

Целевая цена акции: \$53.6  
Потенциал роста: 38%  
Рекомендация: ПОКУПАТЬ

**Акрон (AKRN)** – вертикально-интегрированная компания, один из лидеров российского сектора производителей удобрений. Стратегия развития компании предполагает увеличение собственной сырьевой базы и сокращение зависимости от сторонних поставщиков, а также поддержание диверсифицированной клиентской базы.

За прошедшие три недели акции Акрона на Московской бирже подешевели примерно на 13%. Поводом к коррекции вниз стали условия контракта Беларуськалия на поставку сырья в Китай – цена повысилась на 3% год-к-году, меньше, чем ожидали участники рынка. На Китай приходится 22% выручки Акрона, и в цене акций компании отразились опасения, что условия договора Беларуськалия с КНР окажут давление на цены по контрактам других поставщиков. Мы считаем, что наблюдаемая коррекция вниз представляет собой хорошую возможность для включения акций Акрона в инвестиционный портфель. Хотя изменение переговорных позиций Китая на рынке удобрений, действительно, может негативно повлиять на динамику выручки Акрона, в текущих котировках акций компании, по нашим оценкам, не учтены перспективы расширения производства.

Акрон придерживается практики выплат 50% чистой прибыли по международным стандартам в виде дивидендов. В случае сохранения этой практики, дивиденды по итогам 2014 года (исходя из нашего прогноза по чистой прибыли компании) могут составить 178 руб. на акцию, что подразумевает ожидаемую дивидендную доходность 7.9%. Вопросы о дивидендах по итогам 2014 года и из прибыли прошлых лет включены в повестку дня годового собрания акционеров Акрона, назначенного на 21.05.15.

**Сильные стороны:**

- диверсифицированная клиентская база, ориентированность на экспорт;
- перспективы увеличения собственной ресурсной базы и расширения производства;
- вертикально-интегрированная структура, включающая сегмент логистики и дистрибуции;
- стабильный дивидендный поток.

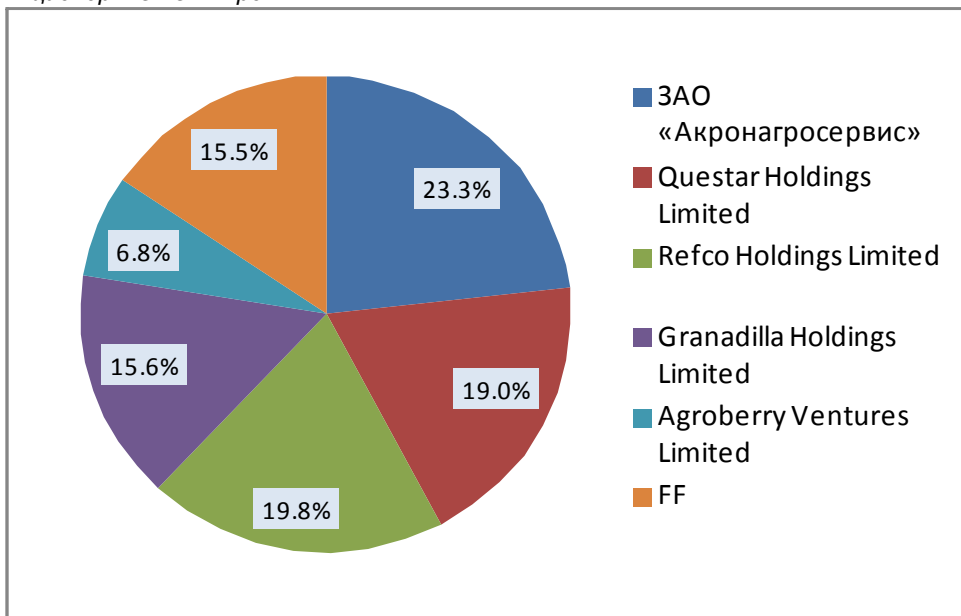
**Источники риска:**

- долговая нагрузка (чистый долг к EBITDA = 2.6, 76% долга – в долларах США);
- «охлаждение» китайской экономики;
- нестабильная ситуация на Украине (основной рынок Акрона в СНГ, но не более 7% в выручке);
- необходимость инвестиций в разработку месторождений в Канаде с неопределенными сроками и объемами ввода мощностей.

