

БЕЗ СЮРПРИЗОВ

Нейтральные результаты за I полугодие 2010 г. по МСФО

Операционные показатели демонстрируют позитивную динамику... Вчера производитель минеральных удобрений Акрон опубликовал отчет за I полугодие 2010 г. по МСФО. Выручка компании увеличилась на 15,8% относительно I полугодия 2009 г. до 21,8 млрд руб. Этому способствовали рост объема продаж сложных удобрений NPK, а также повышение цен на азотные удобрения. Позитивным моментом мы считаем также увеличение рентабельности по EBITDA во II квартале текущего, в результате которого значение этого показателя за I полугодие составило 20,9% против 20,3% в I квартале. Менеджмент группы видит признаки подъема в мировой отрасли минеральных удобрений и отмечает практически полное восстановление спроса на удобрения на основных рынках.

...но долговая нагрузка во II квартале возросла. Совокупный долг Акрона после заметного снижения в I квартале текущего года вновь увеличился и на конец отчетного периода составил 30,08 млрд руб. При этом, поскольку компания использовала значительную часть денежных средств, которыми располагала на начало года (средства были использованы в том числе для выплаты дивидендов в объеме 500 млн руб.), на конец I полугодия чистый долг Акрона увеличился на 12% по сравнению с началом года. Стоит, однако, отметить, что на настоящее время долговая нагрузка Акрона не вызывает опасений – отношение Чистый долг/EBITDA на конец июня находилось на уровне 3,0. Ликвидность компании также можно оценить как достаточную: существенный объем краткосрочного долга (35% от совокупного долгового портфеля) объясняется необходимостью финансировать оборотный капитал в условиях роста деловой активности, при этом коэффициент текущей ликвидности на конец отчетного периода превышал 1, что является приемлемым уровнем.

Дальнейшего снижения долговой нагрузки ожидать не стоит в связи с масштабной инвестиционной программой Акрона. В настоящий момент Акрон реализует масштабную инвестпрограмму по освоению месторождения апатит-нефелинового месторождения Олений Ручей (ввод в эксплуатацию запланирован на 2012 г.), а также Талицкого месторождения калийных солей. По прогнозам компании, в 2010 г. инвестиционные затраты достигнут порядка 200 млн долл., и похоже, что основная их часть придется на II полугодие текущего года, так как в I полугодии инвестиционные расходы составили лишь 1,7 млрд руб. Мы ожидаем, что 2010 г. выручка Акрона может возрасти до 1,3 млрд долл., а рентабельность по EBITDA составит 22–24% (операционные показатели I полугодия подтверждают, что этот результат вполне достижим), однако при планируемом объеме капиталовложений каких-либо значительных резервов для сокращения величины долга у компании не остается. Более того, совокупный долг Акрона может даже увеличиться, так как компания планирует привлечь кредит в Сбербанке в размере 9,5 млрд руб. (половина суммы будет обеспечена госгарантиями), а также ведет переговоры о привлечении кредитов с ВТБ. Ранее агентство Fitch сообщало о том, что совокупные инвестиционные затраты Акрона в 2009–2012 г. составят порядка 20 млрд руб., – таким образом, несмотря на восстановление рыночной конъюнктуры, масштабная инвестпрограмма, по нашему мнению, не позволит Акрону снизить долговую нагрузку ниже 3 в терминах Чистый долг/EBITDA.

Облигации Акрона не смотрятся интересно, рекомендуем обратить внимание на выпуски других эмитентов с сопоставимым кредитным рейтингом. На текущих уровнях рублевые выпуски Акрона не кажутся нам интересными – за последние две недели доходность облигаций компании заметно снизилась и сейчас находится на уровнях 6,5–7,8% в зависимости от срочности, что предполагает спред к ОФЗ на уровне 170–230 б.п. – это, на наш взгляд, довольно дорого. Среди выпусков эмитентов с сопоставимым кредитным рейтингом мы бы рекомендовали обратить внимание на размещенные недавно выпуски СУЭКа (B1) и Globaltrans (B1), предлагающие премию к ОФЗ на уровне 350 б.п. на горизонте менее трех лет. Лучшей же идеей для покупки среди компаний с рейтингом B1/B+ мы продолжаем считать выпуски Евраз (B/B1/B+) – ЕвразХолдинг Финанс 1 и 3 (YTP 9,65% на горизонте чуть более двух лет). С учетом улучшения кредитных метрик Евраз (финансовые результаты за I полугодие 2010 г., по нашим прогнозам, отразят снижение отношения Чистый долг/EBITDA до 2,5–3) премия, которую предлагают облигации Евраз, по нашему мнению, чрезмерна, и мы рекомендуем эти бумаги к покупке, тем более что ожидается их включение в ломбардный список.

Ключевые финансовые показатели Акрона, млн руб.

МСФО	2008	2009	I кв. 2010	I п/г 2009	I п/г 2010	% изм. ИП 2010 / ИП 2009
Выручка	43 132	37 542	11 425	18 860	21 836	15,8
Валовая прибыль	23 361	13 603	4 667	7 712	8 966	16,3
ЕБИТДА	17 475	6 754	2 319	3 687	4 558	23,6
						% изм. ИП 2010 / 2009
Совокупный долг	30 390	33 239	27 810		30 081	8,2
Чистый долг	26 381	25 533	24 268		27 187	12,0
Операционный денежный поток	10 167	2 856	1 758		703	
Капвложения	5 315	2 317	443		1 682	
<i>Коэффициенты</i>						
Валовая рентабельность (%)	54,2	36,2	40,9	40,9	41,1	
Рентабельность ЕБИТДА (%)	40,5	18,0	20,3	19,6	20,9	
Долг/ЕБИТДА*	1,7	4,9			3,3	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,5	3,8			3,0	
Доля краткосрочного долга (%)	65,5	40,2	29,8		34,7	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

*ЕБИТДА приведенная к годовому значению

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

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, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырскова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarev@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

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 он 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