

Пульс рынка

- **Европа в центре внимания.** Инвесторы заняли выжидательную позицию: по итогам дня индексы акций просели на 0,5%. Сегодня основным событием станут итоги аукционов по размещению 2- и 10-летних бондов Испании номиналом 2,5 млрд евро, которые определяют позицию ЕЦБ в отношении рынка суверенных бумаг еврозоны. В настоящий момент 10-летние бонды Испании торгуются вблизи своих локальных максимумов - YTM 5,8% ввиду ее бюджетным дефицита в условиях отсутствия экономического роста и ужесточения фискальной политики. В преддверии первого раунда президентских выборов во Франции в это воскресенье, интерес представляет аукцион по ее бондам (размещение сегодня в объеме 11 млрд евро). О проблемах банковской системы еврозоны вновь напомнил МВФ, который прогнозирует сокращение ее активов (за счет продажи ценных бумаг и непрофильных активов) на 2 трлн евро (~7%) в течение следующих 18 месяцев для удовлетворения требованиям ЕЦБ. Это ухудшает кредитные условия для реального сектора экономики. Поддержку аппетита на рискованные активы оказывает выходящая корпоративная отчетность за 1 кв., оказавшаяся в целом лучше ожиданий. Сегодня отчитываются Bank of America, Morgan Stanley и Microsoft.
- **Внешняя конъюнктура поддержала спрос на ОФЗ.** Спрос на аукционе по размещению 7-летних ОФЗ 26208 номиналом 10 млрд руб. составил 13,5 млрд руб. Цена отсечения была установлена по верхней границе ориентира YTM 7,78%. Объем размещения составил 6,8 млрд руб. На вторичном рынке ценовой рост бумаг составил скромные 10 б.п., отразив небольшое улучшение настроений на внешних рынках. Отметим, что недавно размещенные бонды Russia 42 обновили ценовой максимум, прибавив 50 б.п. до 103% от номинала.
- **ПСБ (-/Ba2/BB-) разместился с премией.** Еврооблигации ПСБ были размещены в объеме 400 млн долл. со ставкой купона 8,5% годовых, что соответствует G-спреду в размере 760 б.п. Учитывая, что обращающиеся бумаги PSB 14 котируются с G-спредом на уровне 660 б.п., и предполагая премию за дюрацию (судя по G-спреду кривой Альфа-Банка: Alfa15 - 550 б.п. и Alfa17 - 640 б.п.) в размере 50-60 б.п., предложенные ориентиры несут премию ко вторичному рынку порядка 40-50 б.п. Принимая во внимание высокий спрос на бонды Evraz 17 (размещение прошло почти без премии к рынку, а близкие по дюрации Evraz 18 на итогах размещения подорожали на 0,8 п.п.), можно ожидать ценовой рост новых бумаг ПСБ на вторичном рынке.
- **Спрос нашелся даже на бумаги второго-третьего эшелона.** ЛК Каркоде (Fitch: B+) разместила 3-летние амортизационные облигации на 1,5 млрд руб. со ставкой купона 13% годовых, что соответствует верхней границе первоначального ориентира и YTM 13,65%/DTM 1,47 года. В сегменте бумаг финансовых эмитентов с рейтингом B/B+ сложившийся уровень доходности выглядит адекватным. В то же время лучшей альтернативой, по нашему мнению, являются недавно размещенные БО-4 ТКС Банка (-/B2/B), предлагающие YTP 13,7% к годовой оферте.
- **МКБ (B+/B1/B+) вышел на "первичку" почти без премии.** Ориентир по новому годовому выпуску БО-3 номиналом 4 млрд руб. на уровне YTP 9,46 – 9,73% предполагает премию ко вторичному рынку (МКБ БО-1 с YTP 9,5% @ февраль 2013 г.) в размере 0 - 20 б.п. С момента нашей рекомендации от 30 марта 2012 г. покупать МКБ БО-1 их доходность снизилась на 1 п.п., и сейчас облигации эмитента представляются нам адекватно оцененными. По нашему мнению, лучшей альтернативой выпускам МКБ являются бумаги ТКС Банка, предлагающие > YTW 13,5% при дюрации < 1,5 года. Также интерес представляют евробонды MCB14, котирующиеся на уровне YTM 8,5-9,0% @ май 2014 г., что соответствует рублевой доходности YTM 14-14,5% (с продажей форвардных контрактов на рубль/долл.).

