон, 01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	13.37	10.05.2017	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	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
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.