

Монитор первичных размещений от 25 мая 2011 г.



Завершенные и текущие первичные сделки на рублевом
долговом рынке

Выпуск	Объем, млрд руб. @ срок, лет	Доходность ² @ срок, лет
Банк ЗЕНИТ БО-06	5,0	7,4% @ 1,5
ОФЗ 25076	2	7,6% @ 4
ОФЗ 25077	18	7,55% @ 6
Ханты-Мансийский Банк БО-01	5,0 @ 1	26 мая (А)
Акрон 4, 5	7,5 @ 3	27 мая (ЗК)
Кокс БО-02	5 @ 3	30 мая (ЗК)
ЕвразХолдинг Финанс 7	15 @ 5	03 июн (ЗК)
ЗСД 1, 2	10 @ 5	03 июн (ЗК)
Мечел 17, 18	10 @ 5	07 июн (ЗК)
РМК Финанс 4	5 @ 3	07 июн (ЗК)
НК Альянс 4	5 @ 5	09 июн (ЗК)

¹ до погашения или ближайшей оферты

² на день размещения

(А) – аукцион по определению ставки купона

(ЗК) – закрытие книги

Завершенные и текущие первичные сделки
на еврооблигационном рынке

Выпуск	Объем, млн долл.	Купон
VEB Leasing 2016	400	5,125%
Russia 2018	1 783 ¹	7% (Yield)
RSHB	TBD	TBD

¹ Эквивалент 50 млрд руб.

Размещение относительно первоначального диапазона доходности:

ниже середины/выше середины/посередине

В ВЫПУСКЕ

Акрон (-/B1/B+): химия с большими амбициями

ПУЛЬС ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

После майских праздников на первичном рынке рублевых облигаций вновь появилась активность. Эмитенты спешат выйти на рынок перед летним сезоном отпусков. Риск дальнейшего повышения рублевых ставок на ближайшем заседании СД ЦБ, намеченного на 30 мая, и незначительное сжатие рублевой ликвидности пока не оказали негативного влияния на рублевый рынок долговых инструментов. Подтверждением этому может стать недавнее успешное размещение выпуска облигаций Банка Зенит вблизи нижней границы предварительного диапазона. В очередь уже выстроились Ханты-Мансийский Банк, Мечел, Евразхолдинг, Кокс, Российская медная компания, ЗСД, НК Альянс.

Акрон 4, 5 – инвестиционный вывод

Благоприятная конъюнктура на рынке удобрений оказывает поддержку кредитному профилю Акрона. В то же время, мы обращаем внимание на риски, связанные с довольно амбициозными инвестиционными планами, а также интересом компании к новым приобретениям. На наш взгляд, исходя из доходности сопоставимых компаний (в частности, облигации Куйбышевазота), новые выпуски Акрона могут быть интересны лишь с доходностью «по верхней границе» диапазона, на который ориентируют организаторы – 8,4% годовых (купон – 8,25% годовых).



КОММЕНТАРИИ К РАЗМЕЩЕНИЮ

Акрон 04, 05Эмитент **ОАО «Акрон»**Рейтинги,
S&P/Moody's/Fitch **-/B1/B+**Объем, млрд руб. **7,5**Срок до оферты **3 года**Срок обращения **10 лет**Ориентир купона **7,95–8,25%**Ориентир доходности к
оферте **8,11–8,42%****Акрон: химия с большими амбициями**

27 мая Акрон (-/B1/B+) планирует закрыть книгу заявок на размещение двух выпусков облигаций общим объемом 7,5 млрд руб. Бумаги позиционируются к трехлетней оферте с купоном 7,95–8,25%, что соответствует диапазону доходности на уровне 8,11%–8,42%.

Акрон – хорошо знакомое инвесторам имя в российской химической отрасли: в 2009 году компания разместила два выпуска облигаций общим объемом 7 млрд руб., оферты по которым должны состояться в сентябре 2011 г. и мае 2012 г.

Вкратце о компании: Акрон – третий крупнейший производитель азотных удобрений в России с долей в общероссийском производстве на уровне 13% в 2010 г. и второй крупнейший в мире по установленным мощностям производитель азофоски (NPK) – сложного удобрения, представляющего собой смесь трех базовых видов (азотные, фосфатные и калийные удобрения). Азотные удобрения в прошлом году

обеспечивали около трети выручки Акрона (28%), сложные удобрения – более половины (56%). Производственные мощности компании – завод Акрон в г. Великий Новгород (объем продаж 3,2 млн т в 2010 г.), завод «Дорогобуж» (1,4 млн т) в Смоленской области и площадка «Хунжи-Акрон» в Китае (0,8 млн т). Кроме того, Акрон располагает собственной сетью дистрибуции удобрений на российском и китайском рынках, а также логистической инфраструктурой – три портовых терминала на Балтийском море (два в Эстонии и один в Калининграде) и парк железнодорожных вагонов и цистерн. Основной объем продукции российских заводов продается на экспортных рынках – на долю российских продаж в прошлом году приходилось около 16% выручки. При этом почти 30% выручки обеспечивали продажи в Китае, в том числе 15% – продажи Хунжи Акрон.

