БФА БАНК

Аналитический обзор

Акрон: начало аналитического покрытия и присвоение рекомендации

Тикер:	AKRN
Капитализация, $ млн.:	1307
Текущая цена, $:	32.25
Целевая цена, $:	54.45
Потенциал:	69%
Рекомендация:	ПОКУПАТЬ

Заявление Уралкалия о выходе из калийного картеля с Беларуськалием вызвало обвал котировок акций отечественных и зарубежных эмитентов сектора минеральных удобрений, что создало неплохие условия для создания длинных позиций в бумагах особо интересных игроков этого рынка. Мы выделяем Акрон, как недооцененную рынком компанию, чьи котировки в перспективе могут продемонстрировать опережающий рост.

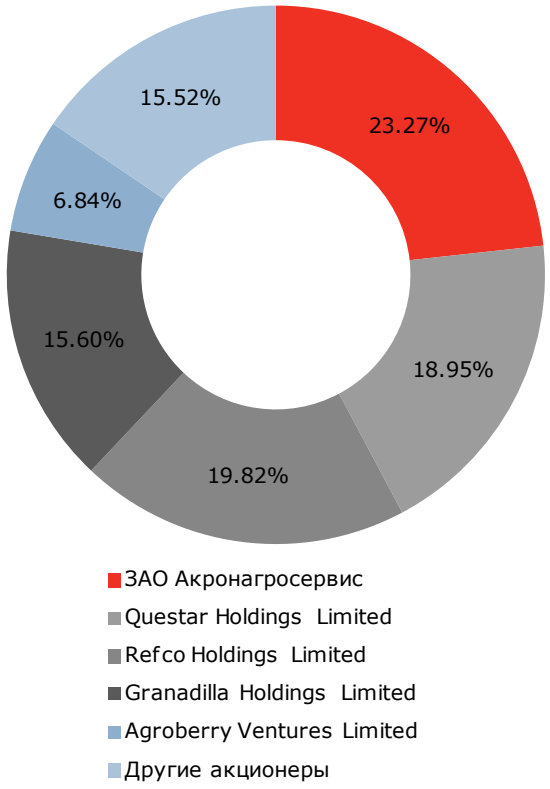
Согласно нашей оценке, справедливая стоимость Акрона составляет $2207 млн, что соответствует цене акций $54,45, на 69% выше текущего уровня.

Мы рекомендуем «ПОКУПАТЬ» бумаги Акрона.

ДИНАМИКА КУРСА АКЦИЙ



СТРУКТУРА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА



Ключевые характеристики бизнеса

- Акрон — один из ведущих производителей минеральных удобрений в России и за рубежом, покупателями продукции которого являются более 60 стран
- Широкий ассортимент производимой продукции включает как сложные (NPK и сухие смеси), так и азотные удобрения (карбамид, аммиачная селитра и карбамидо-аммиачная селитра)
- Широкая география деятельности способствует удовлетворению потребностей динамично развивающегося рынка минеральных удобрений, позволяя не зависеть от сезонности и гибко реагировать на любые изменения конъюнктуры
- Группа ориентируется не только на развивающиеся рынки России и Азии, но и на развитый рынок Европы, который является основным, принося до 12% выручки ежегодно. Привлекательность этого рынка значительно возросла после отмены антидемпинговых пошлин. Россия по-прежнему остается стратегическим рынком сбыта минеральных удобрений, что обусловлено необходимостью внесения в почву удобрений, поскольку урожайность отечественных сельскохозяйственных культур в полтора-два раза отстает от среднемировой
- Выручка компании на 80% зависит от цен на продукцию (к примеру, в 2011 г., в результате роста цен на основную продукцию на 40-50% компания продемонстрировала рекордные финансовые результаты) и только на 20% - от объема производства
- Акционерный капитал Акрона составляет 40 534 000 обыкновенных акций. В середине августа 2008 г. компания вышла на Лондонскую фондовую биржу, разместив там 0,6% капитала в виде ГДР - одна акция эквивалентна 10 ГДР. Основным акционером Акрона является основатель компании В. Кантор, которому принадлежит 77,6% через Акрон-Агросервис, Questar Holdings, Refco Holdings и Granadilla Holdings. В свободном обращении находится 15%
- В качестве основных задач руководство компании выделят полную вертикальную интеграцию, переход на самообеспечение сырьем и увеличение производственных мощностей. Со 2пг13 Акрон уже был полностью обеспечен собственным аммиаком и фосфатным сырьем

