



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


**Акрон (Ва3/-/ВВ-): первичное предложение.**

## Акрон (Ва3/-/ВВ-): первичное предложение.

Акрон откроет с 19 по 20 ноября книгу заявок на облигации БО-02 и БО-03 по 5 млрд руб. каждый. Ориентир ставки купона составляет 11,75-12,25%, доходность – 12,1-12,63% к 1,5-летней оферте. Размещение намечено на 24 ноября. Акрон хорошо известен рынку, у компании в обращении находится два выпуска облигаций серий 04 и 05 общим объемом более 4 млрд руб. В 2015 г. группа смогла заметно улучшить свой кредитный профиль за счет значительной доли экспортных поставок удобрений при слабеющем рубле и повышения уровня самообеспечения сырьем в результате ввода 1-ой очереди ГОК «Олений ручей». В итоге, прибыльность бизнеса Акрон по итогам 1 пол. 2015 г. заметно выросла (EBITDA margin достигла 39%), метрика Чистый долг/EBITDA составила 1,5х против 1,9х в 2014 г., также улучшилась временная структура долга. Все это нашло отражение в рейтинговых оценках – Fitch и Moody's в июле и октябре повысили рейтинги группы на 1 ступень до «ВВ-»/«Ва3», прогноз Стабильный. Собственные облигации Акрон 04 и 05 (УТР 11,1-11,6%/0,48 г.) низколиквидные, вряд ли могут послужить ориентиром. В то же время индикатив доходности новых бондов Акрон предлагает премию порядка 60-120 б.п. к доходности недавно размещенных корпоративных бумаг с рейтингами «ВВ+/ВВВ-» и около 40-90 б.п. – «ВВ/ВВ-», что выглядит привлекательно для участия уже по нижней границе. Но в свете высоких ожиданий на рынке снижения ключевой ставки ЦБ в среднесрочной перспективе и ограниченного предложения качественных эмитентов, нельзя исключать, что размещение пройдет ниже на 10-15 б.п. по доходности. Конкуренцию Акрон на первичном рынке может составить новые выпуски ОГК-2 (-/-/ВВ) на 10 млрд руб. с УТР 12,36-12,63% к 2,5-летней оферте.

**Акрон 19-20 ноября проведет book-building облигаций серий БО-02 и БО-03 по 5 млрд руб. каждый...**

**Ориентир купона составляет 11,75-12,25%, доходность – 12,1-12,63% к 1,5-летней оферте ...**

**Акрон хорошо известен рынку, обращаются два выпуска облигаций...**

**В 2015 г. группа заметно улучшила кредитный профиль на фоне ослабления рубля при высокой доле экспорта...**

**Комментарий.** Акрон откроет с 19 по 20 ноября книгу заявок на облигации серий БО-02 и БО-03 по 5 млрд руб. каждый. Ориентир ставки купона составляет 11,75-12,25%, что соответствует доходности 12,1-12,63% к 1,5-летней оферте. Размещение выпусков намечено на 24 ноября.

В целом, Акрон – один из крупнейших производителей минеральных удобрений (аммиака, азотных и сложных минеральных удобрений) хорошо известен рынку. В настоящее время у компании в обращении находится два выпуска рублевых облигаций серий 04 и 05 общим объемом более 4 млрд руб.

В середине октября агентство Moody's повысило рейтинг Акрона на 1 ступень с «В1» до «Ва3», прогноз Стабильный. Повышение рейтинга Moody's вызвано «улучшением бизнес-модели Акрона, укреплением финансовых показателей, которые останутся надежными за счет завершения различных инвестиционных проектов».

В июле этого года аналогичные действия последовали от Fitch, который повысил рейтинг компании с «В+» до «ВВ-» прогноз «Стабильный», также сославшись на улучшение операционных показателей за счет повышения производства апатитового концентрата на ГОК «Олений ручей» достаточного обеспечить внутренние потребности группы. При этом прогноз Стабильный отражает прогноз сильной прибыли Акрона, в том числе из-за повышения производства и девальвации рубля.