Ниже мы приводим ключевые аспекты кредитного профиля компании, на которые нам бы хотелось обратить внимание инвесторов:

Благоприятная конъюнктура на ключевых рынках. По итогам 2010 года Акрон показал 24%-ный рост выручки и 42%-ный рост показателя EBITDA, главным образом за счет благоприятной конъюнктуры мирового рынка азотных и комплексных удобрений. Средние экспортные цены на основные виды реализуемых Акроном азотных удобрений (карбамид, аммиачная селитра, карбамидо-аммиачная смесь) в 2010 году выросли на 14–37%, цены на сложные удобрения (NPK) – на 5%, при этом аммиак на мировом рынке подорожал почти в 1,5 раза. Ключевыми триггерами роста цен на удобрения стали восстановление спроса на фоне роста цен на продовольственные товары и ожидания введения экспортных пошлин на некоторые виды удобрений в Китае. Высокий спрос на продукцию позволил Акрону увеличить загрузку мощностей – общий выпуск товарной продукции компании вырос на 8%, главным образом за счет 60%-ного роста производства Хунжи Акрон. Китайская «дочка», которая была убыточной в 2009 году из-за высоких производственных издержек (производственный цикл основан на использовании угля в качестве базового сырья, что заметно дороже по сравнению с российскими заводами Акрона, использующими для производства аммиака природный газ), по итогам прошлого года вышла на положительный уровень рентабельности. Положительный результат китайского подразделения позитивно сказался на общей рентабельности компании – по нашим оценкам, норма прибыли EBITDA в 2010 году выросла на 3 п. п. до 22%.

В текущем году конъюнктура на мировом рынке удобрений остается благоприятной: после сезонной коррекции в первом квартале в апреле – мае цены продолжили расти. Фундаментальную поддержку ценам оказывает увеличение цен на продовольствие и сельскохозяйственные товары, стимулирующий фермеров к повышению урожая, и, соответственно, более высокому уровню потребления удобрений, рост издержек китайских производителей из-за подорожания угля (около 50% мировых мощностей по производству азотных удобрений) и возможное введение новых мер по ограничению экспорта азотных удобрений в Китае, а также перенос ввода ряда новых крупных мощностей с 2010–2012 гг. на более поздние сроки.

Рентабельность под давлением растущих цен на сырье. Несмотря на довольно существенный рост цен, увеличение рентабельности бизнеса российских заводов в 2010 году было довольно скромным: по данным отчетности по МСФО норма прибыли по EBITDA Акрона и Дорогобужа выросла на 2 п. п. (до 27% и 22% соответственно). Давление на показатели эффективности оказали растущие расходы на сырье: цена природного газа (23% себестоимости) выросла на 22% к уровню 2009 г., цена апатитового концентрата (10% себестоимости) и хлористого калия (9% себестоимости) – на 8-9%. В 2011 году рост стоимости сырья продолжился: цена природного газа для российских заводов выросла на 13%, стоимость фосфатного сырья – на 9%. При этом стоимость хлористого калия для производства сложных удобрений, поставляемых на экспорт, повысилась на 28% после пересмотра механизма ценообразования с января 2011 г. и перехода на долгосрочные контракты, в которых цена привязана к экспортной цене продажи калия. В перспективе ближайших лет ежегодный рост регулируемых тарифов на газ продолжится по мере реализации стратегии выравнивания доходности поставок газа на внутренний и экспортный рынок (по оценкам Газпромбанка, произойдет не ранее 2017 г.). В свою очередь, новая схема ценообразования с поставщиками калия делает компанию более чувствительной к колебаниям мировой конъюнктуры (цены корректируются раз в квартал).



Масштабная инвестиционная программа. Акрон инвестирует существенные средства в органический рост. Ключевым с точки зрения распределения расходов является разработка фосфатного месторождения в Мурманской области – начало производства фосфатного сырья намечено на 2012 г. Объем расходов в рамках первой очереди проекта – 400 млн долл., при этом общие затраты по проекту Акрон оценивает в 1 млрд долл. В 2009–2010 гг. свободный денежный поток Акрона был отрицательным. В 2011 году компания планирует инвестировать более 300 млн долл., в том числе около 200 млн долл. – в реализацию фосфатного проекта. Текущий консенсус-прогноз Bloomberg по EBITDA Акрона в 2011 году – 433 млн долл., при этом мы отмечаем, что операционный денежный поток компании традиционно заметно ниже чем EBITDA из-за существенных процентных расходов и инвестиций в оборотный капитал. Мы полагаем, что в текущем году генерируемый денежный поток вновь не будет покрывать капитальные вложения компании.

