

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### Акрон (-/В1/В+): нейтральный финансовый отчет по итогам 1К14, но минимальная ликвидность в бумагах компании

Вчера Акрон (-/В1/В+), один из крупнейших российских производителей азотных и сложных удобрений, опубликовал финансовый отчет по итогам 1К14. Раскрытые показатели отражают, прежде всего, сохранявшуюся в течение прошлого квартала слабую ценовую конъюнктуру на рынках сложных и азотных удобрений, негативное влияние которой компания по-прежнему стремилась компенсировать увеличением объемов отгрузок. Так, выручка Акрона в 1К14 выросла на 4.8% г/г (до 17.4 млрд. руб.), тогда как EBITDA сократилась на 4.4% г/г (до 4.3 млрд. руб.). В результате, рентабельность по EBITDA снизилась до 24.6% (против 26.9% в 1К13). Отметим, что в 1К14 величина свободного денежного потока оказалась в слабоотрицательной зоне, составив -369 млн. руб. Это было связано с заметным сокращением величины чистого операционного денежного потока (снизился более чем в 2 раза г/г – до 1.9 млрд. руб.), обусловленное, прежде всего, ростом дебиторской задолженности в связи с ростом продаж на фоне сезонного увеличения спроса. Вместе с тем, Акрон снизил и капитальные расходы в 1К14 (на 21.7% г/г – до 2.2 млрд. руб. или 0.5x EBITDA), чего почти хватило, чтобы сбалансировать денежные потоки компании.

Напомним, что в 1К14 Акрон нарастил объем товарного производства в азотном сегменте на 4.8% г/г (до 663.4 тыс. т), в основном, за счет увеличения выпуска КАС на четверть г/г (до 235 тыс. т). В то же время, в сегменте сложных удобрений производство выросло на 3.7% г/г (до 707.9 тыс. т) за счет увеличения выпуска NPK на 2% г/г (до 598.4 тыс. т) и смешанных удобрений – на 13.8% г/г (до 109.5 тыс. т). Производство продукции органического синтеза сократилось на 7.8% г/г (до 44.7 тыс. т), тогда как выпуск неорганической продукции, наоборот, увеличился на 19.2% г/г (до 193 тыс. т). Отметим, что увеличение производства азотных удобрений было обусловлено расширением мощностей (в 2012 г. компания запустила новый агрегат для выпуска карбамида) и модернизацией всей производственной цепочки карбамида и КАС. В свою очередь, рост производства сложных удобрений был поддержан усилением вертикальной интеграции по собственному фосфатному сырью: в 1К14 выпуск апатитового концентрата на ГОК «Олений Ручей» вырос в 2 раза г/г и достиг 215 тыс. т. Вместе с тем, согласно данным отчета Акрона, средние долларовые цены (базис FOB Балтика/Черное море) на удобрения по итогам 1К14 снизились г/г как в сегменте азотных, так и в сегменте сложных удобрений. Так, средняя цена на NPK упала на 17.1%, на аммиачную селитру – на 7.8%, на КАС – на 11.9%, на карбамид – на 14.4%. В то же время, ощутимую поддержку финансовым результатам Акрона оказало и заметное ослабление рубля в 1К14 (на 12.7% по сравнению с 1К13 по данным Bloomberg), учитывая то, что компания отчитывается в рублях, а продажи на внутреннем рынке формируют лишь около 20% от выручки.

Долг Акрона на конец 1К14 вырос на 6.6% к началу года (до 53.7 млрд. руб.), что было связано с валютной переоценкой долгового портфеля в свете ослабления рубля в прошлом квартале (на конец 1К14 около 85% задолженности компании было номинировано в валюте). В то же время, величина чистого долга Акрона сократилась к концу 1К14 на 11.2% по сравнению с началом года (до 32.5 млрд. руб.), что позволило снизить уровень долговой нагрузки до 2.1x в терминах чистый долг/EBITDA LTM (против 2.4x на начало года). В свою очередь, снижение чистого долга произошло благодаря увеличению суммы ликвидных активов на балансе компании на 53.9% к началу года (до 21.2 млрд. руб.). Это увеличение произошло за счет денежных поступлений от продажи 19.9% акций Верхнекамской калийной