wwww.bfa.ru

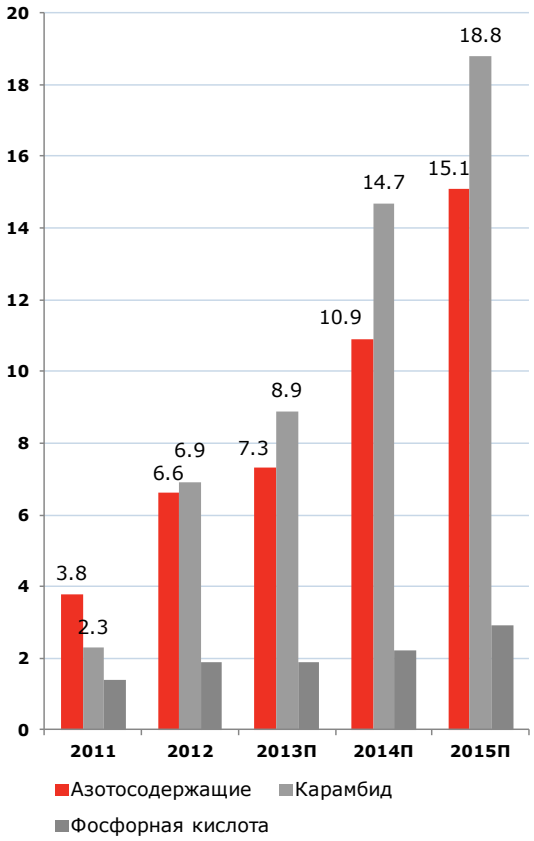
Юлия Ониксимова, аналитик аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1281) j.oniximova@bfa.ru
Александр Глушко, стажер аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1280) a.glushko@bfa.ru

Цели развития до 2021 г.:

- Собственное производство всех трех основных сырьевых компонентов (NPK) сделает бизнес-модель Группы полностью вертикально-интегрированной
- Полное замещение калийного сырья, приобретаемого у третьих лиц, собственным. Запуск «Талицкого» ГОКа и начало добычи калия в 2021 г. являются ключевыми драйверами роста стоимости акций компании в долгосрочной перспективе
- Увеличение доходности производства сложных удобрений, а также рентабельности всей Группы за счет продажи избытков сырья на внутреннем и/или внешнем рынках;
- Увеличение объемов общей отгрузки с текущих 5,9 млн т до 9,6 млн т к 2018 г.

Рыночная ситуация

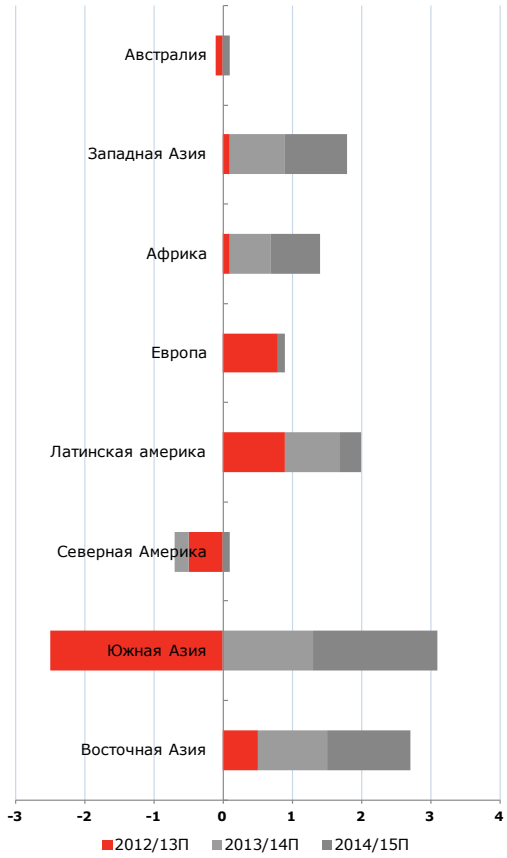
ИЗБЫТОК НА РЫНКЕ МИНЕРАЛЬНЫХ УДОБРЕНИЙ, МЛН Т