После того как фосфатное месторождение будет запущено, Акрон может начать разработку калийного проекта (Талицкий участок Верхнекамского месторождения): компания приобрела лицензию в 2008 году, заплатив 16,8 млрд руб. Предварительный объем затрат, по оценкам компании, составляет 16 млрд долл., добычу калия предполагается начать в 2018 г. Стоит отметить, что Акрон, возможно, предпочтет разделить бремя инвестиционных расходов с партнером – в начале февраля СМИ сообщали о том, что компания предложила долю в проекте ВЭБу.

Новые покупки – дополнительные риски роста долговой нагрузки. Помимо органического роста, Акрон заинтересован в новых приобретениях – в ходе телеконференции по результатам за 2010 год менеджмент говорил о том, что компания хотела бы приобрести газовые активы, чтобы защитить себя от роста цен на сырье, а также рассматривает варианты объединения с другими производителями удобрений. В мае Акрон направил предложение акционерам ОАО «Минудобрения» (Россошь) приобрести контрольный пакет компании. Цена предложения не уточнялась – другой претендент на актив, Еврохим, оценил 100% компании в 1,3 млрд долл. (после вычета долга и денежных средств на балансе). Планы Акрона по M&A, также как и довольно существенные капитальные расходы, создают риски роста левериджа с текущих уровней – Чистый долг/EBITDA на уровне 2,7x по итогам 2010 г.

В абсолютном выражении долг Акрона на конец года составлял 35,9 млрд руб., в том числе 13,1 млрд руб. – краткосрочный. В структуре кредитного портфеля существенная часть приходилась на привлеченный в июле 2010 г. трехлетний синдицированный кредит (лид-менеджер – Райффайзенбанк) – в феврале 2011 г. его сумма была увеличена до 425 млн долл. Кроме того, компанию кредитуют крупнейшие российские банки – в мае Акрон заключил соглашение о партнерстве с ВТБ, предполагающее финансирование инвестиционных проектов объемом порядка 1 млрд долл.

Финансовые вложения – резерв для финансирования стратегии роста? Акрон является миноритарным инвестором двух российских производителей удобрений – Сильвинита (8,1% акций) и Апатита (10,3%, контролируется через дочернюю компанию ЗАО «Нордик Рус Холдинг»). На конец 2010 г. стоимость пакетов превышала 20 млрд руб., текущая стоимость (цена Сильвинита – на 17 мая 2011 г., до прекращения торгов из-за слияния с Уралкалием) – 23,9 млрд руб., или порядка 840 млн долл., в том числе 630 млн долл. (около 18 млрд руб) – акции Сильвинита. Исторически Акрон не сокращал свою долю в Сильвините и Апатите, предпочитая покрывать дефицит средств на инвестиции/приобретение лицензий из заемных источников. В случае Сильвинита это отчасти могло быть связано с низкой ликвидностью акций. Завершающееся в настоящий момент слияние Уралкалия и Сильвинита и конвертация акций Сильвинита в более ликвидные акции Уралкалия должны увеличить возможности Акрона по продаже пакета – судя по последним комментариям менеджмента (в ходе телефонной конференции по результатам 2010 г.), компания планирует постепенно выходить из акций объединенной компании. Продажа пакета в Апатите также запланирована, однако этому препятствует длящийся долгое время конфликт с норвежской компанией Yara, претендующей на часть акций (8,2%).