Темы выпуска

- Макростатистика марта: повод насторожиться
 - ММК: долговая нагрузка все ближе к ковенанте
 - Акрон: рост EBITDA опережает увеличение долга
 - Акрон: победа в аукционе на 20% Апатита маловероятна
 - Кокс: рост долговой нагрузки неизбежен
-

Макростатистика марта: повод насторожиться

Статистика марта оставляет негативное впечатление

Объяснить "провал" инвестиций в марте только статистическими эффектами нельзя

Макростатистика марта оставляет противоречивое и скорее даже негативное впечатление. После выдающихся показателей января-февраля 2012 г. новые данные фиксируют резкое замедление роста инвестиционной, промышленной и строительной активности, а также отсутствие снижения безработицы. При этом динамика доходов и кредитования населения, от которой зависит потенциал потребительской активности, остается сильной.

Наиболее разочаровывающие данные в марте демонстрируют инвестиции в основной капитал. После ускоряющегося роста (13,6% в 4 кв. 2011 г., затем на 15,4% в январе-феврале 2012 г.), в марте рост инвестиций замедлился втрое - до 4,9% г./г. Причем, как и в случае с ухудшением динамики промпроизводства, объяснять столь сильное сокращение темпов роста только статистическими эффектами (в марте 2012 г. одним рабочим днем меньше, чем в марте 2011 г.) было бы некорректно. Достаточно лишь того, что "провал" инвестиций сопровождался не менее резким замедлением в строительстве и вводе жилья в эксплуатацию, негативную динамику которых статистика зафиксировала еще в феврале 2012 г., а тогда показатели, напротив, могли быть завышены благодаря эффекту високосного года.

Динамика капитальных инвестиций и строительства (% г./г.)



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Причинами замедления роста инвестиций могли послужить: ослабление господдержки...

Мы полагаем, что плохие результаты инвестиций в основной капитал вызваны сочетанием нескольких факторов. Первые месяцы года в терминах инвестиционной активности были чрезмерно оптимистичными, тогда как обычно начало освоения годовых инвестиционных планов как государством, так и компаниями протекает вяло. Учитывая, что доля инфраструктурных госпроектов в итоговом показателе нарастает, катализатором капитальных вложений в январе-феврале 2012 г., скорее всего, стало расширение бюджетной поддержки перед выборами.

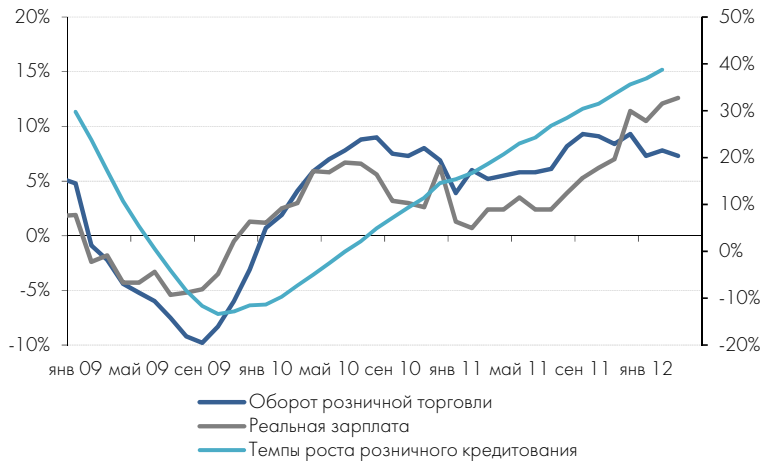
...рекордно низкие температуры марта...

Менее явную, но более весомую роль в ухудшении инвестиционной динамики, на наш взгляд, могли сыграть рекордно низкие температуры марта (значительно ниже нормы по данным метеослужб), способные вынудить компании отложить/приостановить запланированные на этот период инвестиционные проекты во избежание связанных с этим нежелательных издержек и в без того нестабильной экономической ситуации.

...завершение строительства крупных инфраструктурных объектов

Хотелось бы отметить, что свою лепту в замедление роста инвестиций может вносить приближение завершения нескольких крупных проектов в нефтегазовой отрасли и по подготовке проведения саммита АТЭС. Реализуемые строительные работы по этим проектам на протяжении нескольких лет поддерживали инвестиционный показатель. Так, в рамках АТЭС, работы по строительству капиталоемкого объекта - моста на о. Русский во Владивостоке планируется завершить к июлю. Всего к завершению подошли 18 объектов, а по 34 объектам готовность свыше 90%. Nord Stream 18 апреля 2012 г. завершил укладку второй 1224-километровой нитки морского газопровода в Балтийском море, в 1 кв. 2012 г. запущен в эксплуатацию терминал БТС-2. Однако следует понимать, что такой эффект носит не разовый, а растянутый во времени характер. В то же время ввод указанных объектов в эксплуатацию может придать импульс как показателю инвестиций, так и строительству, основные затраты на которое, согласно методике Росстата, отражаются в момент сдачи проекта.

Динамика реальных зарплат, розничного товарооборота и кредитования населения (% г./г.)