Напомним, что Акрон по итогам 1 пол. 2015 г. (согласно последней отчетности по МСФО) действительно смог заметно улучшить свое кредитное качество, в первую очередь за

**Также в 2014 г. компания повысила самообеспеченность сырьем...**

**В итоге, EBITDA margin достигла 39%, метрика Чистый долг/EBITDA составила 1,5х против 1,9х в 2014 г...**

**В июле и октябре Fitch и Moody's повысили рейтинги на 1 ступень до «BB-»/«Ваз», прогноз Стабильный...**

счет выхода на самообеспечение сырьем уже в 2014 г. в результате ввода 1-ой очереди ГОК «Олений ручей» (вышел на полную мощность 1,1 млн тонн) и девальвации рубля. В 2014 г. более 80% продаж группы приходилось на экспорт, в то время как денежные затраты компании в рублях составляли около 65%, что сказалось на общем сокращении издержек (выраженных в долларах).

В итоге, за 6 мес. 2015 г. Акрон сократил выручку на 11,4% (г/г) до 902 млн долл., при этом показатель EBITDA вырос на 43,5% (г/г) до 351 млн долл., а EBITDA margin составила 39% («+15 п.п.» г/г). Влияние на выручку оказало снижение объемов продаж продукции на 6,4% (до 3,06 млн тонн) в связи с модернизацией оборудования и плановым капремонтом. К тому же имел место эффект пересчета рублевой выручки в доллары на фоне ослабления рубля.

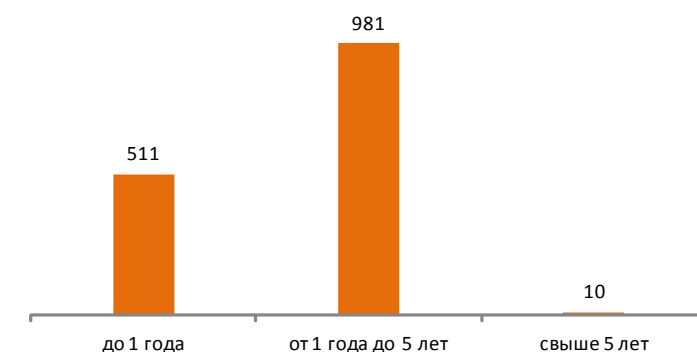
Рост прибыльности бизнеса Акрон способствовал улучшению кредитных метрик – соотношение Долг/EBITDA составило 2,4х против 2,7х в 2014 г., Чистый долг/EBITDA – 1,5х против 1,9х соответственно. При этом у компании улучшилась временная структура долга – короткая часть составила 34% против 65% в 2014 г., причем, весь объем краткосрочного долга в размере 511 млн долл. покрывался запасом денежных средств на счетах на сумму 581 млн долл. Кроме того, Акрон на конец июня располагал невыбранными кредитными линиями общим объемом более 235 млн долл. Кроме того, у Акрон, по данным компании в октябре, по-прежнему имелся пакет в Уралкалии (0,93% уставного капитала) стоимостью порядка 80 млн долл.

Вместе с тем, Акрон генерирует солидный операционный денежный поток (за 6 мес. 2015 г. порядка 191 млн долл.), которого будет достаточно и для реализации программы инвестиций. Ранее менеджмент компании в 2015 г. планировал капвложения в объеме 270 млн долл., при этом по итогам 1 пол. было проинвестировано около 107 млн долл.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Акрон (Ваз/-/BB-)			Уралкалий (Ваз/BB/BB-)			Фосагро (Ваз/BBB-/BB+)			ЕвроХим (-/BB/BB)		
	1 пол.14	1 пол.15	Изм. %	1 пол.14	1 пол.15	Изм. %	1 пол.14	1 пол.15	Изм. %	1 пол.14	1 пол.15	Изм. %
Выручка	1 019	902	-11,4	1 726	1 562	-9,5	1 621	1 633	0,7	2 755	2 370	-14,0
Операционный денежный поток	72	191	164,5	557	850	52,5	382	566	48,1	469	684	45,8
EBITDA	245	351	43,5	767	933	21,6	464	723	55,8	726	779	7,3
EBITDA margin	24,0%	38,9%	14,9 п.п.	44,4%	59,7%	15,3 п.п.	28,6%	44,3%	15,7 п.п.	26,4%	32,9%	6,5 п.п.
Чистая прибыль	187	209	12,0	370	556	50,3	231	482	108,8	304	518	70,7
margin	18,3%	23,2%	4,9 п.п.	21,4%	35,6%	14,2 п.п.	14,2%	29,5%	15,3 п.п.	11,02%	21,9%	10,9 п.п.
	2014	1 пол.15	Изм. %	2014	1 пол.15	Изм. %	2014	1 пол.15	Изм. %	2014	1 пол.15	Изм. %
Активы	3 483	3 751	7,7	9 670	9 761	0,9	3 193	3 416	7,0	6 321	6 896	9,1
Денежные средства и эквиваленты	440	581	31,9	2 455	2 505	2,0	545	533	-2,3	377	688	82,5
Долг	1 432	1 502	4,9	5 631	6 033	7,1	2 201	1 944	-11,7	3 058	3 276	7,1
краткосрочный	934	511	-45,3	632	747	18,2	548	527	-3,9	839	1 069	27,4
долгосрочный	498	991	99,1	4 999	5 286	5,7	1 653	1 417	-14,3	2 218	2 206	-0,5
Чистый долг	992	921	-7,1	3 175	3 528	11,1	1 656	1 411	-14,8	2 681	2 588	-3,5
Долг/EBITDA	2,7	2,4		3,2	3,1		2,2	1,6		2,0	2,1	
Чистый долг/EBITDA	1,9	1,5		1,8	1,8		1,7	1,1		1,8	1,7	

