

### БОЛЬШЕ КАЧЕСТВЕННОГО ДОЛГА

#### Комментарий к размещению рублевых облигаций

**Еще два выпуска рублевых облигаций.** Группа Акрон, производитель минеральных удобрений, размещает два выпуска рублевых облигаций объемом 3,75 млрд руб. каждый на срок 10 лет с трехлетней офертой. Заметим, что в текущем году 26 сентября компании предстоит пройти оферту по выпуску Акрон-2, объем которого составляет 3,5 млрд руб. По данным организаторов займа, 50% от привлеченных средств компания планирует направить на рефинансирование долга. Размещаемые выпуски удовлетворяют критериям для включения в список репо ЦБ.

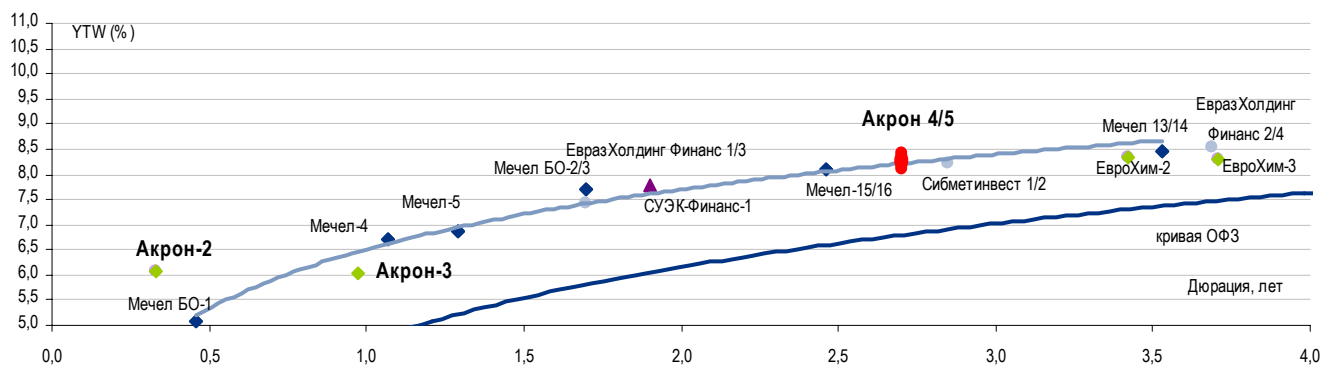
**Выпуск интересен ближе к середине обозначенного диапазона.** Принимая во внимание котировки выпусков промышленных компаний с рейтингом уровня В1/В+, мы считаем, что бумаги Акрона должны предлагать премию к ОФЗ в размере 150–170 б.п., в связи с этим мы оцениваем справедливый уровень доходности облигаций Акрона в настоящий момент в размере 8,2–8,3%, что соответствует ставке купона на уровне 8,1%. Конъюнктура на рынке минеральных удобрений сейчас весьма благоприятная, что должно позитивно отразиться на финансовых показателях Акрона. В то же время основным риском для кредитного профиля компании остается масштабная инвестпрограмма, реализация которой вряд ли позволит заметно сократить долговую нагрузку в среднесрочной перспективе. Вместе с тем стоит учитывать, что значительная часть финансирования инвестпрограммы Акрона может быть предоставлена банком ВТБ, – это смягчает риск рефинансирования обязательств компании. Мы также полагаем, что повышению интереса инвесторов к долговым обязательствам Акрона будет способствовать весьма вероятное включение размещаемых облигаций в список «А1», в котором уже присутствуют все обращающиеся выпуски компании.

#### Информация о выпусках Акрон 4 и 5

Эмитент	ОАО "Акрон"
Рейтинг эмитента	В1/В+
Объем выпуска	3,75 млрд руб.
Общий объем	7,5 млрд руб.
Купон	полугодовой
Срок обращения	10 лет
Оферта	через 3 года
Ориентир ставки купона	7,95-8,25%
Ориентир по доходности	УТР 8,11-8,42%
Тип размещения	по книге заявок
Дата закрытия книги	27 мая 2011 г.

#### Предложение смотрится интересно ближе к середине маркетируемого диапазона

Диаграмма доходностей рублевых облигаций\*



\* Данные указаны по состоянию на 26 марта 2011 г.

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Эмитент достаточно хорошо известен рынку, поэтому мы остановимся на наиболее актуальных данных о финансовом и бизнес-профиле Акрона.