Источник: Росстат, ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Потребительская активность пока не демонстрирует признаков снижения спроса населения

Между тем, динамика потребительской активности пока не демонстрирует каких-либо признаков серьезного ослабления спроса со стороны населения. Напротив, устойчивый рост реальных зарплат (в марте 12,6% г./г. против 12,1% г./г. месяцем ранее) и потребительского кредитования (прирост на 6,2% с начала года) в сочетании с повышением инфляционных и девальвационных ожиданий побуждают население меньше сберегать и больше тратить. Это уже сказывается на снижении потока клиентских средств на депозиты банков (-1,8% с начала года), в то время как розничные продажи пока фиксируют лишь незначительное замедление - до 7,3% г./г. в марте против 7,8% г./г. месяцем ранее. Мы полагаем, что сильный тренд доходов населения сохранится и в ближайшие месяцы, отражая рост конкуренции за квалифицированную рабочую силу, и очередное повышение пенсий (с 1 апреля), что ограничит замедление роста потребления.

Ухудшение инвестиционной статистики марта пока не представляет угрозы нашему годовому прогнозу

В целом, по ухудшению инвестиционной статистики в марте корректировать ожидания относительно инвестиционного потенциала в 2012 г. преждевременно. Однако новые данные в большей степени отражают реальное положение вещей, когда после предвыборной эйфории инвесторы возвращаются к переоценке своих рисков, снижая инвестиционные аппетиты и ограничивая затраты, актуальность чего повышается в свете прогнозируемого роста рыночной стоимости заемных ресурсов. На этом фоне ожидать столь же высоких темпов роста инвестиций, как в январе-феврале 2012 г. уже не стоит. Наш годовой прогноз по росту инвестиций, учитывающий сдерживающий эффект от более сбалансированной инвестиционной политики компаний, предполагает замедление в 2012 г. до 5,5% против 6,1% в 2011 г.

ЦБ воздержится от изменения ставок в ближайшие месяцы

Поскольку макроэкономические индикаторы пока дают противоречивые сигналы и судить об ухудшении инвестиционной активности по плохой статистике одного месяца рано, какие-либо решительные действия со стороны ЦБ по смягчению монетарной политики в ближайшее время маловероятны. Наши предположения подтверждаются заявлениями первого зампреда ЦБ А. Улюкаева накануне, согласно которым изменение процентных ставок как минимум в ближайшие два месяца не планируется.

ММК: долговая нагрузка все ближе к ковенанте

Ожидаемо слабые результаты за 4 кв.

ММК (-/Ba3/BB+) опубликовал достаточно слабые финансовые результаты за 4 кв. и 12М 2011 г. по МСФО, которые отражают снижение спроса и, как следствие, цен на металлопродукцию на фоне относительно высокой стоимости сырья: железной руды и коксующегося угля. Долговая нагрузка (Чистый долг/ЕБИТДА) продолжает расти (на 31 декабря - 2,98x), рентабельность по ЕБИТДА опустилась ниже 10%. По результатам за 1 кв. 2012 г. менеджмент отмечает некоторое улучшение операционных и, как следствие, финансовых показателей.

Ключевые финансовые показатели ММК

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	2 243	2 430	-8%	9 306	7 719	+21%
Валовая прибыль	256	407	-37%	1 550	1 767	-12%
Валовая рентабельность	11,4%	16,7%	-5,3 п.п.	16,7%	22,9%	-6,2 п.п.
ЕБИТДА	203	350	-42%	1 336	1 606	-17%
Рентабельность по ЕБИТДА	9,0%	14,4%	-5,4 п.п.	14,4%	20,8%	-6,4 п.п.
Чистая прибыль	-67	-205	-	-125	232	-
Операционный поток	60	74	-19%	485	1 173	-2,4x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-119	-260	-2,2x	-1 128	-2 005	-1,8x
Капвложения	-181	-264	-31%	-1 154	-2 209	-1,9x
Финансовый поток	46	254	-5,5x	426	1 163	-2,7x
в млн долл., если не указано иное				31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				4 402	4 391	0%
Краткосрочный долг				1 334	1 512	-12%
Долгосрочный долг				3 068	2 879	+7%
Чистый долг				3 978	3 973	0%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*				2,98x	2,58x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Ухудшение рыночной конъюнктуры привело к снижению объемов и цен

Ухудшение конъюнктуры на рынке стальной продукции отразилось на результатах 4 кв.: выручка снизилась на 8% кв./кв. до 2,2 млрд долл. вследствие как сокращения объема производства металлопродукции (на 3% кв./кв. до 2,8 млн т), так и падения цен реализации практически по всем видам продукции (в среднем на 8% кв./кв. до 702 долл./т). В целом ухудшение операционных показателей ММК в металлургическом сегменте в 4 кв. не стало сюрпризом (см. наши обзоры от 6 декабря 2011 г. и 27 января 2012 г.).