## Акции

Уставный капитал ОАО «Акрон» (головная компания группы) разделен на 40 млн. 534 тыс. обыкновенных акций номинальной стоимостью 5 руб. Акции компании торгуются на Московской бирже под тикером AKRN, расписки на акции – на Лондонской фондовой бирже (одна расписка соответствует десяти акциям).

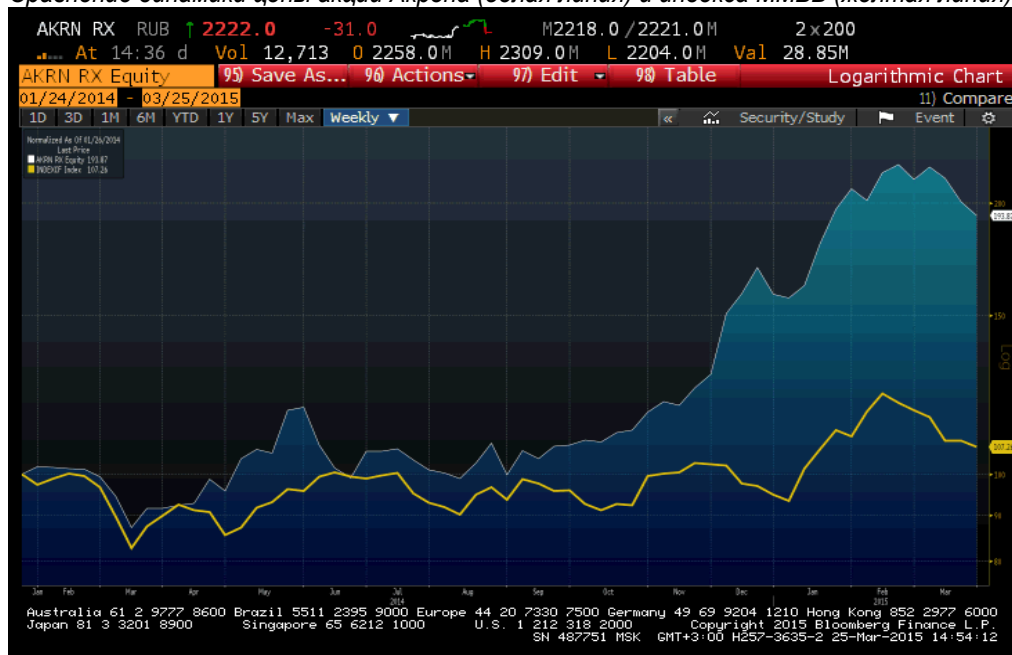
### Акционеры ОАО «Акрон»



Источник: данные компании

Структура акционерного капитала компании формально сравнительно диверсифицирована, доля акций в свободном обращении составляет, по нашим оценкам, не менее 15%. Конечным бенефициаром компании, предположительно, является Вячеслав Кантор (гражданин Израиля).