- За последние 50 лет мировой рынок минеральных удобрений увеличился практически в 5 раз, и его объем достиг более $70 млрд. Поступательный характер развития вызван сокращением свободных посевных площадей, ростом численности мирового населения, повышением требований к качеству продукции, проникновением сельскохозяйственной продукции на рынок энергоресурсов. Все это требует повышенной отдачи от сельхозугодий и влечет растущее потребление удобрений всех типов
- По результатам исследования IFA в 1пг12 цены на азотосодержащие удобрения находились вблизи максимумов 2008 г., предложение карбамида и фосфорной кислоты на мировом рынке росло опережающими темпами по сравнению со спросом. Дополнительным негативными факторами стали рост экспорта карбамида из Китая и снижение импорта со стороны Индии, Бразилии, стран Западной Европы и Пакистана, что в сумме оказало значительное давление на мировые цены на азотные удобрения в 4кв12. Нисходящая ценовая динамика сохранилась и в 2013 г.
- Некоторое оживление на рынке наметилось лишь в 4кв13, поскольку объем доступной китайской продукции начал снижаться и украинскими производителями было принято решение о приостановке производства в сентябре-октябре
- Грядущий 2014 г. должен стать отправной точкой для формирования нового восходящего тренда на рынке удобрений после глубокой коррекции. В дальнейшем прогнозируется рост цен на все минеральные удобрения, однако стоит отметить, что ДАФ, аммофос и азотные удобрения будут находиться под давлением введения новых мощностей, в основном на Ближнем Востоке. Тем не менее, фундаментальные факторы (рост мирового населения и увеличение среднего потребления калорий в день) будут способствовать росту цен в долгосрочной перспективе
- В 2012 г. мировое потребление минеральных удобрений, по данным IFA, выросло в сумме на 0,4% до уровня в 177,9 млн т. В 2013 г. ожидается рост показателя на 0,6% - до 179 млн т, а уже в 2014 г. рост объемов рынка составит 1,8% до 182 млн т
- Долгое отсутствие на рынке украинского карбамида,

Юлия Ониксимова, аналитик аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1281) j.onixiimova@bfa.ru
Александр Глушко, стажер аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1280) a.glushko@bfa.ru

ИЗМЕНЕНИЕ СПРОСА НА РЫНКЕ МИНЕРАЛЬНЫХ УДОБРЕНИЙ, %



аммиака и КАС, рост ограничения поставок природного газа в Карибском регионе и ожидание начала сезона накопления запасов на складах американских потребителей способны оказать поддержку ценам и загрузку производственных мощностей производителям в 1к14

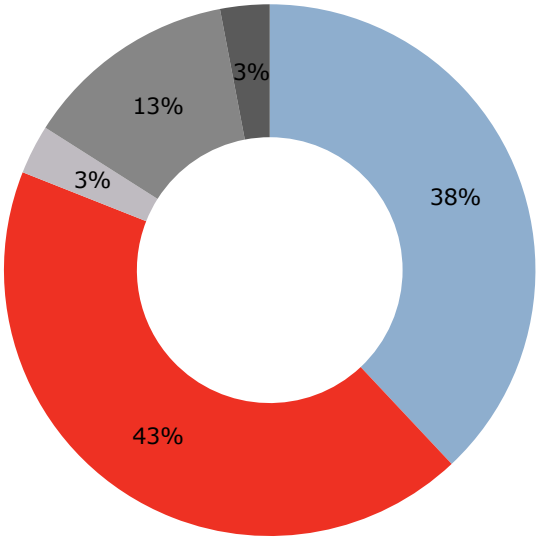
- В настоящее время многие аграрии в странах ЕС и Южной Америки предпочитают закупать карбамид, поскольку азот в этом виде удобрения значительно дешевле. Это может увеличить спрос на мировом рынке аммиачной селитры в 1пг14
- Поскольку на мировом рынке происходит постоянное увеличение спроса, появление нового предложения является необходимым условием баланса в отрасли. По-нашему мнению, спрос на азот, фосфор и калий будет увеличиваться стабильными темпами до 2017 г. как за счет роста промышленного спроса, так и благодаря спросу со стороны сельхозпроизводителей
- С 1 января 2013 г. в России начала действовать новая госпрограмма поддержки АПК, рассчитанная на 8 лет (с 2013-20гг.). По данным Минсельхоза РФ в 2013 г. на погектарные выплаты из федерального бюджета было направлено 15,2 млрд руб., а к 2020 г. финансирование увеличится до 37,6 млрд руб. По оперативной информации Минсельхоза в Государственной программе развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2013-20 гг. предусмотрено внесение 2,7 млн т/г. минеральных удобрений. Данная госпрограмма способна оказать существенную поддержу спросу на минеральные удобрения со стороны отечественных потребителей, что, в свою очередь, вызовет рост продаж Группы на внутреннем рынке с 19% до 23% от общего объема