Турецкое подразделение нарастило объемы

Турецкое подразделение ММК Metalurji продолжило наращивать производство готовой продукции быстрыми темпами (+45% кв./кв. до 233 тыс. т), при этом выход на полную мощность (2,3 млн т в год) ожидается уже в 1П 2012 г. после завершения строительства завода в Стамбуле.

Доля НВА продолжила рост

Структура производства изменилась кв./кв. в пользу увеличения доли продукции с высокой добавленной стоимостью (+3,3 п.п. до 30,7%). Заметное снижение выпуска сортового проката (на 22% кв./кв.) компания объясняет сезонным снижением спроса.

Объем добычи коксующегося угля вырос в 4 кв. на 16% кв./кв., что вместе с позитивной динамикой 3 кв. позволило компенсировать снижение за 1П 2011 г., которое было связано с масштабным ремонтом лав. В результате добыча угля г./г. снизилась лишь на 1%.

В 1 кв. 2012 г. намечались позитивные тенденции

С начала этого года компания отмечает улучшение конъюнктуры рынка: средние цены реализации поднялись на 5-6%, при этом в 1 кв. производство стали на магнитогорском комбинате увеличилось на 5%.

Рентабельность по EBITDA ушла ниже 10%, в т.ч. из-за убытка ММК Metalurji

Стоимость сырья (добыча железной руды покрывает собственные потребности не более чем на 50%) снижалась более медленными темпами, чем цены на конечную продукцию, что оказало негативное давление на прибыльность: рентабельность по EBITDA кв./кв. сократилась на 5,4 п.п. до 9,0% (в целом за 2011 г. рентабельность опустилась на 6,4 п.п. до 14,4%).

EBITDA по российскому сегменту снизилась на 14% до 203 млн долл. При этом турецкое подразделение сработало в убыток на уровне EBITDA (-67 млн долл.), что, по мнению менеджмента, наряду с ухудшением конъюнктуры рынка обусловлено одноразовыми расходами технического характера, связанными с увеличением мощности производства. Также на 26% кв./кв. до 46 млн долл. снизилась EBITDA по угольному сегменту.

По мере увеличения объемов производства и восстановления спроса на сталь во 2П 2012 г. ожидается повышение прибыльности за счет сокращения доли фиксированных расходов. Компания продолжает работать и над снижением переменных затрат. Мы отмечаем, что в 1 кв. 2012 г. ММК удалось договориться со своим основным поставщиком ENRC о снижении контрактной цены на ЖРС на 29% кв./кв. до 100 долл./т. Кроме того, в 1 кв. на 15,3% до 110 долл./т снизилась денежная себестоимость (cash cost) у Белона. Перечисленные факторы указывают на повышение рентабельности в 1 кв. 2012 г.

В 4 кв. 2011 г. компания получила убыток на уровне операционной прибыли (47 млн долл.), что обусловлено снижением валовой прибыли на 37% кв./кв. до 256 млн долл. на фоне стабильных административных и коммерческих расходов. Чистый убыток за квартал составил 67 млн долл.

Уровень долга приблизился к ковенанте

В 2011 г. компания нарастила запасы (как готовой продукции, так и сырья), что привело к оттоку денежных средств в оборотный капитал в сумме 347 млн долл. (в последнем квартале произошло небольшое высвобождение средств из оборотного капитала на сумму 18 млн долл.). В сравнении с 2010 г. почти в 3 раза увеличились процентные расходы (до 261 млн долл.). Как следствие, операционный денежный поток в 4 кв. составил всего 60 млн долл., чего оказалось недостаточно для финансирования капвложений (181 млн долл.). Совокупный долг кв./кв. практически не изменился, составив 4,4 млрд долл., при этом по причине заметного снижения EBITDA отношение Долг/EBITDA выросло до 3,3х, что близко к ковенанте (3,5х).

Капитальные инвестиции в размере 700 млн долл. ...

В ходе телеконференции менеджмент озвучил план по капитальным инвестициям в 2012 г. на уровне 700 млн долл., что включает в себя затраты на строительство стана 2000 (для производства высококачественной стали холодного проката, предназначенной в том числе для автомобильной отрасли), а также обновление существующих мощностей. Разработка Приоскольского месторождения ЖРС, требующая ~4 млрд долл., пока, по-видимому, отодвинута на второй план. С учетом динамики операционного денежного потока за последние два квартала 2011 г., если не произойдет заметного улучшения рыночной конъюнктуры, компания не сможет профинансировать объявленные капитальные затраты без увеличения чистого долга.

... и закрытие сделки M&A обуславливают повышение долга

Также фактором роста долговой нагрузки является закрытие сделки по приобретению австралийского железорудного актива Flinders Mines, которое должно произойти после завершения судебного процесса по иску со стороны миноритарного акционера ММК, (ожидается в мае-июне этого года). Для завершения сделки потребуется 600 млн долл. и будет профинансирована за счет денежных средств и займов.

