

СТРЕМИТЕЛЬНОЕ ВОССТАНОВЛЕНИЕ РЫНКА АЗОТНЫХ УДОБРЕНИЙ ОБЕСПЕЧИТ УСТОЙЧИВОСТЬ КРЕДИТНОГО ПРОФИЛЯ

Финансовые результаты за 4 кв. и 2011 г. по МСФО

Ожидаемо хорошие итоги года. Вчера Акрон, один из крупнейших российских производителей минеральных удобрений, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и весь 2011 г., которые, на наш взгляд, заслуживают исключительно положительной оценки. В 2011 г. выручка увеличилась на 40% (*здесь и далее – год к году, если не указано иное*) до 65 млрд руб., EBITDA выросла вдвое до 20,7 млрд руб., обеспечив рентабельность по EBITDA на уровне 32% против 22% годом ранее, что в целом было ожидаемым на фоне роста цен и спроса на минеральные удобрения в 2011 г. Существенный рост чистой прибыли, которая поднялась более чем в три раза до 20 млрд руб., обусловлен разовой прибылью в размере 4 млрд руб. от продажи 51-процентного пакета акций совместного предприятия с Yara (покупателем выступила компания PhosInt, 49% которой принадлежит ФосАгро) и дохода от продажи лицензий в объеме 4,8 млрд руб. Показатели долговой нагрузки во 2 п/г 2011 г. несколько улучшились, однако доля краткосрочного долга выросла, впрочем, с учетом запаса денежных средств и способности Акрона генерировать стабильный операционный поток это не должно привести к возникновению каких-либо проблем. Сегодня компания проведет телефонную конференцию, в ходе которой мы надеемся получить комментарии менеджмента касательно текущих рыночных тенденций. Большой интерес для нас также представляют планы компании по покупке доли в Апатите, а также детали инвестиционной программы на 2012 г.

Высокие результаты российских предприятий, китайская «дочка» подвела. Как мы и предполагали, показатели Хунжи, дочерней компании Акрона в Китае, оказались самыми низкими в группе – по итогам года рентабельность по EBITDA китайского предприятия составила лишь 9% против около 40% у Акрона и Дорогобужа за тот же период. В 2011 г. денежные расходы группы на производство увеличились приблизительно на 23%, главным образом за счет роста расходов на сырье и материалы (калий, фосфор, серу и газ), а также на персонал.

Реализация масштабной инвестпрограммы продолжается. В 2011 г. инвестиционные затраты Акрона составили 10,8 млрд руб. (основная их часть пришлась на 4 кв. 2011 г.) и были практически полностью профинансированы из операционного денежного потока в размере 10,5 млрд руб. Несмотря на существенный объем капитальных затрат, предусмотренных инвестпрограммой на 2012 г. (+11% до 12 млрд руб. (400 млн долл.)), финансовой устойчивости компании, наш взгляд, ничего не угрожает, прежде всего, ввиду благоприятной рыночной конъюнктуры, а также наличия ликвидных инвестиций в виде акций Уралкалия, способных при необходимости стать дополнительным источником денежных поступлений.

Обращающиеся выпуски

AKRNRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Акрон-3	3 500 R	13,85	25 май 12	6,24
Акрон-2	3 500 R	8,20	19 сен 13	9,15
Акрон-4	3 750 R	7,95	29 май 14	8,20
Акрон-5	3 750 R	7,95	29 май 14	8,20

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели Акрона

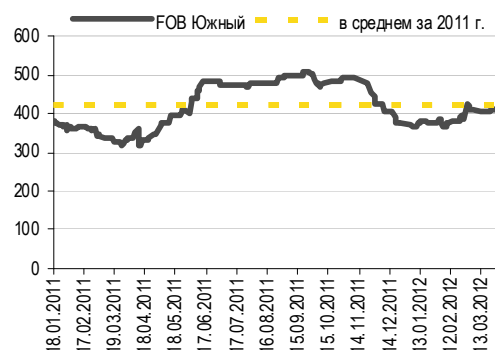
МСФО, млн руб.

