

Пульс рынка

- ▶ **Саммит ЕС вряд ли принесет сюрпризы.** По данным FT, несмотря на оппозицию Германии в вопросе принятия краткосрочных мер по «тушению долгового пожара» в Европе, европейские чиновники решительно настроены убедить А. Меркель в необходимости «сбить» доходности испанских и итальянских гособлигаций. По 10-летним бумагам в среду они снова выросли до 6,19% и 6,88%, что привело к расширению спреда к 10Y Bund до 467 б.п. и 536 б.п., соответственно. По информации газеты, наиболее вероятным вариантом является использование средств из 440-миллиардного европейского антикризисного фонда на покупку итальянских и испанских бумаг. Кроме того, для помощи испанским банкам рассматривается вариант использования специальных инвестиционных схем, чтобы не выдавать средства через государство, т.к. это приведет к понижению статуса других испанских долгов. Премьер-министры Испании и Италии активно призывают к «коллективизации» долга стран еврозоны: М. Монти заявил, что не готов будет завершить саммит, одоблив лишь общие декларации, и намерен добиваться принятия конкретных мер, а М. Рахой предупредил, что при доходностях, близких к 7%, его страна долго не протянет. Однако А. Меркель пока остается непреклонной, высказавшись вчера, что предстоящая в Брюсселе дискуссия будет жесткой. Курс евро к доллару продолжил умеренное ослабление и в среду упал с 1,2491 до 1,2468. Вероятно, что из-за перепроданности европейской валюты в последние несколько дней может произойти умеренный отскок на фоне ожиданий новостей с саммита ЕС, хотя, по нашему мнению, встреча глав государств вряд ли принесет немедленное облегчение на долговом рынке.
- ▶ **Сильные макроданные по США подогрели рынки.** В среду фондовые площадки США прибавили в среднем 0,7-0,9% на фоне публикации позитивных данных по американской экономике. Так, объем заказов на товары длительного пользования в мае увеличился на 1,1% к апрелю, в то время как прогноз был на уровне 0,5%. Более того, позитивная информация пришла и с рынка недвижимости: число незавершенных сделок на вторичном рынке жилья США увеличилось в мае на 5,9% после падения на 5,5% в апреле, что существенно превысило ожидания роста на 1,5%. Сегодня министерство торговли США опубликует окончательные данные о ВВП за первый квартал, который, по данным консенсуса, мог вырасти на 1,9%. Кроме того, министерство труда США объявит данные о заявках на пособие по безработице, что, скорее всего, также будет значимым индикатором для инвесторов. Рынок труда, наряду с рынком недвижимости, остаются двумя ключевыми «проблемными» вопросами экономики США, поэтому любая позитивная информация о росте занятости поддержит рынки.
- ▶ **Минфин вчера разместил ОФЗ 25080 на 13,85 млрд руб.** из предложенных 35 млрд руб. Доходность отсечения составила 8,28% год., что соответствовало верхней границе ориентира YTM 8,23-8,28%/DTM 3,76 года. Мы отмечаем, что спрос на аукционе был достаточно высок, несмотря на текущую волатильную ситуацию на рынках - 23,1 млрд руб. Тем не менее, мы продолжаем считать, что фундаментально рынок ОФЗ выглядит дорогим, учитывая сохраняющийся дефицит рублевой ликвидности и по-прежнему неопределенный внешний фон. Котировки на вторичном рынке практически не изменились.

Темы выпуска

- ▶ **Акрон: коррекция цен отразилась на результатах**
-

Акрон: коррекция цен отразилась на результатах

Результаты оцениваем нейтрально

Акрон (-/B1/B+), один из ведущих российских производителей азотных и сложных удобрений, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г., которые мы оцениваем в целом нейтрально. Снижение выручки кв./кв. на 4% на фоне увеличения физических объемов продаж на 7,4% было обусловлено коррекцией цен на мировых рынках после их ралли почти на протяжении всего прошлого года. Валовая рентабельность снизилась на 0,5 п.п. до 40,3%, а рентабельность по EBITDA - на 7,3 п.п. до 26,7%.

