

### ХОРОШИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ В РУСЛЕ ОЖИДАНИЙ. НЕЙТРАЛЬНАЯ НОВОСТЬ ДЛЯ КОТИРОВОК

#### Финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО

**Высокие результаты благодаря росту спроса и цен на минудобрения.** Вчера Акрон опубликовал финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО, положительная динамика которых в целом схожа с динамикой показателей отчитавшегося на днях ЕвроХима. По итогам 9 мес. 2011 г. выручка Акрона возросла на 43% год к году и достигла 46 млрд руб. При этом EBITDA увеличилась почти в два раза до 14,6 млрд руб., а рентабельность по EBITDA составила 32% (+12% п.п.) – это лучший показатель с 2008 г., когда отмечались рекордные цены на минеральные удобрения. Существенный рост чистой прибыли – в два с половиной раза до 10,4 млрд руб. – связан с дополнительным внереализационным доходом, полученным от продажи лицензий на месторождения калия в Канаде на сумму 90 млн долл. В сравнении с ЕвроХимом – лидером отрасли на российском рынке удобрений – Акрон продолжает демонстрировать более высокие темпы роста, однако существенно уступает по рентабельности (32% против 37%), что мы объясняем большей вертикальной интеграцией ЕвроХима и его прочными позициями на прибыльном рынке фосфатных удобрений (МАФ/ДАФ).

**Кредитный профиль остается устойчивым, долговая нагрузка постепенно снижается.** Совокупный долг за 3 кв. практически не изменился и составил на конец сентября 42 млрд руб. При этом за счет использования части денежных средств чистый долг за квартал вырос на 12% до 32 млрд руб. В сентябре компания успешно выполнила оферту по выпуску Акрон-2 (на сумму 3,5 млрд руб.), компенсировав это увеличением объема задолженности по банковским кредитам. Долговая нагрузка в терминах Долг/EBITDA продолжала снижаться и к концу сентября достигла 2,3 против 2,9 на конец 1 п/г и 3,5 в конце 2010 г. Кредитный профиль, на наш взгляд, в среднесрочной перспективе будет по-прежнему устойчивым, а значение коэффициента Чистый долг/EBITDA сохранится на уровне около 2. К основным факторам поддержки кредитного профиля мы относим комфортную структуру задолженности (краткосрочный долг составляет 30%, или 12,1 млрд руб.), сглаженный график погашения обязательств и достаточный запас ликвидных средств в виде денежных средств (9% активов, или 10,5 млрд руб.).

#### Обращающиеся выпуски Акрона

Котировки по состоянию на 22 ноября 2011 г.

Выпуск	Купон %	Оферта/Погаш.	Валюта	Доход %
Акрон-2	8	41518	RUB	10
Акрон-3	14	41030	RUB	8
Акрон-4	8	41760	RUB	9
Акрон-5	8	41760	RUB	9

Источники: Bloomberg, Cbonds.info

#### Ключевые показатели Акрона

МСФО, млн руб.

	9М 10	2010	1 п/г 2011	9М 11	2011 П
Выручка	32 431	37 542	46 220	46 220	59 148
Валовая прибыль	12 665	13 603	20 985	20 985	
ЕБИТДА	6 373	6 754	14 632	14 632	15 881
Чистая прибыль	4 029	7 256	10 413	10 413	8 890
Общий долг	33 952	32 361	42 158	42 158	39 128
Краткосрочный долг	12 522	12 549	12 122	12 122	
Долгосрочный долг	21 430	19 812	30 036	30 036	
Чистый долг	26 997	24 654	31 610	31 610	29 252
Капитал	43 856	42 393	57 038	57 038	53 665
Активы	89 620	84 932	115 240	115 240	110 411
ОПД	2 926	2 856	1 646	1 646	10 870
Ден. поток от инв. деят.	(3 948)	(451)	(6 021)	(6 021)	(8 494)
Ден. поток от фин. деят.	257	1 283	7 044	7 044	(91)
Капзатраты	(3 566)	(3 734)	(6 547)	(6 547)	(8 758)
Рентаб. EBITDA, (%)	19,7	18,0	31,7	31,7	26,8
EBITDA/проценты	16,9	18,5	8,0	8,0	
Долг / EBITDA	4,2	3,5	2,9	2,3	2,5
Чистый долг / EBITDA	3,3	2,8	1,8	1,7	1,8
Чистый Долг/Капитал	0,6	0,6	0,5	0,6	0,3
Капитал / Активы	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Краткоср. долг, (%)	36,9	36,6	21,4	28,8	