### Сравнение динамики цены акций Акрона (белая линия) и индекса ММВБ (желтая линия)

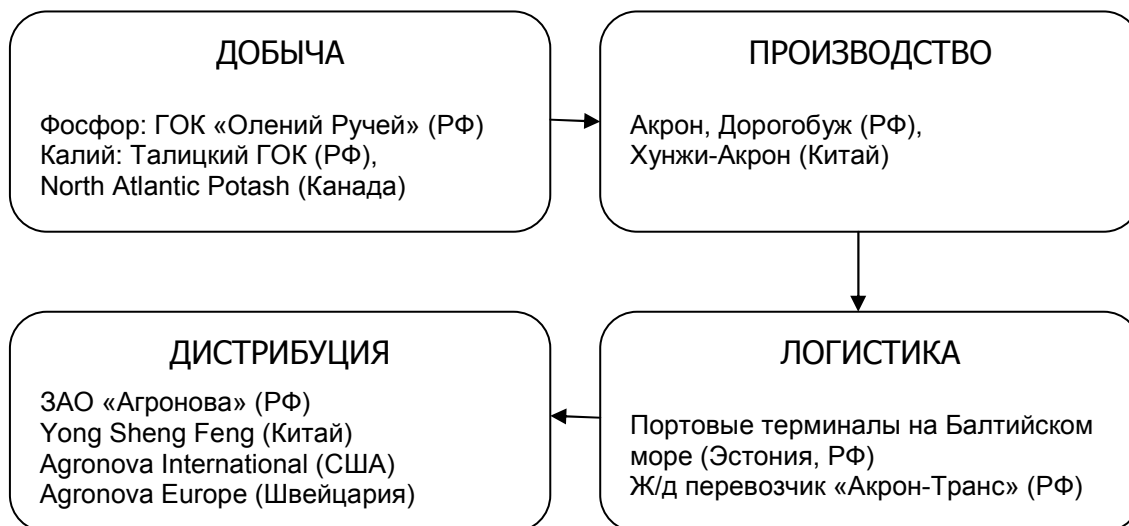


Источник: Bloomberg

Цена акций Акрона на Московской бирже в течение нескольких недавних месяцев росла опережающими темпами по отношению к индексу ММВБ, однако в последние дни наметилась коррекция вниз, поводом к которой стали условия контракта на поставку удобрений в Китай, заключенного Беларускалием.

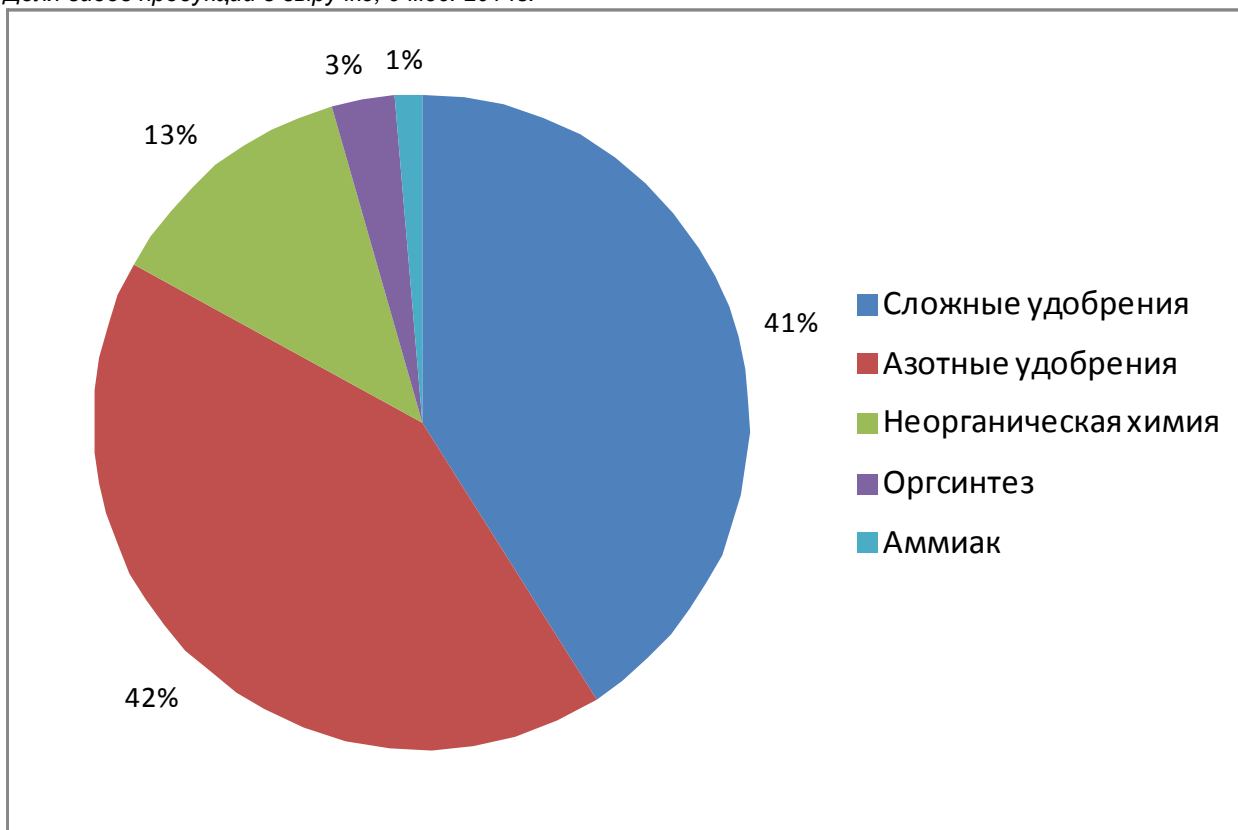
### Структура бизнеса и производство

Акрон поддерживает вертикально-интегрированную бизнес-модель, объединяя активы в сегментах добычи сырья, химического производства, логистики и дистрибуции. С 2013 года Акрон полностью обеспечивает собственные потребности в фосфатном сырье и начал поставлять апатитовый концентрат сторонним потребителям.



