

## МАСШТАБНАЯ ИНВЕСТПРОГРАММА НЕ ПОЗВОЛИТ СНИЗИТЬ ДОЛГ В БЛИЖАЙШЕЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

Вчера Акрон, один из крупнейших в России производителей минеральных удобрений, опубликовал отчетность за 2009 г. по МСФО, а также провел телефонную конференцию для инвесторов и аналитиков. Ниже представлены наши основные выводы из отчетности.

**Резкое ухудшение ценовой конъюнктуры негативно отразилось на операционных показателях.** Несмотря на то что в 2009 г. Акрон увеличил производство товарной продукции на 11% по сравнению с 2008 г. (до 5,1 млн т), выручка компании в прошлом году снизилась на 13% и составила 37,5 млрд долл. В связи с опережающим ростом цен на основное сырье (апатитовый концентрат, хлористый калий и газ) при неблагоприятной конъюнктуре на рынках конечной продукции рентабельность по EBITDA компании в отчетном периоде существенно снизилась – по итогам 2009 г. значение этого показателя составило 18% против 40,5% в 2008 г. Чистая прибыль Акрона в 2009 г. превысила значение EBITDA, что связано прежде всего с продажей компанией в сентябре 2009 г. доли в ОАО «Сибнефтегаз» (21%) за 4,17 млрд руб. Основные перспективы на 2010 г. компания связывает с азиатским рынком ввиду более динамичного восстановления спроса в этом регионе (в 2009 г. на долю Китая пришлось 32% совокупных продаж Акрона против 22% в 2008 г.).

**Ликвидная позиция компании несколько ухудшилась в IV квартале.** По итогам 9 месяцев 2009 г. доля краткосрочного долга в совокупном долговом портфеле Акрона составляла 37,8%, а коэффициент текущей ликвидности находился на достаточно комфортном уровне – 1,2. При том что на конец 2009 г. объем долгового портфеля компании практически не изменился, доля краткосрочного долга увеличилась до 40,2%, а значение коэффициента текущей ликвидности опустилось до 1,06. В связи с сокращением объема денежных средств на балансе, величина чистого долга также увеличилась. Ухудшение ликвидной позиции компании в IV квартале 2009 г. было связано со значительными инвестициями, которые Акрон осуществлял в этот период (из совокупных инвестиционных затрат в объеме 3,7 млрд руб. по итогам 2009 г. на IV квартал пришлось порядка 38%). Как мы и ожидали, на конец 2009 г. долговая нагрузка Акрона, выраженная отношением Чистый долг/EBITDA, составила 3,8.

**Снижения долговой нагрузки ждать не придется.** В настоящий момент Акрон реализует масштабную инвестпрограмму по освоению апатит-нефелинового месторождения Олений Ручей и Талицкого месторождения калийных солей. По прогнозам компании, в 2010 г. инвестиционные затраты составят порядка 200 млн долл. Мы ожидаем, что 2010 г. выручка Акрона может возрасти до 1,3 млрд долл, а рентабельность по EBITDA составит 22-24%, что при планируемом объеме капиталовложений не оставляет сколько-нибудь значительных резервов для сокращения долга, более того, совокупный долг Акрона может даже увеличиться. Для освоения месторождений Акрон планирует привлечь в Сбербанке 9,5 млрд руб. (половина суммы будет обеспечена госгарантиями), также переговоры о

## ОТЧЕТНОСТЬ ЗА 2009 Г.

### Основные показатели ОАО "Акрон"

Отчетность по МСФО, млн руб.