Долг/EBITDA вырос с 2,3х до 2,5х за счет привлечения новых заемных средств, которые пока не были использованы (аккумулированы на счетах), что привело к снижению показателя Чистый долг/EBITDA до 1,5х. Однако в связи с необходимостью финансирования масштабной инвестпрограммы, а также потенциальным приобретением польского производителя Azoty Tarnow мы ожидаем роста долговой нагрузки. После отчетной даты Акрон привлек новый долг, с учетом которого показатель Долг/LTM EBITDA (за 1 кв. 2012 г.) повысился с 2,5х до 3,0х.

Ключевые финансовые показатели Акрона

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	18 422	19 211	-4%	18 422	13 866	+33%
Валовая прибыль	7 421	8 989	-17%	7 421	6 779	+9%
Валовая рентабельность	40,3%	46,8%	-0,5 п.п.	40,3%	48,9%	-8,6 п.п.
EBITDA	4 911	6 530	-25%	4 911	4 599	+7%
Рентабельность по EBITDA	26,7%	34,0%	-7,3 п.п.	26,7%	33,2%	-6,5 п.п.
Чистая прибыль	5 123	9 915	-48%	5 123	3 814	+34%
Операционный поток	3 002	8 882	-3,0х	3 002	3 369	-11%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-2 462	5 265	-	-2 462	-1 784	+38%
Капвложения	-2 721	-4 297	-37%	-2 721	-1 777	+53%
Финансовый поток	6 038	-9 785	-	6 038	1 394	+4,3х

в млн руб., если не указано иное	31 марта 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	51 868	48 485	+7%
Краткосрочный долг	17 226	16 070	+7%
Долгосрочный долг	34 642	32 415	+7%
Чистый долг	31 772	33 855	-6%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,51х	1,63х	-

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки кв./кв. обусловлено коррекцией цен...

В 1 кв. компания нарастила объемы отгрузки в ключевом сегменте сложных удобрений на 12% кв./кв. до 735 тыс. т, продажи азотных удобрений в целом возросли на 19% кв./кв. до 597 тыс. т (за счет аммиачной селитры при сезонном сокращении отгрузок КАС на 12%). Также из-за сезонного фактора снизились объемы производства/реализации продукции оргсинтеза и неорганической химии (совокупно составляющих 14% в общем объеме). При этом коррекция мировых цен, в частности, на наиболее маржинальные - сложные удобрения (по данным компании, с 490 до 451 долл./т (FOB страны бывш. СССР) кв./кв.), после продолжительного ралли в 2011 г. привела к снижению выручки Акрона на 4% кв./кв. После заметного восстановления в апреле в мае-июне вновь наблюдается существенная нисходящая коррекция цен на основные азотные удобрения, однако цены на NPK немного укрепились к 1 кв.

... а также укреплением рубля...

Кроме того, по нашим оценкам, на динамику выручки негативное влияние оказало укрепление рубля к доллару США (на 9,3% против его ослабления на 4,5% в 4 кв.), т.к. подавляющая часть продаж (в 2011 г. - 84% выручки) осуществляется на экспортных рынках в долларах или в привязке к этой валюте. Ослабление же рубля во 2 кв. окажет поддержку выручке.

... что вкупе с ростом цен на калийное сырье привело к снижению

Валовая прибыль в 1 кв. падала опережающими выручку темпами (-17% кв./кв.). Валовая рентабельность, также как и рентабельность по EBITDA снизились кв./кв. на 6-7 п.п. до 40% и 27%, соответственно. Помимо вышеописанных факторов, давление на рентабельность, на наш взгляд, оказало существенное удорожание хлоркалия: для производства NPK на экспорт в 1 кв.