Высока потребность в рефинансировании короткого долга

Напомним, что в 2012-2013 гг. компании предстоит погасить или рефинансировать более половины своего долга, при этом 940 млн долл. приходится на 2012 г. Размер ликвидных активов на балансе (денежные средства и ликвидные ценные бумаги) на отчетную дату составлял 1,14 млрд долл. Учитывая размер капитальных вложений, M&A и объема рефинансирования, в этом году ММК может разместить все зарегистрированные рублевые облигации в объеме 35 млрд руб. (~1,2 млрд долл.).

ММК выглядят дорого с дисконтом к кривой Евраза

Обращающиеся облигации ММК имеют незначительную торговую ликвидность. Последние сделки по ММК БО-6 совершались с УТМ 8,8% @ июль 2014 г., что предполагает дисконт к кривой Евраза ~50-60 б.п. (Евраз-2,4 котируются в пределах УТР 9,5-10,0%). На наш взгляд, учитывая рост долговой нагрузки ММК, бумаги эмитента должны торговаться без дисконта к Евразу. Мы рекомендуем продавать облигации ММК в пользу более интересных предложений на первичном и вторичном рынке.

Акрон: рост EBITDA опережает увеличение долга

Сильные финансовые результаты за 4 кв. и за год в целом

Вчера Акрон (-/B1/B+), один из ведущих российских производителей азотных и сложных удобрений, опубликовал сильные финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2011 г. и в целом за 2011 г. Компания продолжает демонстрировать положительную динамику по всем показателям как относительно предыдущего квартала, так и в годовом выражении благодаря благоприятной ценовой конъюнктуре на рынке удобрений. Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) за 4 кв. снизилась до 1,6х с 1,7х (2,7х на начало 2011 г.).

Ключевые финансовые показатели Акрона

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	19 211	16 342	+18%	65 431	46 738	+40%
Валовая прибыль	8 989	7 507	+20%	29 974	18 858	+59%
Валовая рентабельность	46,8%	45,9%	+0,9 п.п.	45,8%	40,3%	+5,5 п.п.
EBITDA	6 530	5 129	+27%	20 762	10 336	+2,0х
Рентабельность по EBITDA	34,0%	31,4%	+2,6 п.п.	31,7%	22,1%	+9,6 п.п.
Чистая прибыль	9 915	3 646	+2,7х	20 328	6 279	+3,2х
Операционный поток	8 882	-2 555	-	10 528	3 282	+3,2х
Инвестиционный поток, в т.ч.	5 265	-2 331	-	-756	-5 151	-6,8х
Капитальные затраты	-4 297	-2 774	+55%	-10 844	-5 551	+1,9х
Финансовый поток	-9 785	294	-	-2 741	1 738	-
в млн руб., если не указано иное				31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Краткосрочный долг				16 070	12 140	+32%
Долгосрочный долг				32 415	30 064	+8%
Совокупный долг				48 485	42 204	+15%
Чистый долг				33 855	31 656	+7%
Чистый долг/LTM EBITDA*				1,6х	1,7х	-

* EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность компании по МСФО, оценки Райффайзенбанка

Рост отгрузок и высокие цены обеспечили увеличение выручки в 4 кв.

Рост выручки на 18% кв./кв. до 19,2 млрд руб. был обеспечен как увеличением отгрузок азотных и наиболее высокомаржинальных сложных удобрений на 3,5% и 7%, соответственно, до 1,2 млн т (при незначительном снижении объемов продукции оргсинтеза и неорганической химии на 1,4% до 268 тыс т), так и в целом благоприятной ценовой конъюнктурой на рынке. Согласно данным отраслевого агентства CRU, рост цен на аммиак в 4 кв. составил 6,5% кв./кв., на азофоску (NPK) - 5% кв./кв. при снижении на 2% кв./кв. цен на карбамид.

Помимо этого, на темпы роста выручки положительное влияние оказало укрепление доллара США относительно рубля, поскольку подавляющая часть продаж (84,3% выручки за 2011 г.) осуществляется на экспортных рынках в этой валюте/в привязке к ней.

Более низкие темпы роста расходов обусловили повышение рентабельности до 34%, однако давление оказали затраты по закупке сырья

Более низкие темпы роста себестоимости и операционных расходов в целом обусловили увеличение EBITDA в 4 кв. на 27% кв./кв. Рентабельность по этому показателю достигла 34%, (за год в целом - 31,7% против 22,1% в 2010 г.). Тем не менее, мы отмечаем, что давление на рентабельность в 2011 г. оказали расходы на сырье и материалы (+58% г./г. до 16,5 млрд руб.), в основном, на прочие сырье и материалы (более чем в 4 раза до 4,4 млрд руб.). Около половины данной статьи составляют возросшие расходы китайского подразделения на приобретение удобрений для дальнейшего производства смесей в результате общего роста цен закупки. Кроме того, рост данной статьи был обусловлен увеличением объемов закупки удобрений других производителей Агроновой, трейдинговой компанией группы.

