

# 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 за 9М14, бумаги компании оценены справедливо**

В конце прошлой недели один из крупнейших производителей удобрений Акрон опубликовал финансовый отчет за 9М14. Мы нейтрально оцениваем раскрытые данные. По итогам 9М14 выручка компании в рублях выросла на 1.9% г/г, составил 52.7 млрд. руб., тогда как рост EBITDA составил 3.5% г/г (до 12.8 млрд. руб.), как следствие рентабельность по EBITDA компании за период чуть подросла – до 24.3%. Объем долга к концу 3К14 вырос на 26% по сравнению с началом года и достиг 63.4 млрд. руб. Рост обязательств стал следствием как привлечения нового долга, так и переоценки валютной части долгового портфеля из-за ослабления рубля, что привело к росту долговой нагрузки компании. Так, к концу 3К14 отношение чистого долга к EBITDA LTM Акрона составило 2.9x (против 2.4x) на начало года. Отметим, что компания также сохраняла достаточно высокую долю краткосрочного долга в структуре общих обязательств в течение всего года, а на конец 3К14 этот уровень составил 55.6% (против 54.9% на начало года).

Продолжавшееся в течение 9М14 снижение цен на продукцию г/г было частично компенсировано сокращением себестоимости у основных игроков, к тому же, наблюдавшийся рост цен на фосфорные удобрения оказал поддержку и ценам на азотные удобрения, которые снижались уже более умеренно. На фоне сохранения неблагоприятной динамики цен Акрон стремился увеличить объемы отгрузок. Так, за 9М14 компания нарастила производство в сегменте азотных удобрений на 4.3% г/г (до 1 962 тыс. тонн) за счет увеличения объемов выпуска карбамидо-аммиачной смеси на 21.1% г/г (до 721 тыс. тонн), компенсировавшее падение объемов выпуска карбамида (на 18.7% г/г), на фоне стабильных объемов производства аммиачной селитры. В то же время, объем выпуска сложных удобрений вырос на 2.4% г/г (до 1 979 тыс. тонн) благодаря увеличению производства NPK на 3% г/г (до 1 923 тыс. тонн), компенсировавшему сокращение выпуска смешанных удобрений на 16% г/г. Сегмент органического синтеза показал сопоставимые со сложными удобрениями темпы роста, производство также увеличилось на 2.4% г/г (до 146 тыс. тонн), при этом Акрон увеличил выпуск по всей номенклатуре, кроме метанола, производство которого снизилось на 1%. Отметим, что рост объемов выпуска Акрона поддержал рост обеспеченности собственным сырьем (производство апатитового концентрата на ГОК «Олений Ручей»), а также расширением мощностей по выпуску КАС до 1 млн. тонн в год в начале этого года. Кроме того, существенное влияние на общую динамику финансовых результатов компании оказало и ослабление национальной валюты, учитывая, что более 80% ее выручки в денежном выражении формируется за счет экспорта.

Чистый операционный денежный поток Акрона по итогам 9М14 показал весьма заметное снижение (на 52.8%) по сравнению с прошлым годом и составил около 5.4 млрд. руб. Это сокращение было обусловлено как падением операционных поступлений в целом, так и увеличением инвестиций в оборотный капитал. В то же время, капитальные расходы за 9М14 также снижались по сравнению с прошлым годом, однако более медленными темпами (на 28.1%), составив 7.6 млрд. руб. В результате, свободный денежный поток оказался в зоне отрицательных значений на -2.1 млрд. руб. Дефицит средств был покрыт за счет привлечения нового долга: величина обязательств на конец 9М14 выросла на 26% к началу года и достигла 63.5 млрд. руб. Вместе с тем, рост долга в рублевом выражении был обусловлен, в большей степени, переоценкой валютной части портфеля (около 90% всего долга Акрона номинировано в валюте). Кроме того, не все поступления от привлечения

**Ключевые финансовые показатели Акрона по итогам 9М14**

млн. руб.	9М14	9М13	%
Выручка	52 676	51 697	1.9%
EBITDA*	12 811	12 380	3.5%
Операционная прибыль	11 199	11 991	-6.6%
Чистая прибыль	9 695	8 010	21.0%
Рентабельность по EBITDA	24.3%	23.9%	0.4 пп
Операционная рентабельность	21.3%	23.2%	-1.9 пп
Чистая рентабельность	18.4%	15.5%	2.9 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	12 151	13 607	-10.7%
Чистый операцион. ден. поток	5 413	11 462	-52.8%
CAPEX	7 556	10 510	-28.1%
Свободный денежный поток	(2 143)	952	-

млн. руб.	9М14	2013	%
Активы	166 824	146 104	14.2%
в т.ч. ликвидные активы	18 376	13 752	33.6%
Долг	63 497	50 385	26.0%
доля краткосрочного долга	55.6%	54.9%	0.7 пп
Чистый долг	45 121	36 633	23.2%
Капитал	87 977	79 477	10.7%
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.9x	-
Долг/EBITDA LTM	4.0x	3.3x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.9x	2.4x	-
EBITDA/Процентные платежи	7.6x	4.8x	-
Долг/Капитал	0.7x	0.6x	-