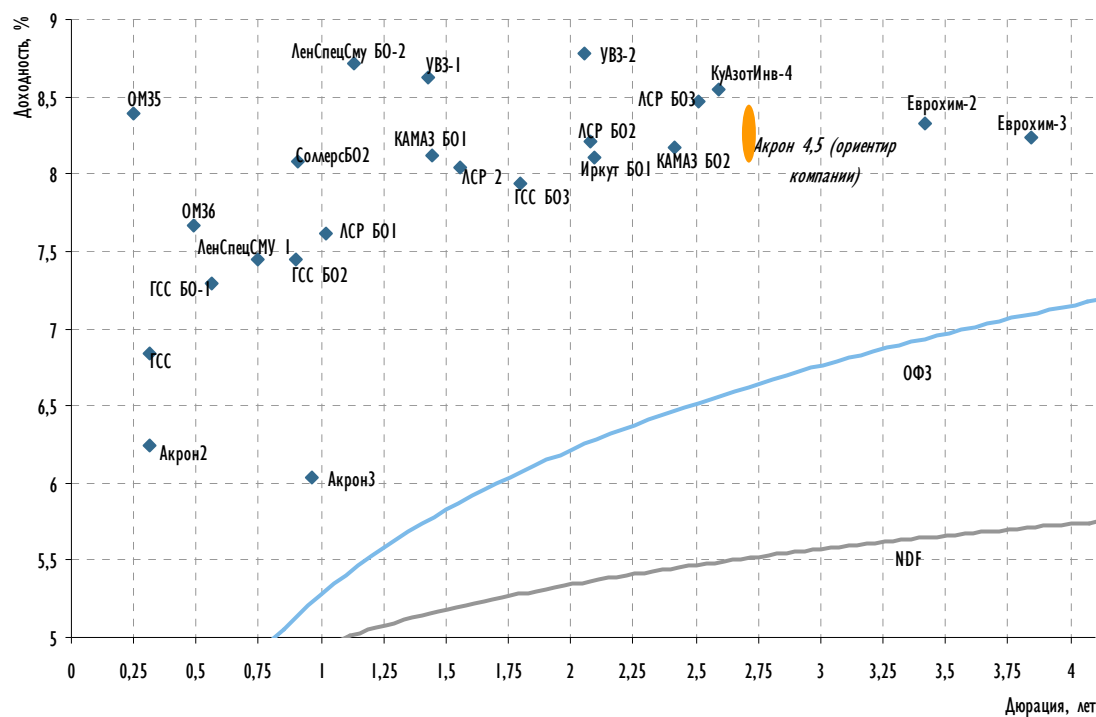
В целом продажа финансовых вложений снизила бы риски ухудшения кредитных метрик, однако, учитывая довольно агрессивные планы Акрона относительно новых покупок и капитальных вложений, вряд ли бы привела к их улучшению за счет погашения долга.

Позиционирование выпуска. В качестве сравнительных аналогов для новых выпусков Акрона можно рассматривать недавно размещенный выпуск Куйбышевгазот-Инвест 4 (доходность в пределах 8,5–8,65% к трехлетней оферте в апреле 2014 г.), а также более длинные выпуски Еврохима – в то же время последние не отличаются особой ликвидностью торгов (доходность выпуска Еврохим-2 по bid/offer составляет 8,4%/8,1% к оферте в июне 2015 г.).

Текущий финансовый профиль Куйбышевгазота мы считаем менее агрессивным – компания имеет более низкий леверидж (Чистый долг/EBITDA на уровне 2x в 2010 г.), который в прошлом году снижался благодаря генерации положительного свободного денежного потока. При этом инвестиционные планы компании менее амбициозны, и, по нашим оценкам, могут быть реализованы из собственных источников (см. наш комментарий к отчетности за 2010 год в Ежедневном обзоре долговых рынков от 13 мая 2011 г.). В то же время Куйбышевгазот проигрывает с точки зрения масштабов и рентабельности бизнеса, а также не имеет кредитного рейтинга. В целом, исходя из доходности сопоставимых компаний, новые выпуски Акрона, на наш взгляд, могут быть интересны лишь с доходностью «по верхней границе» диапазона, на который ориентируют организаторы – 8,4% годовых (купон – 8,25% годовых).



Доходности выборочных выпусков промышленного сектора, на 24 мая 2011 г.



Источник: Bloomberg

Основные финансовые показатели ОАО «Акрон» по МСФО за 2007–2010 гг., млн руб.

	2007	2008	2009	2010	г/г
Выручка	31 105	43 132	37 542	46 738	24%
ЕВITDA	8 717	17 371	7 275	10 336	42%
Рентабельность по ЕВITDA	28%	40%	19%	22%	3 п. п.
Операционный денежный поток	5 584	10 167	2 856	3 282	15%
Капитальные вложения	-2 524	-23 601	-3 886	-5 449	40%
Свободный денежный поток	3 060	-13 433	-1 030	-2 166	—
Всего активов	43 499	63 031	84 932	98 078	15%
Собственный капитал	28 297	25 175	42 393	50 122	18%
Совокупный долг	5 642	28 923	32 432	35 911	11%
Доля краткосрочного долга	43%	64%	39%	37%	-2 п. п.
Денежные средства и эквиваленты	1 335	4 009	7 706	7 597	-1%
Показатели долговой нагрузки					
Долг/Капитал, х	0,2	1,1	0,8	0,7	—
ЕВITDA/Процентные расходы, х*	16	12	3,4	3,8	—
Чистый долг/ЕВITDA, х	0,5	1,4	3,4	2,7	—
Долг/Свободный денежный поток, х	2	отр.	отр.	отр.	—

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

*проценты уплаченные из отчета о движении денежных средств

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдокевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдокевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 983 18 00 доб. 21476

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 21426

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейддинг

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Алексей Семенов

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейддинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

Трейддинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Copyright © 2003 — 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.