#### Ключевые финансовые показатели Акрона по итогам 1К14

млн. руб.	1К14	1К13	%
Выручка	17 351	16 561	4.8%
ЕБИТДА*	4 263	4 461	-4.4%
Операционная прибыль	4 805	4 305	11.6%
Чистая прибыль	1 437	2 358	-39.1%
Рентабельность по EBITDA	24.6%	26.9%	-2.4 пп
Операционная рентабельность	27.7%	26.0%	1.7 пп
Чистая рентабельность	8.3%	14.2%	-6.0 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	4 489	3 437	30.6%
Чистый операцион. ден. поток	1 861	4 445	-58.1%
CAPEX	2 230	2 847	-21.7%
Свободный денежный поток	(369)	1 598	-

млн. руб.	1К14	2013	%
Активы	156 575	146 104	7.2%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. цб	21 164	13 752	53.9%
Долг	53 689	50 385	6.6%
доля краткосрочного долга	45.1%	54.9%	-9.8 пп
Чистый долг	32 525	36 633	-11.2%
Капитал	88 249	79 477	11.0%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.9x	-
Долг/EBITDA LTM	3.5x	3.3x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.1x	2.4x	-
EBITDA/Процентные платежи	10.0x	4.8x	-
Долг/Капитал	0.6x	0.6x	-

\* показан скорректирован на неденежные и/или единовременные доходы/расходы

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

#### Динамика операционных результатов Акрона в 1К14

тыс. тонн	1К14	1К13	%
<b>Аммиак</b>	<b>472.6</b>	<b>482.4</b>	<b>-2.0%</b>
<b>Апатитовый концентрат</b>	<b>214.9</b>	<b>105.2</b>	<b>x2.0</b>
<b>Азотные удобрения*, в т.ч.</b>	<b>663.4</b>	<b>633.2</b>	<b>4.8%</b>
Аммиачная селитра	364.2	380.7	-4.3%
Карбамид	64.2	65.0	-1.2%
КАС	235.0	187.5	25.3%
<b>Сложные удобрения*, в т.ч.</b>	<b>707.9</b>	<b>682.8</b>	<b>3.7%</b>
NPK (Азофоска)	598.4	586.6	2.0%
Смешанные удобрения	109.5	96.2	13.8%
<b>Органический синтез*, в т.ч.</b>	<b>44.7</b>	<b>48.5</b>	<b>-7.8%</b>
Метанол	5.7	3.4	67.6%
Формалин	1.0	2.7	-63.0%
КФС	38.2	42.6	-10.3%
<b>Неорганическая химия*, в т.ч.</b>	<b>193.0</b>	<b>161.9</b>	<b>19.2%</b>
Аммиачная селитра	53.4	60.3	-11.4%
Карбонат кальция	86.2	52.0	65.8%
Жидкая улекислота	10.8	11.4	-5.3%
Аргон	1.6	1.7	-5.9%
Сопляная кислота	41.0	36.5	12.3%

\* то варное произв. (за вычетом внутр. потребления)

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

компаниям структурам Сбербанка за 6.7 млрд. руб. Отметим, что доля короткого долга в структуре портфеля к концу 1К14 снизилась до 45.1% (против 54.9% на конец 4К13), однако по-прежнему является достаточно высокой. Вместе с тем, объем ликвидных активов на балансе Акрона на конец 1К14 покрывает почти весь краткосрочный долг, что минимизирует для компании риски рефинансирования. Кроме того, нужно помнить, что Акрону также принадлежат акции Уралкалия и польской Azoty Tarnow, общая балансовая стоимость которых на конец составляла около 19 млрд. руб.

Бумаги Акрона в текущих условиях характеризуются низкой ликвидностью. Так, последняя относительная крупная сделка в выпуске Акрон БО-01 с дюрацией чуть более года прошла по цене 99.25% от номинала (спрэд к кривой ОФЗ составил 260 бп), тогда как сейчас биды стоят на уровне 98%, что дает спрэд к ОФЗ в 370 бп.