**Во II полугодии 2010 г. операционные показатели продолжили улучшаться.** Выручка компании во II полугодии увеличилась на 14% относительно I полугодия и составила 24,9 млрд руб. При этом EBITDA возросла на 29,9% до 5,9 млрд руб., а рентабельность по EBITDA увеличилась до 23,8% во II полугодии по сравнению с 20,9% в I полугодии 2010 г. По итогам 2010 г. в целом выручка Акрона увеличилась на 24,5% до 46,7 млрд руб., в то время как EBITDA возросла на внушительные 40,5% до 10,5 млрд руб. Увеличению операционных показателей способствовало прежде всего повышение цен на удобрения, в то время как в натуральном выражении продажи увеличились на 4%. Менеджмент группы видит признаки подъема в мировой отрасли минеральных удобрений и отмечает практически полное восстановление спроса на удобрения на основных рынках.

**Долговая нагрузка снизилась.** Во II полугодии компания продолжила увеличивать долг в связи с необходимостью финансировать инвестпрограмму, затраты на которую в 2010 г. составили 5,45 млрд руб. На конец 2010 г. совокупный долг Акрона достиг 35,9 млрд руб., чистый долг увеличился до 28,3 млрд руб. В то же время за счет увеличения операционной прибыли, компания смогла снизить долговую нагрузку, выраженную отношением Чистый долг/EBITDA, до приемлемого уровня 2,7 на конец 2010 г. Ликвидность компании можно оценить как достаточную – значительный объем краткосрочного долга (37% 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.

#### Ключевые финансовые показатели Акрона

МСФО, млн руб.						
	2009 г.	I пол. 2010	II пол. 2010	2010 г.	% изм. II пол. 2010/ I пол. 2010	% изм. 2010/ 2009
Выручка	37 542	21 836	24 902	46 738	14,0	24,5
Валовая прибыль	13 603	8 966	9 891	18 858	10,3	38,6
EBITDA	7 454	4 558	5 919	10 476	29,9	40,5
					% изм. 2010/ I пол. 2010	
Совокупный долг	32 432	30 081		35 912	19,4	
в т.ч. краткосрочный долг	12 570	10 438		13 154	26,0	
Денежные средства	7 706	2 894		7 597	162,5	
Чистый долг	24 726	27 187		28 315	4,1	
Операц. денежный поток	2 856	703		3 282		14,9
Капвложения	3 734	1 682		5 449		45,9
<i>Коэффициенты</i>						
Валовая рентабельность (%)	36,2	41,1	39,7	40,3		
Рентабельность EBITDA (%)	19,9	20,9	23,8	22,4		
Долг/EBITDA*	4,4	3,3		3,4		
Чистый долг/EBITDA	3,3	3,0		2,7		
Доля краткосрочного долга (%)	38,8	34,7		36,6		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

\*EBITDA приведенная к годовому значению

#### Масштабная инвестиционная программа вряд ли позволит Акрону снизить левередж в среднесрочной перспективе...

В настоящий момент Акрон реализует масштабную инвестпрограмму по освоению месторождения апатит-нефелинового месторождения Олений Ручей (ввод в эксплуатацию запланирован на 2012 г., общий объем капиталовложений оценивается на уровне 1 млрд долл., из которых уже вложено 170 млн долл.), а также Талицкого месторождения калийных солей (предварительная оценка затрат – 1,6 млрд долл.). По прогнозам компании, в 2011 г. инвестиционные затраты увеличатся до 295–350 млн долл. (около 8–10 млрд руб.), что почти вдвое превышает уровень 2010 г. По нашим оценкам, при планируемом объеме капиталовложений каких-либо значительных резервов для сокращения величины долга у компании не остается. Также стоит иметь в виду, что в текущем году компания намерена выплатить дивиденды в размере 64 млн долл. (около 1,8 млрд руб.).

#### ...но позитивным моментом является то, что Акрон будет осуществлять инвестпрограмму в партнерстве с ВТБ.

Несмотря на то что значительный объем инвестиций в среднесрочной перспективе вряд ли позволит компании заметно сократить долговую нагрузку, к положительным моментам стоит отнести то, что свою инвестпрограмму Акрон будет осуществлять в партнерстве с ВТБ. Как было объявлено в середине мая, Акрон и ВТБ подписали соглашение о сотрудничестве.

ве в организации финансирования инвестиционной программы Акрона. Общий объем финансирования может составить порядка 1 млрд долл. Также было объявлено, что Акрон и ВТБ уже подписали соглашение об открытии химической компании кредитной линии в размере 175 млн долл. на срок пять лет. На наш взгляд, наличие такого партнера, как ВТБ, должно быть воспринято другими кредиторами Акрона как свидетельство того, что у компании вряд ли возникнут трудности с привлечением финансирования. Кроме того, это снижает риск рефинансирования текущих обязательств Акрона.

# Департамент по операциям с долговыми инструментами

## Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@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

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

### Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru

Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru

Дарья Союшкина, 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 Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru

Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@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

Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

### Минеральные удобрения/

### Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru

Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru

Степан Чургов, chugrovss@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 2011