Источники: данные компаний, PSB Research

График погашения долга Акрон (на 30.06.2015 г.), млн долл.



Источники: данные компаний, PSB Research

**Собственные бонды Акрон в обращении низколиквидные...**

Отметим, что собственные облигации Акрон 04 и 05 (УТР 11,1-11,6%/0,48 г.) низколиквидные и вряд ли могут послужить ориентиром. В то же время индикатив доходности новых бондов Акрон предлагает премию порядка 60-120 б.п. к доходности

**При этом новые бонды Акрон предлагают премию к недавно размещенным выпускам компаний с рейтингом «BB-/BB+» ...**

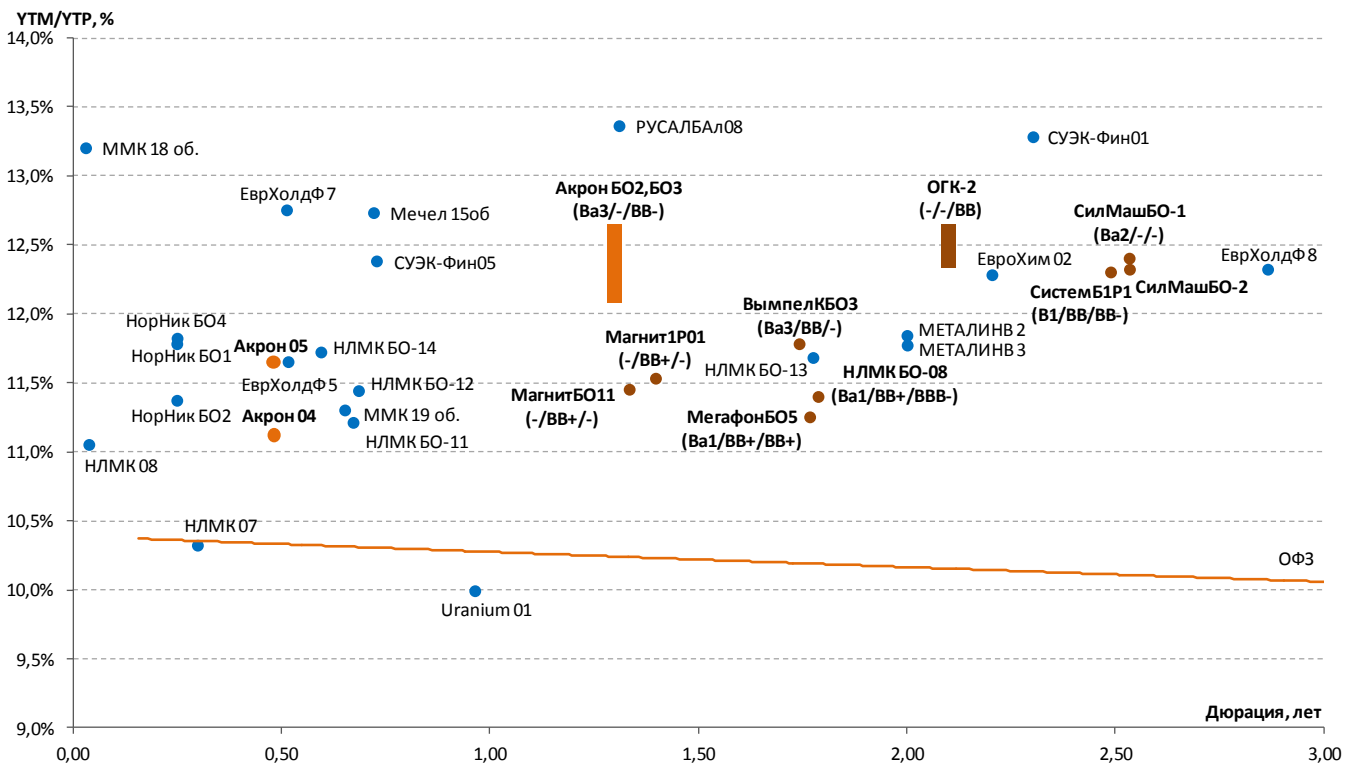
**Облигации Акрон найдут спрос от нижней границы индикатива 12,1% годовых, но нельзя исключать снижения по доходности на 10-15 б.п...**