Показатели компании

- Согласно опубликованной Акроном отчетности по МФСО за 9мес13, финансовые показатели компании ухудшились. С учетом падения выручки на 3% г/г до $1635 млн вследствие снижения цен реализации на фоне роста себестоимости на 4% до $976 млн валовая и операционная прибыль группы снизились на 15,4% и 17% соответственно. По итогам 9мес13 зафиксировано снижение чистой прибыли на 32% до $253млн. Основным фактором снижения стал отрицательный результат от переоценки финансовых вложений. Также на снижение выручки и, как следствие, прибыли повлияло ухудшение ситуации на рынке минеральных удобрений в связи с падением цен. Однако учитывая прогнозы по динамике цен на 2014 г., диверсификацию и сбалансированность рынков сбыта, позволяющие Группе не зависеть от сезонности и гибко реагировать на любые изменения конъюнктуры, мы прогнозируем рост выручки до $2789 млн к 2017 г.
- Акрон за 9мес13 увеличил производство аммиака и минеральных удобрений до 3,9 млн т, что на 6% выше результата аналогичного периода прошлого года. Спрос на азотные удобрения в 2013 г. оставался на высоком уровне, что обеспечило Группе полную загрузку мощностей по производству аммиачной селитры, карбамида и КАС
- За 9мес13 зафиксирован рост производства и продаж КАС. Основными рынками сбыта является Северная и Южная Америки, на которые приходится значительная доля продаж

Юлия Ониксимова, аналитик аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1281) j.onixiimova@bfa.ru
Александр Глушко, стажер аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1280) a.glushko@bfa.ru

СТРУКТУРА ПРОДАЖ ОАО АКРОН, 2012



СТРУКТУРА СЕБЕСТОИМОСТИ, 2012



Повышенный спрос на КАС и рост отгрузки позволили увеличить выручку на 14%. Продажи КАС за 9мес13 г. выросли по сравнению с аналогичным периодом 2012 г. на 101 тыс. т, в процентном выражении рост составил 21%. Важно отметить, что весь объем выпущенной продукции реализуется на экспорт

- Показатель степени покрытия долгов текущими доходами (прибылью) за 1кв13 составлял 6,1, но по итогам 9мес13 он снизился до значения 3,5. Это обусловлено временным увеличением краткосрочных обязательств по сравнению с 9мес12, а также снижением выручки и ростом затрат за 9мес13. Коэффициенты текущей и быстрой ликвидности находятся ниже рекомендуемых значений, 0,24 и 0,11 соответственно (при нормативе 1,0-2,0), что связано с увеличением имущества на протяжении последних лет за счет заемных средств. Увеличение краткосрочных обязательств мы объясняем приближением срока погашения облигационного займа. Несмотря на высокую долю заемного капитала в структуре баланса, способность Группы обслуживать свои долги находится на приемлемом уровне
- Дополнительные трудности в ближайшем будущем связаны с ростом внутрироссийских цен на природный газ – основной сырьевой ресурс, используемый в производстве азотных удобрений (занимает до 20% в структуре себестоимости). Однако российское Правительство планирует с 2014 г. ограничить ежегодное увеличение внутренней цены газа уровнем инфляции, а запуск в 2015 г. нового агрегата «Аммиак-IV» позволит снизить потребление природного газа на 39%
- Выход ГОКа «Олений Ручей» на объем производства в 65 тыс. т апатитового концентрата в месяц, полностью обеспечил переход российских заводов на выпуск NPK из собственного сырья. Более того, вопреки прогнозам аналитиков, уже в июле этого года Группа начала продажу апатитового концентрата внешним потребителям
- С появления новых добывающих мощностей в 2015-21 гг. даже при условии рецессии на рынке минеральных удобрений компания будет поддерживать рентабельность по EBITDA на среднем уровне в 26-28%
- В ближайшем будущем основные инвестиции компании будут связаны с подготовкой к добыче калийного сырья на «Талицком» ГОКе. По нашим прогнозам, до 2015 г. компания будет вынуждена ежегодно тратить примерно $452 млн (14 млрд руб.) на инвестиции в основные средства. Даже с учетом благоприятной динамики цен на минеральные удобрения и значительных темпов роста производства компания не может финансировать собственные проекты из своих будущих доходов
- Мы полагаем, что в качестве дополнительных мер по управлению долговой нагрузкой Группы возможна реализация разрешений на разведку в Канаде в провинции Саскачеван (калий) в 2015-16 гг. Лицензии оцениваются примерно в $150-165 млн, но если новгородская корпорация не будет производить геологоразведку или дальнейшую разработку этих калийных месторождений, она может получить дополнительный доход в размере до 7 % капитализации
- С целью поддержания комфортного уровня долговой нагрузки Группой было принято решение реализовать часть пакета акций ОАО Уралкалий на сумму 5,5 млрд руб