Источник: данные компании, оценка УРАЛСИБА

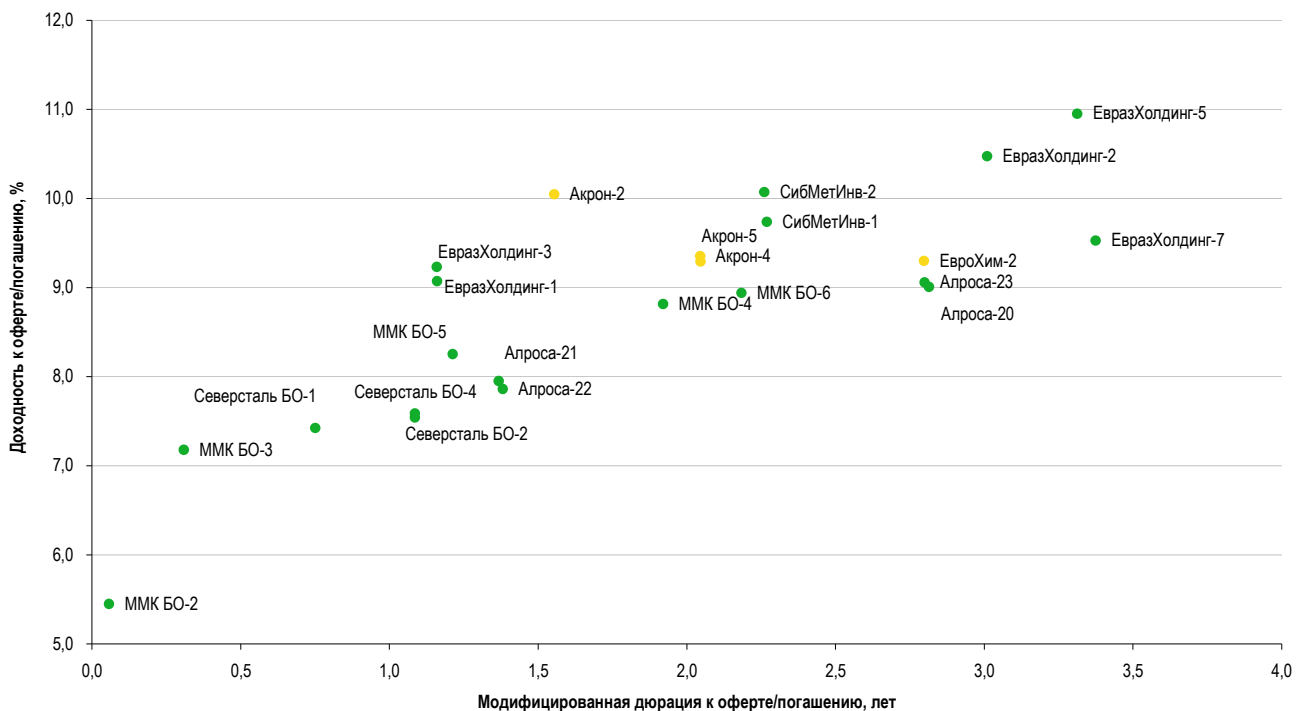
**Мы не ожидаем ухудшения кредитных метрик на фоне реализации инвестиционной программы.** Текущий объем инвестпрограммы Акрона составляет 200–400 млн долл., а наиболее затратными статьями являются фосфорный и аммиачный проекты. Калийный проект, инвестиции в который оцениваются в 1,6–2,0 млрд долл., в 2012–2017 гг. может привести к увеличению инвестпрограммы еще на 100–400 млн долл. в год. На текущий год объем капитальных затрат запланирован в объеме 8 млрд руб., из них 6,5 млрд руб. уже инвестировано. В то же время в результате снижения операционного денежного потока до 1,6 млрд руб. (против 2,9 млрд руб. по итогам 9 мес. 2010 г.), ввиду резкого роста оборотного капитала, свободный поток оказался отрицательным и возник дефицит денежных средств в размере 4,9 млрд руб. Мы полагаем, что текущие цены на удобрения позволят обеспечить компании стабильные операционные денежные потоки, а наличие ликвидных инвестиций в виде акций Уралкалия (2,7%, рыночная стоимость на 23.11.11 составила 640 млн долл.), способных стать источником дополнительных денежных поступлений, позволит профинансировать инвестпрограмму, не прибегая к существенным дополнительным заимствованиям в краткосрочной перспективе при условии сохранения положительной рыночной конъюнктуры.

**Выплата дивидендов возможна, но не желательна.** В начале ноября совет директоров Акрона принял решение рекомендовать назначенному на 24 ноября внеочередному собранию акционеров утвердить дивиденды по итогам 9 мес. 2011 г. Исходя из предложенного размера дивидендов, суммарные выплаты могут составить 6 млрд руб. (199 млн долл.). Мы полагаем, что компания может позволить себе выплату крупных дивидендов, но это повлечет дополнительные риски. Принимая во внимание возможное снижение цен на азотные удобрения и общую нестабильность на рынках долгового и акционерного капитала, мы считаем, что сейчас не самый подходящий момент для щедрых дивидендных выплат, сопряженных с дополнительными рисками нереализации масштабной инвестпрограммы.

**Облигации Акрона не привлекательны, рекомендуем обратить внимание на выпуски металлургических компаний.** Находящиеся в обращении выпуски Акрона на протяжении последних месяцев не отличаются большой ликвидностью, поэтому мы не ожидаем положительной реакции рынка на хорошие результаты, подтвердившие крепкое кредитное качество эмитента. Среди эмитентов с сопоставимым кредитным рейтингом мы рекомендуем обратить внимание на бумаги Евразхолдинг-1 и 3 и Сибметинвест-1 и 2, предлагающие широкий спред к облигациям Северстали, составляющий около 150 б.п., что, на наш взгляд, не совсем обоснованно.

### Облигации Акрона не представляют интереса

Отдельные выпуски рублевых облигаций эмитентов химического и металлургического секторов, 22.11.11



Источник: ММВБ

# 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

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  
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@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  
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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, myrsikovann@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru  
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

### Банки

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

### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevnm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/

### Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru  
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

### 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 Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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