недавно размещенных корпоративных бумаг с рейтингами «BB+/BBB-» (НЛМК, МегаФон, Магнит) и около 40-90 б.п. – «BB-/BB-» (ВымпелКом, Силовые машины, АФК Система), что выглядит привлекательно для участия уже по нижней границе. Кроме того, премия к кривой ОФЗ составляет более 200 б.п., к ключевой ставке ЦБ – от 110 б.п.

Вместе с тем, в свете все еще высоких ожиданий на рынке относительно снижения ключевой ставки ЦБ в среднесрочной перспективе и ограниченного предложения качественных эмитентов, нельзя исключать, что размещение пройдет ниже на 10-15 б.п. по доходности.

Конкуренцию Акрон на первичном рынке может составить новые выпуски ОГК-2 (-/-/BB) на 10 млрд руб. с УТР 12,36-12,63% к 2,5-летней оферте.

**Доходности облигаций российских эмитентов**



**Александр Полютов**

## Контакты:

ПАО «Промсвязьбанк»  
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
e-mail: RD@psbank.ru  
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

### PSB RESEARCH

Николай Кашеев

Директор по исследованиям и аналитике

[KNI@psbank.ru](mailto:KNI@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов

[LoktyukhovEA@psbank.ru](mailto:LoktyukhovEA@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов

[FrolovIG@psbank.ru](mailto:FrolovIG@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Екатерина Крылова

[KrylovaEA@psbank.ru](mailto:KrylovaEA@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин

[NuzhdinIA@psbank.ru](mailto:NuzhdinIA@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин

[Monastyrshin@psbank.ru](mailto:Monastyrshin@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич

[Gritskevich@psbank.ru](mailto:Gritskevich@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

Алексей Егоров

[EgorovAV@psbank.ru](mailto:EgorovAV@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов

[PolyutovAV@psbank.ru](mailto:PolyutovAV@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко

[FedosenkoPN@psbank.ru](mailto:FedosenkoPN@psbank.ru)

+7 (495) 228-33-86

Ольга Целинина

[TselininaOI@psbank.ru](mailto:TselininaOI@psbank.ru)

+7 (495) 228-33-12

Дмитрий Иванов

[Ivanovdv@psbank.ru](mailto:Ivanovdv@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

Константин Квашнин

[Kvashninkd@psbank.ru](mailto:Kvashninkd@psbank.ru)

+7 (495) 705-90-69

Сibaев Руслан

[sibaevrd@psbank.ru](mailto:sibaevrd@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

Евгений Жариков

[Zharikov@psbank.ru](mailto:Zharikov@psbank.ru)

+7 (495) 705-90-96

Борис Холжигитов

[KholzhigitovBS@psbank.ru](mailto:KholzhigitovBS@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

Устинов Максим

[ustinovmm@psbank.ru](mailto:ustinovmm@psbank.ru)

+7 (495) 411-5130

#### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

[Skabelin@psbank.ru](mailto:Skabelin@psbank.ru)

+7(495) 411-51-34

Александр Сурпин

[SurpinAM@psbank.ru](mailto:SurpinAM@psbank.ru)

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

[DavitiashviliVM@psbank.ru](mailto:DavitiashviliVM@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

#### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков

[KulakovAD@psbank.ru](mailto:KulakovAD@psbank.ru)

+7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин

[MarkinMA@psbank.ru](mailto:MarkinMA@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко

[NaumenkoPA@psbank.ru](mailto:NaumenkoPA@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков

[UstikovSV@psbank.ru](mailto:UstikovSV@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов

[OrekhovAA@psbank.ru](mailto:OrekhovAA@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко

[FedosenkoIY@psbank.ru](mailto:FedosenkoIY@psbank.ru)

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

[TuruloVM@psbank.ru](mailto:TuruloVM@psbank.ru)

+7 (495) 411-51-39

© 2015 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.