Основные виды продукции Акрона – азотные удобрения, сложные удобрения (NPK), аммиак (в основном для внутреннего потребления).

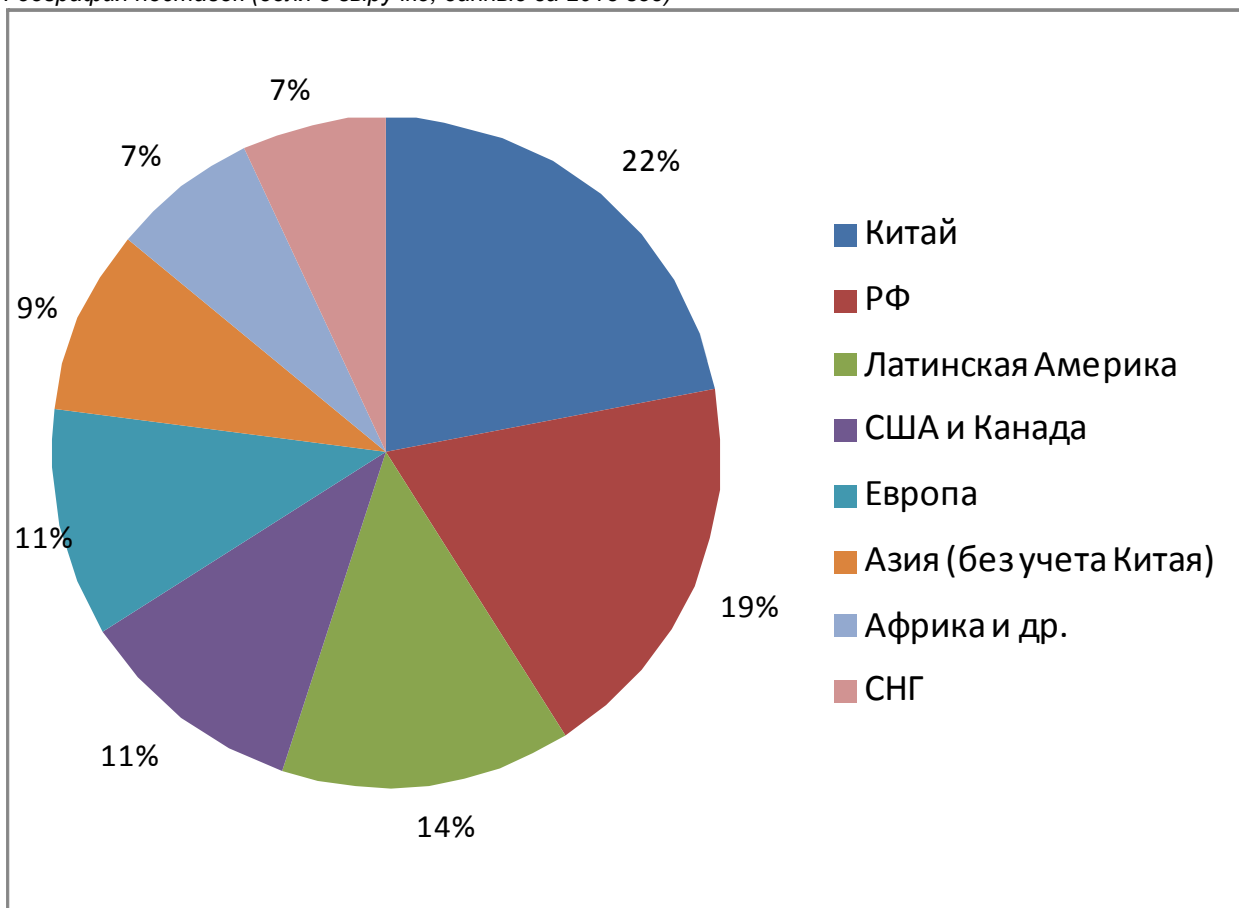
Доля видов продукции в выручке, 9 мес. 2014г.