Юлия Ониксимова, аналитик аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1281) j.oniximova@bfa.ru
Александр Глушко, стажер аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1280) a.glushko@bfa.ru

(около $170 млн). Продажа акций была осуществлена на открытом рынке по средней цене 170,1 рублей за акцию. Таким образом, доля ОАО Акрон в уставном капитале ОАО Уралкалий снизилась с 2,88% до 1,77%

- В четвертом квартале Группа приняла решение о сокращении программы капитальных затрат на 2013 г. с $600 млн до $450 млн, что связано, в первую очередь, с переносом сроков реализации калийного проекта в Пермском крае с целью его более планомерного развития. Данное решение было подкреплено внесением изменений в лицензию и продлением сроков начала добычи хлористого калия с 2017 г. на 2021 г. Мы считаем, что это весьма целесообразно, при условии необходимости снижения долговой нагрузки компании и обвала цен на калийном рынке. Глубина залегания калия на Верхнекамском месторождении калийных солей составляет порядка 350-400 м, добыча предполагает высокий уровень капвложений на тонну добывающих мощностей. В сложившейся ситуации на рынке калийного сырья, учитывая высокую себестоимость добычи, выгоднее приобретать данный вид сырья на стороне

Драйверы роста

- Наращивание объемов добычи фосфатных руд на месторождении «Олений Ручей» (Запуск II очереди - ГОКа «Олений Ручей» и увеличение добычи апатитового концентрата на 1 млн т в год в 2015 г.)
- Рост объемов производства и реализации за счет увеличения мощностей по карбамиду на 15%
- Рост объемов производства и реализации за счет увеличения мощностей по аммиаку и модернизации оборудования (ввод агрегата «Аммиак-IV» в 2015 г.)
- Рост потребления удобрений в 2014 г. на 1,8% до 182 млн т. До 2017 г. спрос на азот, фосфор и калий будет увеличиваться стабильными темпами как за счет увеличения промышленного спроса, так и благодаря спросу со стороны сельхоз производителей
- Запуск госпрограммы поддержки АПК по закупкам минеральных удобрений в 2013 г.

ВАЛЮТНАЯ СТРУКТУРА ДОЛГА



Риски

- Большая часть выручки и кредитных обязательств Акрона выражена в иностранной валюте, в то время как основная часть расходов номинирована в рублях. Вследствие этого колебания валютных курсов способны оказать существенное воздействие на финансовые показатели компании
- Активная инвестиционная деятельность Группы, связанная с реализацией сразу нескольких проектов по строительству новых производств и разработке месторождений полезных ископаемых, требует значительных финансовых средств. Возможные трудности с привлечением заемного капитала,

Юлия Ониксимова, аналитик аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1281) j.oniximova@bfa.ru
Александр Глушко, стажер аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1280) a.glushko@bfa.ru

а так же рост процентных ставок по уже привлеченным и новым кредитам могут оказать негативное влияние на финансовые показатели и выполнение инвестиционной программы