	2008	9 мес. 09	2009
Выручка	43 132	28 355	37 542
Валовая прибыль	23 361	11 324	13 603
ЕБИТДА	17 475	5 059	6 754
ЕБИТ	16 139	4 077	5 375
Чистая прибыль	9 891	5 787	7 256
<b>Активы</b>	<b>63 031</b>	<b>81 849</b>	<b>84 932</b>
Краткосрочный долг	19 907	12 755	13 378
Долгосрочный долг	10 483	20 977	19 862
<b>Долг</b>	<b>30 390</b>	<b>33 732</b>	<b>33 239</b>
Чистый долг	26 381	23 913	25 533
Капитал	25 175	39 249	42 393
Валовая рентабельность, %	54,2	39,9	36,2
Рентабельность по EBITDA, %	40,5	17,8	18,0
Рентабельность по EBIT, %	37,4	14,4	14,3
Чистая рентабельность, %	22,9	20,4	19,3
Долг/EBITDA	1,74	5,44	4,92
Чистый долг/EBITDA	1,5	3,9	3,8
Долг/Капитал	1,21	0,86	0,78
Долг/Активы	0,48	0,41	0,39
Кратк. долг в % к долгу	65,5	37,8	40,2
Кoeffиц. текущей ликвидности	0,59	1,21	1,06
Операц. ден. поток	10 167	927	2 856
Капвложения	5 315	2 317	3 734

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

## МАСШТАБНАЯ ИНВЕСТПРОГРАММА НЕ ПОЗВОЛИТ СНИЗИТЬ ДОЛГ В БЛИЖАЙШЕЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

привлечении кредитов компания ведет с ВТБ. Ранее агентство Fitch сообщало о том, что совокупные инвестиционные затраты Акрона в 2009–2012 гг. составят порядка 20 млрд. руб. Таким образом, несмотря на восстановление рыночной конъюнктуры, масштабная инвестпрограмма компании, по нашему мнению, не позволит Акрону уменьшить долговую нагрузку до уровня ниже 3,5–4,0 в среднесрочной перспективе. По данным компании, рыночная стоимость пакетов акций Сильвинита и Апатита, которыми владеет Акрон, в настоящий момент составляет соответственно 14,8 млрд. руб. и 5,2 млрд., и в случае проблем с ликвидностью эти акции могут быть проданы на рынке. Однако в связи с ограниченной ликвидностью, а также стратегической важностью этих инвестиций для Акрона, мы не склонны расценивать эти финансовые вложения как ликвидный актив.

**Привлекательность облигаций снижается.** Мы не ожидаем, что публикация отчетности окажет влияние на котировки выпусков облигаций Акрона. Выпуски Акрон-2 и Акрон-3 предлагают доходность на уровне 10% (спред к ОФЗ в размере порядка 400 б.п.) на срок чуть менее двух лет. С учетом того, что оба выпуска включены в список РЕПО ЦБ, данный уровень доходности представляется нам справедливой компенсацией за риск. Вместе с тем недавнее заявление компании о намерении выплатить дивиденды в размере 1,2 млрд руб., на наш взгляд, не добавляет уверенности кредиторам при текущем уровне долговой нагрузки и может негативно повлиять на котировки. Среди эмитентов с сопоставимым кредитным рейтингом мы склонны обратить внимание скорее на выпуски Евраз (В/В1/В+), в частности ЕвразХолдинг-Финанс 1/3, доходность которых сопоставима с выпусками Акрона (спред к ОФЗ в размере порядка 360 б.п.), однако наши ожидания по поводу сокращения долговой нагрузки Евраз и восстановления кредитных метрик в 2010 г. существенно более оптимистичны.

# Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

**Исполнительный директор, руководитель департамента**  
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

## Бизнес-блок продаж и торговли

**Руководитель бизнес-блока**  
Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrovann@uralsib.ru

## Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

# Аналитическое управление

**Руководитель управления**  
Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru  
Надежда Мырсикова, myr\_nv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Экономика

Владимир Тихомиров, tih\_vi@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevdm@uralsib.ru  
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

### Редактирование/полиграфия/перевод

**Нефть и газ**  
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

### Энергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru  
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/

### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Анна Курпьянова, kurpiyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru  
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010