	2009	2010	2011
Выручка	37 542	46 738	65 431
EBITDA	6 754	10 336	20 762
Чистая прибыль	7 256	6 279	20 328
Общий долг	32 361	35 854	48 443
Чистый долг	24 654	28 257	33 813
Капитал	42 393	50 122	53 048
Капзатраты	(3 734)	(5 449)	(10 844)
Рентабельность по EBITDA, %	18,0	22,1	31,7
Долг / EBITDA	4,8	3,5	2,3
Чистый долг / EBITDA	3,7	2,7	1,6
Доля краткосрочного долга, %	38,8	36,6	33,1

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Цены на карбамид с начала года подскочили на 30%

Цены поставок карбамида, долл./т



Источники: Bloomberg

Показатели долговой нагрузки улучшились во 2 п/г 2011 г. Совокупный долг компании по итогам года составил 48 млрд руб., увеличившись в абсолютном значении во 2 п/г 2011 г. на 14%, что при росте операционной прибыли позволило снизить долговую нагрузку в терминах Долг/ЕБИТДА и Чистый Долг/ЕБИТДА до 2,3 и 1,6 соответственно (против 2,9 и 1,8 на конец 1 п/г 2011 г.). Вместе с тем структура портфеля несколько ухудшилась – доля краткосрочных обязательств, достигла 30% (16 млрд руб.) и в основном представлена банковскими кредитными линиями. В текущем году компании предстоит пройти через оферту по рублевому выпуску Акрон-3 на сумму 3,5 млрд руб., что с учетом денежных средств на балансе (14 млрд руб.) и стабильного операционного денежного потока не должно стать проблемой для Акрона. Кроме того, напомним, что с 1 кв. 2011 г. эмитент начал досрочно погашать часть своих публичных обязательств: вследствие сокращения уставного капитала компании и ее реорганизации инвесторы получили право на досрочное предъявление облигаций к погашению. Насколько мы понимаем, старые облигации будут постепенно замещаться новыми – в апреле совет директоров одобрил размещение трех выпусков на общую сумму 15 млрд руб. и сроком погашения десять лет.

Цены на удобрения пошли в рост с началом нового сезона. Принимая во внимание, что хорошие результаты за 2011 г. были ожидаемы, на наш взгляд, стоит уделить больше внимания текущей рыночной ситуации. Цены на карбамид (FOB Южный, цена поставок в текущем месяце) – хороший индикатор состояния рынка азотных удобрений – с начала года увеличились на 30% и на 13% превысили среднюю цену 2011 г. (424 долл./т). В начале апреля цены NPK-удобрений, по данным ICIS, составляли 455–470 долл./т (FOB Россия), что приблизительно на 5% ниже спотовой цены на конец 2011 г. и практически соответствует среднегодовой цене 2011 г. По нашему мнению, резкий скачок цен на удобрения является следствием как увеличившегося спроса на фоне начала сельскохозяйственного сезона в апреле-мае во многих регионах, так и высокой неопределенности перспектив мировой экономики и волатильности сырьевых рынков, в связи с чем фермеры до последнего откладывали закупку удобрений. Кроме того, свою роль сыграла благоприятная конъюнктура рынка зерновых.

Производство карбамида запущено в самый удачный момент, на подходе фосфорный проект. Акрон 31 марта ввел в эксплуатацию новый цех по производству карбамида, который увеличит производственный потенциал компании в этом сегменте на 73% до 780 тыс. т. Новый цех был запущен в подходящее время – на фоне крайне напряженной ситуации с предложением подскочила цена карбамида (FOB Южный), и Акрон, по-видимому, сумеет неплохо заработать на резко улучшившихся фундаментальных показателях рынка. Кроме того, своевременный запуск карбамидного производства свидетельствует о способности компании придерживаться графика расширения бизнеса, и повышает нашу уверенность в том, что фосфорный проект, ввод в строй установки аммиака, а также начало добычи калия на Талицком месторождении будут успешно реализованы в соответствии с текущим графиком.