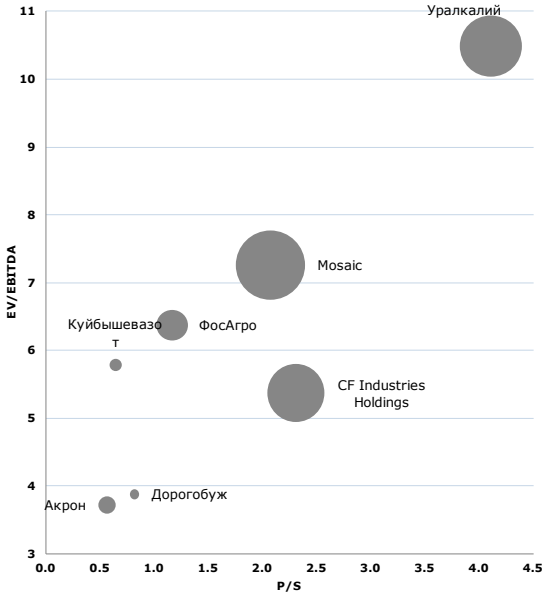
- Неблагоприятное воздействие предприятия на окружающую среду вследствие аварийных ситуаций и изменения экологического законодательства могут привести к возникновению дополнительных обязательств и издержек
- Обострение конкуренции из-за ввода новых производств и использование дешевого газа зарубежными регионами, в частности, компаниями Ближнего Востока способны привести к сокращению доли продаж Группы на зарубежных рынках, что отразится в значительном сокращении выручки компании

Оценка методом DCF

Наша оценка стоимости компании основывалась на прогнозе изменения цен на минеральные удобрения и строилась с учетом операционных и финансовых результатов, продемонстрированных компанией за 2012 г. по МФСО. Для целей прогноза будущих денежных потоков мы исходили из следующих предположений:

- учитывая, что цены на минеральные удобрения в 2013 г. находились вблизи локальных минимумов, выручка компании продемонстрировала снижение, однако продажа части пакета акций ОАО Уралкалий должна компенсировать снижение посленалоговой операционной прибыли. На 2014-2017 гг. среднегодовой рост цен на минеральные удобрения прогнозируется на уровне 3%
- долгосрочная инвестиционная программа компании до 2015 г. была утверждена в 2005 г., однако в 4кв13 она была пересмотрена и сокращена до $433 млн на 2013 г., на 2014-2015 гг. изменений внесено не было, таким образом объем инвестиций должен составить $457 млн и $243 млн соответственно. Инвестиционная программа на 2015-17 гг. до сих пор не утверждена и находится в статусе пересмотра, поэтому мы прогнозируем объем капитальных вложений на уровне $229 млн и $261 млн соответственно
- мы предполагаем, что компания продолжит направлять на дивиденды 30% от чистой прибыли ежегодно
- ожидаем, что 38% объема капвложений будет финансировано за счет заемных средств
- долгосрочный рост денежного потока мы закладываем на уровне 2,5%

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ПО МУЛЬТИПЛИКАТОРАМ EV/EBITDA И P/S



Сравнительный анализ

- Согласно оценке по мультипликаторам, Акрон торгуется существенно дешевле как отечественных производителей минеральных удобрений, так и зарубежных
- По нашим прогнозам, существует риск, что бумаги Акрона не смогут отыграть потенциал в 69%. В первую очередь это связано с низкой ликвидностью акций эмитента и высокой долговой нагрузкой

Юлия Ониксимова, аналитик аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1281) j.onixiimova@bfa.ru
Александр Глушко, стажер аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1280) a.glushko@bfa.ru

Приложение
ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И ПРОГНОЗЫ, $ МЛН

	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
Консолидированная выручка	1533,6	2032,3	2341,3	2224,6	2398,1	2577,3	2584,9
Себестоимость реализации	-914,8	-1101,3	-1331,5	-1414,4	-1613,1	-1668,2	-1738,5
Валовая прибыль	618,8	931,0	1009,9	810,3	785,0	909,1	846,4
Валовая маржа	40%	46%	43%	36%	33%	35%	33%
Коммерческие и административные расходы	-143,2	-142,1	-180,3	-169,6	-181,5	-192,7	-192,0
Транспортные расходы	-181,9	-204,6	-222,3	-224,7	-244,0	-265,4	-268,0
Операционная прибыль	286,8	858,4	616,6	595,3	362,2	530,4	461,3
Операционная маржа	19%	42%	26%	27%	15%	21%	18%
EBITDA	336,1	644,9	656,0	485,9	458,7	559,1	501,2
Маржа EBITDA	22%	32%	28%	22%	19%	22%	19%
Сальдо внереализационных доходов и расходов	7,3	-9,5	51,4	47,1	49,5	47,1	44,9
Налог	-62,5	-161,4	-134,9	-119,4	-76,0	-109,4	-95,6
Чистая прибыль за период	206,0	631,4	489,3	469,3	298,8	430,0	375,7
Маржа чистой прибыли	13%	31%	21%	21%	12%	17%	15%
Модель DCF							
NOPLAT	353,8	704,5	471,2	322,8	290,8	363,6	311,9
Амортизация	1495,6	1917,0	1970,0	2510,0	2863,0	3245,0	3674,0
Инвестиции в ОС (CAPEX)	179,0	369,0	519,0	433,0	457,0	243,0	229,0
Изменение рабочего капитала	78,7	193,9	1034,2	-625,3	304,4	-0,2	76,2
Свободный денежный поток (FCFF)	145,2	201,1	-1017,1	596,1	-376,7	223,8	116,7
Дисконтированный денежный поток (DCF)	-	-	-	596,1	-347,1	190,0	91,3