рентабельности	2012 г. цена выросла на 34% кв./кв. до 9 318 руб./т и для внутренних поставок НРК - на 12% кв./кв. до 4 760 руб./т.
Потенциальный объем компенсации ФосАгро не окажет существенного негативного влияния на показатели Акрона	Также одной из ключевых статей затрат компании является закупка фосфатного сырья (сейчас у ФосАгро - до запуска собственного производства). Однако из-за расхождений двух сторон в трактовке формулы цены на концентрат на 2012 г. (фактически, цена, выплачиваемая Акроном, в 2 раза ниже той, на которой настаивает ФосАгро), при негативном сценарии развития событий (в случае если компания проиграет судебное дело), она вынуждена будет возместить ФосАгро, по нашим оценкам, 1,6-2 млрд руб. (если запуск собственного производства состоится по плану), что, тем не менее, не должно оказать существенного негативного влияния на финансовые показатели Акрона. В июне суд в качестве обеспечительной меры до рассмотрения спора по существу запретил ФосАгро (Апатиту) сокращать объемы или приостанавливать поставки сырья Акрону.
Компании удалось суммарно снизить контролируемые затраты	Отметим, что денежная себестоимость выросла всего на 6% кв./кв. до 13,5 млрд. руб., что мы считаем достижением. Неподконтрольный Акрону рост цен на ключевые виды сырья (хлоркалий, апатитовый концентрат, сера) составил 10%-34% кв./кв., что, с учетом темпов роста производства в целом на 6,7% кв./кв., могло бы привести к более внушительному росту себестоимости. Отметим, что тарифы Газпрома на природный газ (15-20% в себестоимости) пока не индексировались (повышение запланировано с 1 июля 2012 г., что окажет давление на рентабельность в 3 кв. 2012 г.). Однако, видимо, компании удалось суммарно сдержать рост контролируемых затрат (около 40% денежной себестоимости), таких как ремонт и техобслуживание, топливо и электроэнергия, а также затраты на персонал, в квартальном сопоставлении, что и привело к умеренному росту денежной себестоимости (детальный анализ структуры издержек затруднен из-за отсутствия детальных расшифровок в отчетности).
Привлечение нового долга для частичного финансирования инвестпрограммы и потенциальных приобретений	Операционного денежного потока в 1 кв. (3 млрд руб.) было достаточно для финансирования капвложений (2,7 млрд руб.), также дополнительный доход компания получила от продажи акций Сбербанка (248 млн руб.). Однако Акрон продолжил привлекать новый долг, чистое поступление кредитов в 1 кв. составило 6 млрд руб. Эта сумма пока не была использована. После отчетной даты компания привлекла дополнительно 18 млрд руб. кредитных средств (погасив часть кредитов и облигационных займов (совокупно 5,7 млрд руб.)). Мы полагаем, что заемные средства необходимы компании для потенциальных приобретений (в частности, возможной покупки польского производителя азотных удобрений Azoty Tarnow (макс. за 430 млн долл.), доли в Апатите), а также частичного финансирования инвестпрограммы.
Инвестпрограмма на 2012 г. запланирована на уровне 400 млн долл.	Компания планирует, что инвестиции в 2012 г. составят порядка 400 млн долл., или ~12,8 млрд руб. (150 млн долл. на Олений Ручей, 150 млн долл. на модернизацию и ввод новых мощностей на заводах, 100 млн долл. на калийный проект и прочие капзатраты). Ключевыми направлениями капвложений в ближайшие 5-10 лет остаются фосфатный и калийный проекты. Для запуска второй очереди фосфатного проекта до 2016 г. предстоит вложить ~600 млн долл. Инвестиции в калийный проект до 2018 г. составят 1,6 млрд долл. Финансирование инвестиций будет осуществляться как за счет операционного денежного потока, накопленных на данный момент денежных средств, так и за счет постепенной продажи (в течение 3 лет) доли в Уралкалии, рыночная стоимость которой на 31 марта 2012 г. составляла 18,8 млрд руб. Также мы не исключаем, что финансирование проектов будет реализовано с привлечением заемного финансирования и/или привлечения стратегических партнеров (для калийного проекта).
Не исключаем роста долговой нагрузки в этом году, но не выше 2,5x	Краткосрочный долг Акрона составляет 17,2 млрд руб. С учетом накопленных денежных средств и имеющихся ликвидных активов на балансе мы не видим существенных рисков рефинансирования. В то же время мы не исключаем роста долговой нагрузки компании в этом году в связи с потенциальными приобретениями и масштабной инвестпрограммой (но не выше 2,5x (Чистый долг/EBITDA)). Ликвидность в обращающихся рублевых облигациях эмитента практически отсутствует. В настоящий момент у Акрона зарегистрировано 6 выпусков рублевых облигаций на общую сумму 30 млрд руб., в т.ч. 3 выпуска биржевых облигаций на 15 млрд руб.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика мая: позитив, надолго ли?

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промышленное производство: обманчивый рост

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: пора распечатывать казну

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный 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.