\*показатель скорректирован на неденежные шлюфы  
единообразные доходы/расходы

Источник: Данные Компании,  
расчеты Банка ЗЕНИТ

**Динамика операционных результатов Акрона за 9М14**

тыс. тонн	9М14	9М13	%
<b>Аммиак*</b>	<b>71.9</b>	<b>115.4</b>	<b>-37.7%</b>
<b>Азотные удобрения*, в т.ч.</b>	<b>1 961.7</b>	<b>1 880.3</b>	<b>4.3%</b>
Аммиачная селитра	1 055.2	1 056.6	-0.1%
Карбамид	186.0	228.7	-18.7%
КАС	720.5	595.0	21.1%
<b>Сложные удобрения*, в т.ч.</b>	<b>1 979.1</b>	<b>1 933.6</b>	<b>2.4%</b>
NPK (Азофоска)	1 923.3	1 867.2	3.0%
Смешанные удобрения	55.8	66.4	-16.0%
<b>Органический синтез*, в т.ч.</b>	<b>146.2</b>	<b>142.8</b>	<b>2.4%</b>
Метанол	10.4	10.5	-1.0%
Формалин	7.8	6.7	16.4%
КФС	128.7	126.4	1.8%
<b>Неорганическая химия, в т.ч.</b>	<b>610.3</b>	<b>505.1</b>	<b>20.8%</b>
Аммиачная селитра	157.4	173.3	-9.2%
Карбонат кальция	283.8	186.6	52.1%
Жидкая углекислота	40.2	43.4	-7.4%
Аргон	4.9	4.8	2.1%
Соляная кислота	124.0	97.0	27.8%
<b>Пр-во апатитового концентр.</b>	<b>630.5</b>	<b>444.3</b>	<b>41.9%</b>

\*зависит от внутреннего потребления

Источник: Данные Компании,  
расчеты Банка ЗЕНИТ

нового долга были израсходовано и частично осели на счетах компании, что стало причиной увеличения ликвидных остатков на балансе Акрона (на 33.6% г/г). Тем не менее, увеличение запасов ликвидности, вкупе с ростом EBITDA смогли лишь чуть затормозить повышение долговой нагрузки Акрона. Так, отношение чистого долга к EBITDA LTM к концу 9М14 достигло 2.9х, тогда как на начало года этот показатель еще составлял 2.4х. Определенное беспокойство также вызывает по-прежнему достаточно высокая доля краткосрочных обязательств в структуре долга Акрона. На конец 3К14 она сохранялась на уровне 55.6% (на начало года 54.9%). Вместе с тем, объем ликвидных активов компании (деньги на счетах плюс принадлежащие ей пакеты акций Уралкалия и польской Azoty Tarnow) на конец 3К14 составлял около 40.6 млрд. руб., что заметно превышало сумму короткого долга. Результаты Акрона за 9М14, в целом, нейтральны для его рейтингов, а основная негативная тенденция – рост долговой нагрузки и ухудшение его структуры – при необходимости может быть купирована за счет продажи части финансовых вложений.

Бумаги Акрона в текущих условиях характеризуются невысокой ликвидностью и индикативно торгуются со спрэдом 350 бп к ОФЗ по последним крупным сделкам, то есть с премией около 110 бп к выпускам ЕвроХима (ВВ/-ВВ), что, на наш взгляд, близко к справедливому уровню.

## 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/ Погашения
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д	08.12.2014	10.12.2014	н/д	0.9 г / 1.9 г
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д	08.12.2014	10.12.2014	н/д	0.2 г / 5.2 г
Бинбанк, БО-05	B / - / -	да	2 000	н/д	08.12.2014	10.12.2014	н/д	н/д / 6 лет

Цветом выделены 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
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0.25 г
Банк МИБ, 03	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1 г
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.41 г
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1 г
Юникредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.47	12.36	26.11.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д / 100%	н/д	10.25	05.11.2014	нет / 5.19 г
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	4 000	1.0 / 100%	12.56-13.44	13.00	30.10.2014	нет / 0.38 г
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	10.78-10.99	10.99	28.10.2014	нет / 1 г
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-35	NR	нет	2 500	н/д / 99.2%	н/д	10.25	27.10.2014	нет / 4.04 г
Русфинанс Банк, БО-11	BBB- / Ba1 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	11.88-11.99	12.04	23.10.2014	нет / 1 г
РГС-Недвижимость, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
РГС-Недвижимость, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.30	22.10.2014	нет / 0.5 г
Транснефть, БО-03	BBB- / Baa1 / -	да	15 000	н/д / 100%	11.09-11.30	11.30	22.10.2014	нет / 1.42 г
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	16.10.2014	нет / 1.41 г
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	16.10.2014	нет / 1.84 г
Трансфин-М, БО-25	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	15.10.2014	нет / 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	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Облигации	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
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	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@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>

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.