## Первичный рынок

Чепрагин Дмитрий Кирилл Сычев  
d.chepragin@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

### Русфинанс Банк, БО-08 (BBB/Ba1/BBB+): заявленные ориентиры смотрятся привлекательно уже по нижней границе

Начиная с сегодня и до конца завтрашнего дня Русфинанс Банк, входящий в состав Группы Societe Generale, проведет сбор заявок на размещение облигаций серии БО-08 номинальным объемом 4 млрд руб. Срок обращения займа составляет 5 лет, оферта – через год. Ориентир ставки купона находится в диапазоне 9.90-10.15% годовых, что соответствует доходности к оферте на уровне 10.14-10.41% годовых. Техническое размещение на ФБ ММВБ запланировано на 10 июня.

После ряда успешных размещений на фоне относительной стабилизации украинского конфликта, можно отметить, что окно размещений на первичном рынке открылось в полной мере, по крайней мере, для качественных заемщиков. Что касается маркируемого выпуска, то, на наш взгляд, Русфинанс Банк имеет все шансы на успешное размещение, тем более что в недавнем времени уже была удачная практика размещений бумаг со схожими параметрами эмитентами той же рейтинговой группы. Так в конце мая Газпромбанк (BBB-/Baa3/BBB-) и Юникредит Банк (BBB/Baa2/BBB+) разместили два выпуска облигаций серии БО-08 (УТМ – 9.99%/D – 1 г.) и БО-21 (УТР – 9.94%/D – 1 г.). На бумаги обоих банков наблюдался неплохой спрос, что в итоге позволило заемщикам разместиться по нижней границе ориентира доходности, а Юникредит Банку даже удалось понизить ориентиры в ходе сбора заявок. На текущий момент Русфинанс широко представлен на рублевом рынке. В качестве наиболее подходящего ориентира можно рассмотреть выпуск серии БО-07 (УТР - 9.87%/D – 0.86 г.), торгующегося с премией к кривой ОФЗ в районе 200 бп. Напомним, что в конце апреля по данному выпуску была исполнена оферта и выкуплено с рынка порядка 1.7 млрд руб. или 44% от общего объема, после чего по выпуску был установлен новый купон в размере 9.9% и оферта на апрель 2015 г.. Заявленные ориентиры доходности по размещаемому выпуску Русфинанс Банк, БО-08 соответствуют спреду к кривой ОФЗ в диапазоне 230-260 бп., что уже по нижней границе предлагает, на наш взгляд, неплохую премию к собственному выпуску. В данном свете мы ожидаем закрытие книги заявок по нижней границе ориентира, а также не исключаем возможного смещения нижней планки ориентира в случае повышенного спроса на размещение со стороны инвесторов.

#### Русфинанс Банк, БО-08

##### Основные параметры выпусков

Эмитент	Русфинанс Банк
Рейтинги (S&P/M/F)	BBB- / Ba1 / BBB+
Ломбардный список ЦБ	да
Серия БО-08	4 000 млн. руб.
Срок обращения	5 лет
Купонный период	182 день
Ориентир по купону	9.90 - 10.15% годовых
Ориентир по УТР	10.14-10.41% годовых
Дюрация	1 год
Размещение на ФБ ММВБ	10 июня 2014 г.
Организаторы	ОАО АКБ "РОСБАНК", Райффайзенбанк.