Юлия Ониксимова, аналитик аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1281) j.oniximova@bfa.ru
Александр Глушко, стажер аналитического отдела тел.: +7 (812) 458-54-54 (доб.1280) a.glushko@bfa.ru

Инвестиционная компания БФА

197101, Санкт-Петербург,
Петроградская наб., д. 36, лит. А, б/ц «Линкор»
Тел.: +7 (812) 329 81 81 (основной)
Факс: +7 (812) 329 81 80
info@bfa.ru
www.broker.bfa.ru

Отдел брокерских операций

прямой +7 (812) 329 81 99

Иванов Николай доб. 1888
Начальник отдела n.ivanov@bfa.ru

Трафимов Павел доб. 1899
специалист p.trafimov@bfa.ru

Клиентский отдел client@bfa.ru

прямой +7 (812) 329 81 71

Щекина Елена доб. 1874
начальник отдела e.schekina@bfa.ru

Кросс Анна доб. 1887
специалист a.kross@bfa.ru

Карабанова Арина доб.1873
специалист a.karabanova@bfa.ru

Банк БФА

197101, Санкт-Петербург,
Петроградская наб., д. 36, лит. А, б/ц «Линкор»
Тел.: +7 (812) 458-54-54 (основной)
Факс: +7 (812) 458-54-54
mail@bfa.ru
www.bank.bfa.ru

Аналитический отдел research@bfa.ru

Моисеев Алексей доб. 1286
заместитель начальника отдела a.moiseev@bfa.ru

Жданов Дмитрий доб. 1241
ведущий аналитик d.zhdanov@bfa.ru

Новожилов Яков доб. 1222
аналитик j.novozhilov@bfa.ru

Ониксимова Юлия доб. 1281
аналитик j.oniximova@bfa.ru

Прудникова Людмила доб. 1154
специалист по финансовому моделированию l.prudnikova@bfa.ru

Глушко Александр
стажер a.glushko@bfa.ru

Отдел продаж прямой +7 (812) 326 93 61

Кирко Константин доб. 1337
начальник отдела k.kirko@bfa.ru

Отдел рынков акций

прямой +7 (812) 329 81 92

Недумов Дмитрий доб.1092
начальник отдела d.nedumov@bfa.ru

Широков Станислав доб. 1053
трейдер s.shirokov@bfa.ru

Отдел товарных рынков

прямой +7 (812) 329 81 98

Народовый Роман доб. 1144
начальник отдела r.narodovyy@bfa.ru

Казанцев Сергей доб. 1168
трейдер s.kazantsev@bfa.ru

Настоящий документ подготовлен аналитическим отделом ОАО «Банк БФА» и носит исключительно информационный характер. Все оценки и мнения, высказанные в отчете, представляют собой независимое суждение аналитиков на дату выхода отчета. Вознаграждение авторов отчета ни прямым, ни косвенным образом не увязано с представленными в отчете точками зрения. ОАО «Банк БФА» оставляет за собой право изменять высказанные оценки и мнения в любое время без предварительного уведомления. Информация, содержащаяся в отчете, получена из источников, признаваемых нами достоверными, однако не существует никаких гарантий, что указанная информация является полной и точной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и точная. Мы оставляем за собой право не обновлять информацию на основе новых данных либо полностью отказаться от ее освещения. ОАО «Банк БФА» и его сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с инвестиционными инструментами, упомянутыми в настоящем отчете. ОАО «Банк БФА» проводит внутреннюю политику, направленную на предотвращение потенциальных конфликтов интересов. ОАО «Банк БФА» и его сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.

© Открытое акционерное общество «Банк БФА»