Запуск фосфатного проекта Олений Ручей в середине 2012 г. позволит компании существенно снизить или совсем прекратить закупки фосфатного сырья у FosАгро. Однако в связи с планами Уралкалия по повышению цен на хлористый калий в 1 кв. 2012 г. на 33,7% до 9318 руб./т (без учета премий) для производителей NPK расходы на калийное сырье пока будут по-прежнему давить на рентабельность, по крайней мере, в среднесрочной перспективе.

Чистая прибыль увеличилась за счет разовых статей

Разовые статьи, такие как продажа Rio Tinto 40% доли в СП (лицензии на разведку калийных месторождений в Канаде), а также продажа 10,3% доли в ОАО "Апатит" (через долю в СП с Yara) в совокупности составили 6,4 млрд руб. и привели к увеличению чистой прибыли Акрона за последний квартал почти втрое до 9,9 млрд руб.

Ожидаем некоторое снижение показателей в 2012 г.

В целом мы ожидаем, что показатели 2012 г. будут несколько хуже 2011 г. из-за наблюдаемого в настоящее время снижения цен. Тем не менее, частично компенсировать негативную ценовую динамику сможет рост выпуска карбамида на основной площадке в Великом Новгороде за счет запуска в апреле этого года нового производства (+330 тыс. т в год до 780 тыс. т) и начало добычи фосфатного сырья на Оленьем Ручье с середины года.

Операционный денежный поток в 2011 г. увеличился более чем втрое по сравнению с 2010 г. до 10,5 млрд руб., и его было практически достаточно для осуществления капвложений (10,8 млрд руб.). Также компания выплатила дивиденды в размере 6,9 млрд руб., увеличила долю владения в ОАО "Дорогобуж" до 85,54%, потратив 2,1 млрд руб., и осуществила выкуп собственных акций с рынка (4,1 млрд руб.). При этом средства, полученные от продажи доли в ОАО "Апатит" и калийных лицензий в Канаде, привели к увеличению денежных средств на балансе компании вдвое - до 14,6 млрд руб.

В ближайшие 5-10 лет компании предстоит вложить до 2,5 млрд долл.

Компания планирует, что инвестиции в 2012 г. составят порядка 400 млн долл. (150 млн долл. на Олений Ручей, 150 млн долл. на модернизацию и ввод новых мощностей на заводах группы, 100 млн долл. на калийный проект и прочие капзатраты). Ключевыми направлениями капвложений в ближайшие 5-10 лет остаются фосфатный и калийный проекты. На 30 сентября 2011 г. на освоение фосфатного месторождения было направлено в совокупности 300 млн долл., до запуска 1 очереди в 1П 2012 г. будет потрачено еще около 120 млн долл., остальные ~600 млн долл. предстоит вложить до 2016 г. 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 конец 2011 г. составляла 19,6 млрд руб. Также мы не исключаем, что финансирование проектов будет реализовано с привлечением заемного финансирования и/или привлечения стратегических партнеров (для калийного проекта).

Долговая нагрузка за 4 кв. снизилась до 1,6х с 1,7х при росте чистого долга на 7%

Совокупный долг Акрона за 4 кв. повысился на 15% до 48,5 млрд руб., чистый долг вырос на 7%, но в отношении к LTM EBITDA снизился до 1,6х (с 1,7х на 30 сентября и с 2,7х на начало 2011 г.) благодаря опережающей динамике EBITDA. Краткосрочный долг компании составляет 16 млрд руб. С учетом накопленных денежных средств и имеющихся ликвидных активов на балансе мы не видим существенных рисков рефинансирования.

Отметим, что в мае 2012 г. компании предстоит оферта по выпуску Акрон, 03 номиналом 3,5 млрд руб. Также летом Акрон планирует разместить 3 выпуска рублевых облигаций на 15 млрд руб. для аккумулирования средств в случае предъявления инвесторами требований о досрочном погашении облигаций в связи с реорганизацией ОАО "Акрон" в результате присоединения к нему дочернего ЗАО "Гранит" (более подробно см. наш обзор от 29 февраля 2012 г.).

Ликвидности в бондах нет

Ликвидность в обращающихся рублевых облигациях эмитента практически отсутствует.