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

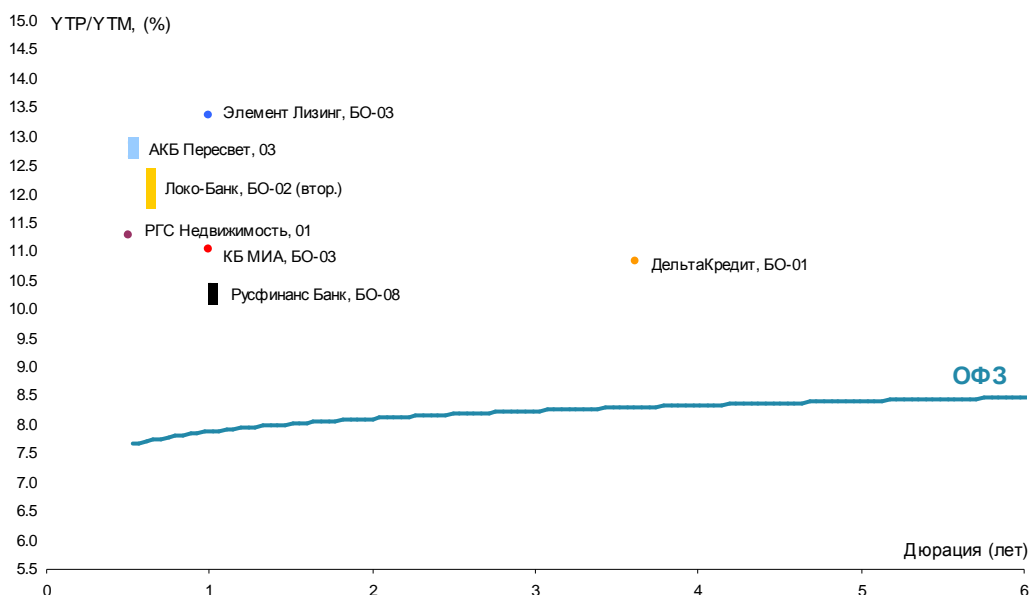
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Элемент Лизинг, БО-03	B / - / -	да	2 000	13.37	30.05.2014	03.06.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
ДельтаКредит, БО-01	- / Ваа3 / BBB+	да	3 000	10.83	02.06.2014	05.06.2014	нет / 3.61 г	5 лет / 10 лет
РГС Недвижимость, 01	NR	нет	3 200	11.30	03.06.2014	06.06.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 3 г
КБ МИА, БО-03	- / Ва2 / -	да	2 000	11.04	04.06.2014	06.06.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
КИТ Финанс Капитал, БО-03	NR	нет	2 000	н/д	Конкурс	09.06.2014	н/д	нет / 3 г
Русфинанс Банк, БО-08	BBB- / Ва1 / BBB+	да	4 000	10.14-10.41	06.06.2014	10.06.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Локо-Банк, БО-02 (вторичное)	- / В2 / В+	да	до 1 500	11.74-12.43	11.06.2014	16.06.2014	нет / 0.64 г	0.7 г / 1.7 г
АКБ Пересвет, 03	B+ / В3 / -	да	2 000	12.63-12.89	18.06.2014	20.06.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 3 г

Цветом выделены в выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
ЕАБР, 09	BBB / А3 / -	да	5 000	1.8 / 100%	9.88-10.15	9.88	02.06.2014	нет / 1.86 г
КБ Центр-Инвест, БО-10	- / Ва3 / -	да	3 000	1.5 / 100%	12.10-12.36	12.10	28.05.2014	нет / 0.5 г
АИЖК, БО-02	BBB- / Ваа1 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.27-10.60	10.00	27.05.2014	нет / 1.84 г
Башнефть, БО-05	- / Ва2 / ВВ	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.99	26.05.2014	нет / 3.68 г
Юникредит Банк, БО-21	BBB / Ваа2 / BBB+	да	10 000	н/д / 100%	10.04-10.25	9.94	23.05.2014	1 г / 5 лет
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	1.3 / 100%	9.99-10.25	9.99	23.05.2014	нет / 1 г
Мегафон, БО-04	BBB- / Ваа3 / ВВ+	да	15 000	4.0 / 100%	10.04-10.25	9.67	20.05.2014	нет / 1 г
ТД Спартак-Казань, БО-01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	14.49	06.05.2014	нет / 1.4 г
ДельтаКредит, БО-06	- / Ваа3 / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	10.62	10.62	06.05.2014	нет / 6.45 г
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / ВВ	да	до 5 000	н/д / 44%	не более 9.99	9.99	05.05.2014	нет / 0.5 г
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	29.04.2014	нет / 1.86 г
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	3.2 / 100%	10.25-10.51	10.15	29.04.2014	нет / 1.43 г
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г



# Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9  
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36  
 WEB: <http://www.zenit.ru>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	<a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>

## Аналитическое управление

Акции	research@zenit.ru	
Облигации	firesearch@zenit.ru	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>

## Управление рынков долгового капитала

		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
	Екатерина Гашигуллина	<a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@zenit.ru</a>

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.