

Российские корпоративные облигации

28 апреля 2011 г.

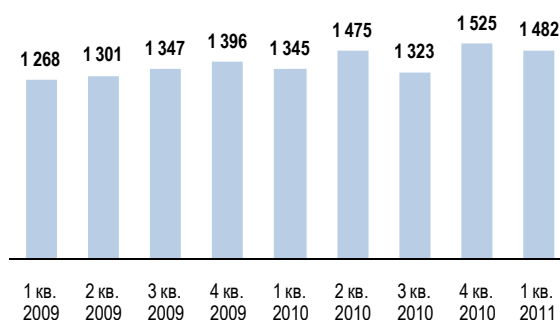
Акрон: урожайный год

Акрон (-/B1/B+) продолжает улучшать свои производственные и финансовые показатели после кризиса:

- Рост производства в 2010 г. (+8% к 2009 г.) и в 1 кв. 2011 г. (+4% к 1 кв. 2010 г.) был обусловлен увеличением спроса в ключевом сегменте высоко маржинальных сложных удобрений (+16% и +15%, соответственно). В настоящее время мощности Компании полностью загружены. Выручка Акрона по МСФО за 2010 г. увеличилась на 24%, что связано с ростом производства, изменением структуры продаж в пользу сложных удобрений и, главным образом, благоприятной ценовой конъюнктурой на мировом рынке удобрений.
- Цены на минеральные удобрения демонстрируют уверенный рост вслед за восстановлением спроса. Средняя цена на аммиак увеличилась на 48% в 2010 г. и на 18% за 1 кв. 2011 г. (к 4 кв. 2010 г.). Рост цен на сложные удобрения за эти периоды составило 5% и 6%, соответственно, на карбамид - 14% и -1%.
- Благоприятная рыночная конъюнктура и контроль над издержками позволили повысить рентабельность по EBITDA на 3 п.п. до 22%. Себестоимость увеличилась всего на 16%, в т.ч. расходы на приобретение природного газа – на 20%, сырья – на 8%. Снижение чистой прибыли на 13% связано с тем, что в 2009 г. была отражена единовременная прибыль от реализации 21% акций Сибнефтегаза в сумме 3,8 млрд руб. Без учета этой операции чистая прибыль увеличилась бы в 1,8 раза.
- Инвестиционная программа в 2010 г. составила ~5,5 млрд руб., из которых ~3 млрд руб. было направлено на финансирование проекта «Олений ручей». По нашим оценкам, ~70% от общего объема инвестиций было профинансировано за счет заемных средств.
- Общий долг за год увеличился на 11% до 35,9 млрд руб. Улучшение прибыльности и сохранение существенной подушки ликвидности (более 7 млрд руб.) позволили Акрону снизить показатели долговой нагрузки. Чистый долг/EBITDA на конец 2010 г. составил 2,7х, в то время как на начало года он находился на уровне 3,4х. Долговая нагрузка Компании ограничена текущими ковенантами уровнем 4,0х.
- Запуск первой очереди проекта «Олений Ручей» мощностью 1 млн тонн, намеченный на 2-3 кв. 2012 г., позволит Компании полностью обеспечить производство собственным фосфатным сырьем. На 2011 г. приходится большая часть инвестиций (197 млн долл.), а общая сумма вложенных средств достигнет 360 млн долл. Оставшаяся сумма на 2012 г. – менее 40 млн долл.
- Калийный проект до сих пор активно не разрабатывается из-за недостатка финансирования. При этом требования лицензии выполняются. В 2011-2012 гг. в него будет вложено 36 млн долл. и 70 млн долл., соответственно. Запуск намечен не ранее 2016 г.
- Инвестпрограмма на 2011 г. составит ~313 млн долл., в т.ч. 80 млн долл. вложений в действующие предприятия. Кроме того, Акрон не исключает покупку газовых активов для снижения зависимости от цен на газ, а также приобретение производителей удобрений. Вероятнее всего, для осуществления всех этих планов и соблюдения приемлемого уровня долга Компания может продать имеющиеся у нее акции Сильвинита и/или Апатита (~25 млрд руб.).

Финансовые показатели	2009	2010	Изм.
Выручка, млн руб.	37 542	46 738	24%
EBITDA, млн руб.	7 275	10 336	42%
Рентабельность по EBITDA, %	19%	22%	3 п.п.
Чистая прибыль, млн руб.	7 256	6 279	-13%
Чистая рентабельность, %	19%	13%	-6 п.п.
Общий долг, млн руб.	32 360	35 853	11%
Чистый долг, млн руб.	24 726	28 315	15%
Чистый долг/EBITDA, х	3,4	2,7	n/a
EBITDA/Проценты уплаченные, х	3,4	3,8	n/a

Динамика производства, тыс. тонн



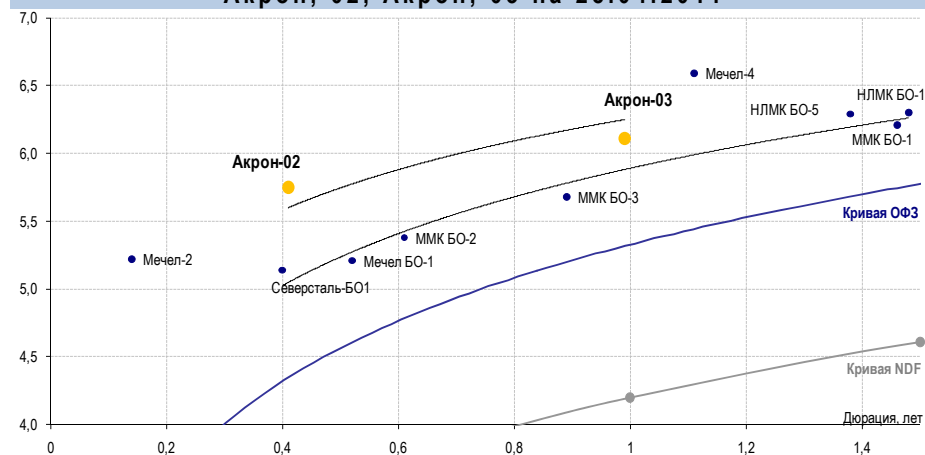
Цены на карбамид и аммиак, долл./т



Источники: Компания, Bloomberg, оценки Райффазенбанка

Оценка доходности облигационных займов Акрон, 02, Акрон, 03 на 28.04.2011

Оценка справедливой доходности



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

- В настоящее время в обращении находятся два выпуска Акрона с дюрацией менее года. Эти выпуски предлагают премию около 40-50 б.п. к кривой металлургов. Мы не видим потенциала для роста котировок исходя из текущей доходности.
- На горизонте до 1 года кредитное качество Акрона не вызывает сомнений. Тем не менее, инвесторам в бумаги Компании нужно пристально следить за ее активностью на рынке M&A. Реализация этих сделок потенциально может серьезно увеличить долговую нагрузку Компании.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров	aleksander.khristoforov@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов	aleksey.baranov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко	aleksandr.doroshenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	vadim.kononov@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9146
Федор Бизиков	fedor.bizikov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Денис Леонов	denis.leonov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева	mmurdyayeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова	nadezhda.zotova@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.