Интересные идеи в бумагах эмитента отсутствуют. В настоящее время эмитент представлен на рынке четырьмя выпусками облигаций, часть из которых была выкуплена в ходе оферт как в прошлом году (Акрон-2 на сумму 3,5 млрд руб.), так и с начала 2012 г. (в связи с реструктуризацией компании у держателей облигаций появилась возможность досрочно погасить бумаги по номиналу). Бонды эмитента не отличаются ликвидностью, и в связи с этим мы не ожидаем существенной реакции рынка на хорошие результаты, вновь подтвердившие устойчивость кредитного профиля компании. Среди эмитентов с сопоставимым кредитным качеством и схожими рейтингами мы рекомендуем обратить внимание бумаги Евразхолдинг-2/4 и Сибметинвест-1/2.

См. таблицы на следующих страницах.

Высокий спрос и рост цен на удобрения – основной фактор поддержки кредитного профиля

Основные финансовые показатели Акрона, МСФО, млн руб.

	2009	2010	1 п/г 2011	9 мес. 11	2011
Выручка	37 542	46 738	29 878	46 220	65 431
Валовая прибыль	13 603	18 858	13 539	20 985	29 974
ЕБИТДА	6 754	10 336	8 791	14 632	20 762
Чистая прибыль	7 256	6 279	8 791	10 413	20 328
Общий долг	32 361	35 854	42 634	42 158	48 443
Краткосрочный долг	12 549	13 134	9 117	12 122	16 052
Долгосрочный долг	19 812	22 719	33 517	30 036	32 391
Чистый долг	24 654	28 257	28 125	31 610	33 813
Капитал	42 393	50 122	57 156	57 038	53 048
Активы	84 932	98 078	113 914	115 240	117 310
Операционный денежный поток	2 856	3 282	4 201	6 636	10 528
Денежный поток от инвест. деятельность	(451)	(5 151)	(3 690)	(6 021)	(756)
Денежный поток от фин. деятельности	1 283	1 738	6 751	7 044	(2 741)
Капзатраты	(3 734)	(5 449)	(3 773)	(6 547)	(10 844)
Рентабельность по ЕБИТДА, %	18,0	22,1	29,4	31,7	31,7
ЕБИТДА / Процентные расходы	18,5	28,6	38,9	8,0	23,2
Долг / ЕБИТДА	4,8	3,5	2,9	2,3	2,3
Чистый долг / ЕБИТДА	3,7	2,7	1,8	1,7	1,6
Чистый долг / Капитал	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6
Капитал / Активы	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Доля краткосрочного долга, %	38,8	36,6	21,4	28,8	33,1

Источник: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Стремительное восстановление рынка азотных удобрений обеспечит устойчивость кредитного профиля