Акрон: победа в аукционе на 20% Апатита маловероятна

Акрон будет участвовать в аукционе по Апатиту

На этой неделе Совет Директоров Акрона одобрил участие компании в аукционе по продаже 20% доли государства в капитале (26,7% обыкновенных акций) ОАО "Апатит", которое является ключевым производителем апатитового концентрата (сырье для фосфатных и сложных удобрений) в России и входит в группу ФосАгро. Комментируя данное решение, гендиректор Акрона отметил, что компания считает, что акции Апатита могут быть хорошей финансовой инвестицией в случае, если цена на аукционе будет достаточно низкой (по данным источников Интерфакса, начальная цена за пакет может составить около 250 млн долл.).

Пакет рассматривается как финансовая инвестиция

В ходе недавней продажи доли в СП с норвежской Yara, 100% капитала Апатита были оценены в 2,7 млрд долл. (или 540 млн долл. за госпакет). Сам же Акрон оценивает справедливую стоимость данной доли в 600-700 млн долл. ФосАгро и УралХим также заявили о своем желании участвовать в аукционе.

В середине года Акрон начнет собственное фосфатное производство

Так как Акрон в середине этого года начнет собственное производство апатитового концентрата и не планирует заключать новый контракт с ФосАгро на 2013г., участие в аукционе, действительно, будет являться для компании исключительно финансовой инвестицией. Поэтому, на наш взгляд, вряд ли она будет «биться» за актив, который является стратегическим для ФосАгро, в случае, если цена существенно превысит указанную справедливую стоимость, так как возврат на инвестиции в таком случае будет крайне низким. Кроме того, у Акрона большая собственная инвестпрограмма, что является дополнительной причиной не тратить много на непрофильный актив.

ФосАгро - наиболее вероятный победитель аукциона

Мы считаем, что наиболее вероятным победителем данного аукциона будет группа ФосАгро, для которой развитие Апатита является ключевым приоритетом, поэтому консолидация доли государства является стратегически важной. В связи с тем, что приобретаемый пакет не является блокирующим (дивиденды на привилегированные акции не выплачивались), то стороннему покупателю будет крайне затруднительно оказать какое-либо влияние на деятельность компании.

Более того, ФосАгро совместно с аффилированными и дружественными структурами владеет более 75% уставного капитала предприятия и, в случае победы на аукционе стороннего инвестора, может инициировать допэмиссию акций в свою пользу (если государство не воспользуется «золотой» акцией для блокирования решения), что приведет либо к размытию доли потенциального акционера, либо к дополнительным расходам покупателя на участие в допэмиссии.

В целом, мы считаем, что новость нейтральна для кредитного профиля Акрона, так как компания, скорее всего, не победит на аукционе. Однако в случае маловероятной победы долговая нагрузка компании может существенно возрасти.

Кокс: рост долговой нагрузки неизбежен

Ожидаемо слабые результаты за 2П 2011 г. ...

Группа Кокс (В/В2/-), крупнейший независимый производитель и экспортер чугуна и товарного кокса в РФ, опубликовала ожидаемо слабые финансовые результаты по МСФО за 2П и весь 2011 г., отражающие общее ухудшение конъюнктуры в металлургическом секторе. Во 2П 2011 г. опережающее падение цен на конечную продукцию (чугун и кокс) по сравнению с динамикой цен на сырье (коксующийся уголь, железная руда) привели к снижению рентабельности по EBITDA с 17,8% до 14,4%.

Компании удалось снизить долговую нагрузку: общий долг/EBITDA сократился с 3,3х на середину года до 2,9х (как благодаря погашению долга, так и росту EBITDA в абсолютном выражении). Тем не менее, уже в 1П 2012 г. она вновь возрастет: по оценкам менеджмента, с начала года общий объем финансовой задолженности компании увеличился, а операционно-финансовые показатели в 1П 2012 г. будут хуже, чем за аналогичный период прошлого года.

Ключевые финансовые показатели Кокса (по продолжающейся деятельности)

В млрд руб., если не указано иное	2П 2011	1П 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	31,1	24,5	+26%	55,6	44,3	+26%
Валовая прибыль	7,9	8,1	-3%	16,0	12,2	+31%
Валовая рентабельность	25,4%	33,2%	-7,8 п.п.	28,8%	27,6%	+1,2 п.п.
Скорректированная EBITDA*	4,5	4,4	+2%	8,8	9,3	-5%
Рентабельность по скоррект. EBITDA*	14,4%	17,8%	-3,4 п.п.	15,9%	20,9%	-5,0 п.п.
Чистая прибыль	-0,4	1,6	н/а	1,2	3,0	-59%
Чистая рентабельность	-1,3%	6,7%	н/а	2,2%	6,8%	-4,6 п.п.
Операционный денежный поток	7,9	-3,1	н/а	4,9	7,8	-38%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-3,7	-2,6	+44%	-6,3	0,7	н/а
Капвложения	-3,3	-2,5	+34%	-5,8	-3,7	+55%
Финансовый денежный поток	-2,1	0,5	н/а	-1,6	-6,4	+75%
в млрд руб., если не указано иное				31 дек. 2011	30 июня 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				25,6	26,6	-4%
Краткосрочный долг				4,8	7,9	-39%
Долгосрочный долг				20,7	18,7	+11%
Чистый долг				25,4	24,8	+2%
Чистый долг/скоррект. EBITDA LTM**				2,87х	3,04х	н/а