Основные финансовые показатели компаний химического и металлургического секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Капзатры, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Коэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы
Химическая промышленность											
		2 316	520	22,4	585	0,9	1 580	2,9	2,2	1,6	0,6
		1 182	213	18,0	118	0,8	1 099	4,9	3,8	1,1	0,5
Металлургия и горное дело											
		9 772	1 237	12,7	441	3,9	7 998	6,5	5,9	1,1	0,3
		9 594	1 587	16,5	754	2,1	7 227	4,6	2,6	2,1	0,4
		5 081	1 165	22,4	1 613	0,5	2 074	1,8	1,5	1,4	0,7
		6 140	1 418	23,1	1 121	1,2	2 495	1,8	0,9	2,7	0,7
		8 165	596	7,3	239	5,4	13 869	23,3	22,9	0,7	0,3
		5 754	588	10,2	610	0,9	6 092	10,4	9,7	0,8	0,3
		3 461	325	9,4	395	2,2	3 752	11,5	10,8	0,8	0,2
		497	253	50,9	152	1,5	331	1,3	0,6	3,7	0,7
		4 734	899	19,0	322	2,0	5 126	5,7	5,3	0,7	0,2
2009		850	135	15,9	192	1,4	691	4,9	4,7	0,6	0,4
		4 690	825	17,6	468	1,3	2 984	3,4	2,9	0,6	0,3
		2 454	592	24,1	395	1,1	3 900	3,7	3,6	0,5	0,3
Развитые страны											
		61 021	3 661	6,0	2 709	2,8	24 897	6,8	5,1	1,4	0,5
		50 368	6 548	13,0	3 121	0,4	15 715	2,4	2,1	1,2	0,4
		18 439	350	1,9	1 622	0,8	9 634	27,5	23,3	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
		32 270	4 098	12,7	1 847	1,5	13 115	3,2	2,7	1,9	0,2
		5 122	661	12,9	673	2,0	604	0,9	0,4	1,7	0,7
Химическая промышленность											
		3 219	983	30,5	672	1,3	1 405	1,4	1,1	1,3	0,6
		1 539	337	21,9	179	0,6	1 176	3,5	2,8	1,2	0,5
Металлургия и горное дело											
		13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3
		13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4
		7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6
		8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7
		10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4
		9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3
		5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2
		706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7
		7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3
2010		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0	0,4	0,4
		5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3
		3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4
Развитые страны											
		78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
		38 651	3 556	9,2	3 765	1,3	15 290	4,3	4,0	1,2	0,5
		21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
		21 616	1 772	8,2	1 509	1,1	11 167	6,3	5,3	1,9	0,2
		7 891	1 673	21,2	984	1,6	2 342	1,4	1,3	1,7	0,7
Химическая промышленность											
		4 467	1 645	36,8	810	1,7	3 003	1,8	1,8	2,6	0,4
		2 226	706	31,7	369	1,0	1 505	2,3	1,6	1,4	0,5
Металлургия и горное дело											
		16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
		16 800	4 200	25,0	1 750	1,1	6 231	1,5	1,0	1,6	0,4
2011П		9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
		11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
		12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
		12 900	2 243	17,4	1 800	0,4	8 786	3,9	3,8	1,3	0,3
		6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
		726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
		10 984	3 936	35,8	476	4,9	5 117	1,4	1,2	1,6	0,4
		1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
		5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
		4 800	2 000	41,7	543	2,5	2 795	1,4	1,3	1,1	0,3
Химическая промышленность											
		5 750	1 897	33,0	1 379	1,0	2 559	1,3	1,2	1,4	0,6
		2 032	529	26,0	238	1,7	1 310	2,5	1,8	1,6	0,5
Металлургия и горное дело											
		16 111	2 818	17,5	1 079	2,0	7 135	2,5	2,0	2,1	0,4
		16 000	3 490	21,8	1 700	1,4	5 921	1,7	1,1	1,6	0,4
2012П		10 600	1 645	15,5	800	1,7	4 024	2,5	2,4	1,3	0,5
		12 915	2 561	19,8	1 975	1,1	4 149	1,6	1,5	2,0	0,7
		11 689	2 536	21,7	779	2,2	11 212	4,4	4,0	2,2	0,5
		12 320	2 142	17,4	1 423	1,2	8 714	4,1	3,9	1,3	0,3
		7 085	1 122	15,8	450	1,8	3 635	3,2	2,9	1,6	0,3
		1 031	559	54,2	253	1,7	500	0,9	0,5	4,0	0,9
		10 310	3 500	34,0	672	3,7	4 810	1,4	0,9	1,9	0,5
		1 964	354	18,0	304	0,8	1 102	3,1	2,8	0,8	0,4
		7 298	2 189	30,0	676	1,3	2 990	1,4	1,3	0,8	0,3
		4 946	2 075	42,0	734	1,6	3 455	1,7	1,6	1,0	0,4

* Фактические данные

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@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 Девятков, 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, degtyarevm@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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru
Алексей Андреев, andreevae@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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2012