*Показатель рассчитан как прибыль до налогообложения, финансовых доходов, процентных расходов, курсовых разниц, амортизации, убытков от обесценения и прочих неденежных статей

**EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки обеспечен реализацией запасов и другим базисом поставки

Учитывая достаточно слабые операционные показатели во 2П 2011 г. (производство коксующегося угля и чугуна осталось на уровне 1П 2011 г., кокса - снизилось на 7%, железной руды - увеличилось на 9%) и негативную динамику цен, мы связываем рост выручки за этот период с деятельностью швейцарской сбытовой компании IMT. Прирост выручки трейдера, выделяемого в отчетности в отдельный сегмент, составил 76% п./п. Среди основных факторов роста мы видим переход на другой базис поставки (включение транспортных расходов в цену готовой продукции) и реализацию запасов (за 2П 2011 г. они снизились на 2,9 млрд руб.).

Пока восстановить собственную добычу угля не удалось

Помимо более медленного снижения цен на сырье в сравнении с динамикой на рынке готовой продукции, давление на рентабельность также оказал тот факт, что компании не удалось нарастить добычу угля на шахтах Владимирская и Романовская-1. Напомним, что из-за ухудшения горно-геологических условий она снизилась в 1П 2011 г. на 14% г./г. до 600 тыс. т, и компания вынуждена закупать дополнительные объемы угля у внешних поставщиков.

Компания снизила краткосрочный долг

Мы отмечаем, что во 2П 2011 г. компания существенно увеличила операционный денежный поток, значительно снизив инвестиции в оборотный капитал. Его было достаточно для реализации капвложений, частичного погашения долга и выплаты дивидендов (508 млн руб.). Краткосрочный долг заметно сократился (с 7,9 млрд руб. до 4,8 млрд руб.), как за счет

Но ликвидная позиция заметно ухудшилась, что, по мнению менеджмента, не критично	рефинансирования более долгосрочными инструментами, так и его погашения. В результате денежные средства на балансе уменьшились до 180 млн руб., что заметно повышает риски ликвидности на этот год. Менеджмент не считает данную ситуацию критической: по его оценкам, общий объем открытых, но невыбранных кредитных линий составляет ~60 млрд руб. Однако информация о сроках и условиях выборки этих линий не была представлена.
Инвестпрограмма в 2012 г. потребует привлечения дополнительного долга	Инвестиционная программа компании на 2012 г. была озвучена на уровне 9 млрд руб. (+33% к 2011 г.), из них 2/3 приходится на разработку угольных шахт - Буговская и Тихова. Их запуск намечен в 1 кв. 2013 г. и 1 кв. 2014 г., соответственно. Несмотря на то, что у компании есть определенная гибкость в реализации этих инвестпроектов, их приостановка в текущей сложной конъюнктуре пока не рассматривается. На данный момент, по оценкам менеджмента, капвложения осуществляются в соответствии с графиком. Сейчас средние экспортные цены на чугун находятся на уровне 468,6 долл./т, тогда как во 2П 2011 г. они составляли 493,2 долл./т. Тем не менее, наблюдается некоторое улучшение относительно 4 кв. 2011 г. (+3%).
ЕБИТДА в 2012 г. не превысит уровень 2011 г.	С учетом того, что сама компания ожидает, что ЕБИТДА в 2012 г. вряд ли превысит уровень 2011 г., очевидно, что финансирование этих инвестиций потребует привлечения дополнительного заемного капитала, что ухудшит кредитные метрики компании.
Долговые бумаги эмитента выглядят дорого	Рублевые облигации БО-2 Кокс выглядят дорого, предлагая YTM 10,6% @ май 2014 г., лучшей альтернативой являются бумаги банковского сектора аналогичного кредитного рейтинга. Еврооблигации Koks16 имеют YTM 9,4%, что также выглядит низкой компенсацией за кредитный риск и дюрацию. В сегменте высокодоходных евробондов мы отдаем свое предпочтение с точки зрения риска и доходности выпускам TCS Bank 14 (YTM 11,7%) и AllianceOil14 (YTM 9%).

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 Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
АИЖК	ВТБ	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Альфа банк	ВЭБ	МКБ	ТКС Банк
Банк Москвы	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ОТП Банк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	

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

Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика: оптимизм по инерции

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

Промпроизводство: ускорение роста прекратилось

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: щедрость на расходы останется позади?

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	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

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
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

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.