Источник: данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»

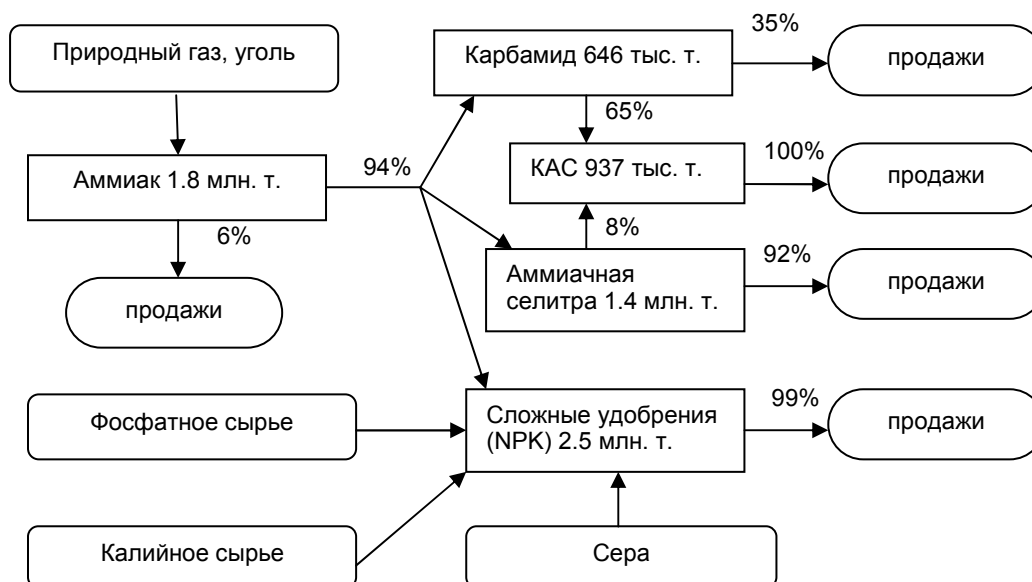
Продукция поставляется в 65 стран, основные рынки сбыта: Россия, Китай, Латинская Америка (Бразилия, Перу, Колумбия, Мексика).

География поставок (доля в выручке, данные за 2013 год)



Источник: данные компании

Схема производства (указаны оценки объемов за 2014 год):



Источники: данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»

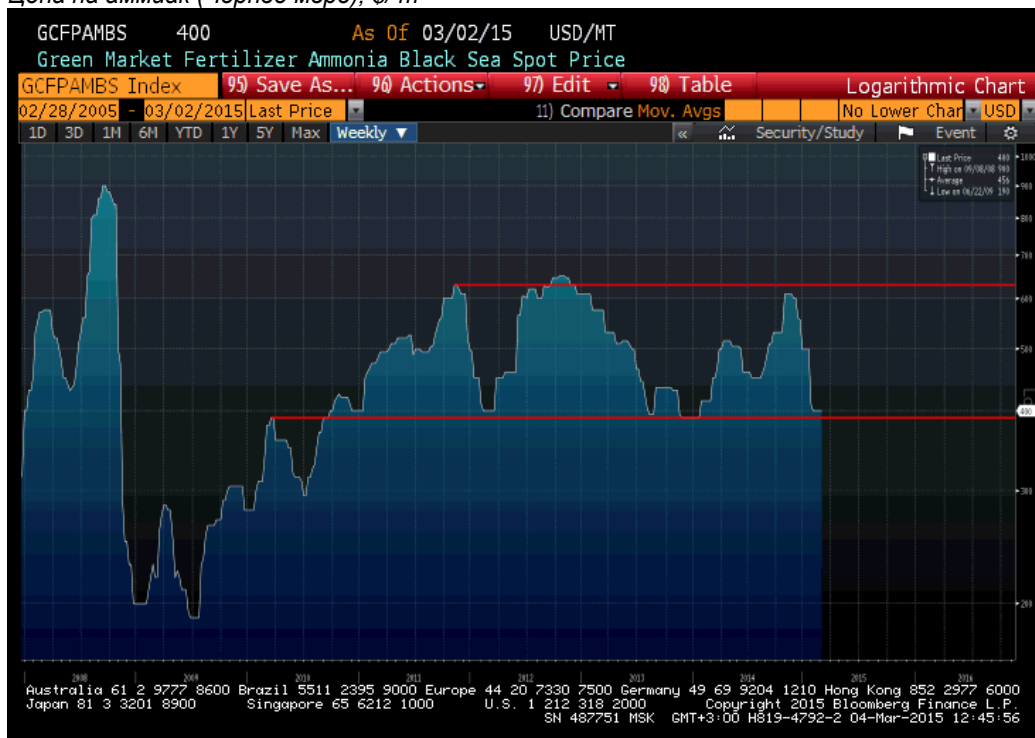
Планы компании по расширению производственных мощностей:

Аммиак – установка «Аммиак-4», запуск в 2015г., прибавка мощности: 700 тыс. тонн в год.  
 Апатитовый концентрат – ГОК «Олений ручей» (2-я очередь), 2016-2017гг., 1 млн. тонн в год.  
 Калий – Талицкий ГОК, 2021-2023гг., 2 млн. тонн.

## Рынок удобрений

В течение нескольких лет цены на удобрения изменяются преимущественно в широких консолидационных диапазонах (с сезонным снижением зимой и восстановлением весной-летом). Так, данные Green Markets показывают, что цена аммиака в течение прошедших четырех лет оставалась в рамках широкого диапазона с границами вблизи \$400 за тонну и \$600 за тонну. В настоящее время цены находятся вблизи нижней границы диапазона, в ближайшие месяцы возможен сезонный рост (оживление спроса перед посевной).

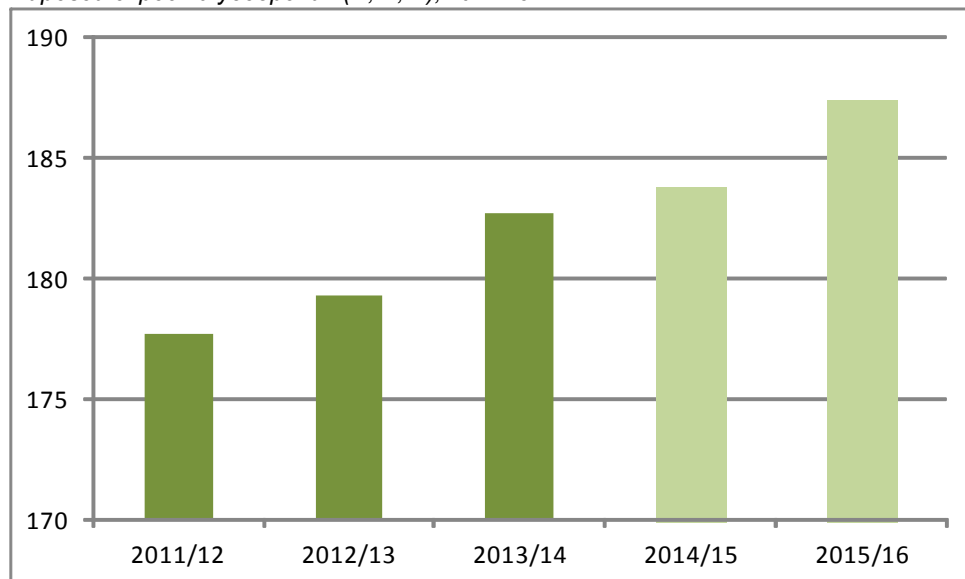
Цена на аммиак (Черное море), \$/t



Источник: Green Markets, Bloomberg

Международная ассоциация производителей минеральных удобрений (IFA) ожидает роста мирового спроса на удобрения (азотные, фосфатные, калийные) на 0.6% в 2015 году и на 2.0% в 2016 году. Однако IFA замечает, что ввод новых мощностей и увеличение загрузки существующих мощностей может привести к увеличению предложения удобрений и оказать давление на цены.

Мировой спрос на удобрения (N, P, K), млн. тонн



Источник: IFA

Положение на рынке сельскохозяйственных культур является фактором влияния на спрос на удобрения. В течение прошедшего года и в начале текущего года цены на сельхоз-продукцию находились под давлением. IFA ожидает сохранения в силе факторов давления на цены, а именно, роста соотношения запасов к потреблению и увеличения объемов посева (за счет хороших погодных условий в Северном полушарии). Тем не менее, средний прогноз, по данным Bloomberg, предполагает рост цен на пшеницу на 4% в 2015 году, на 8% - в 2016 году.

*Консенсус-прогноз цен на сельхоз-культуры (в центах за бушель)*

	Текущая цена	2015	2016	2017	2018
Пшеница	539	560	582	632	641
Кукуруза	389	396	418	450	н.д.

*Источник: Bloomberg*

## Финансы

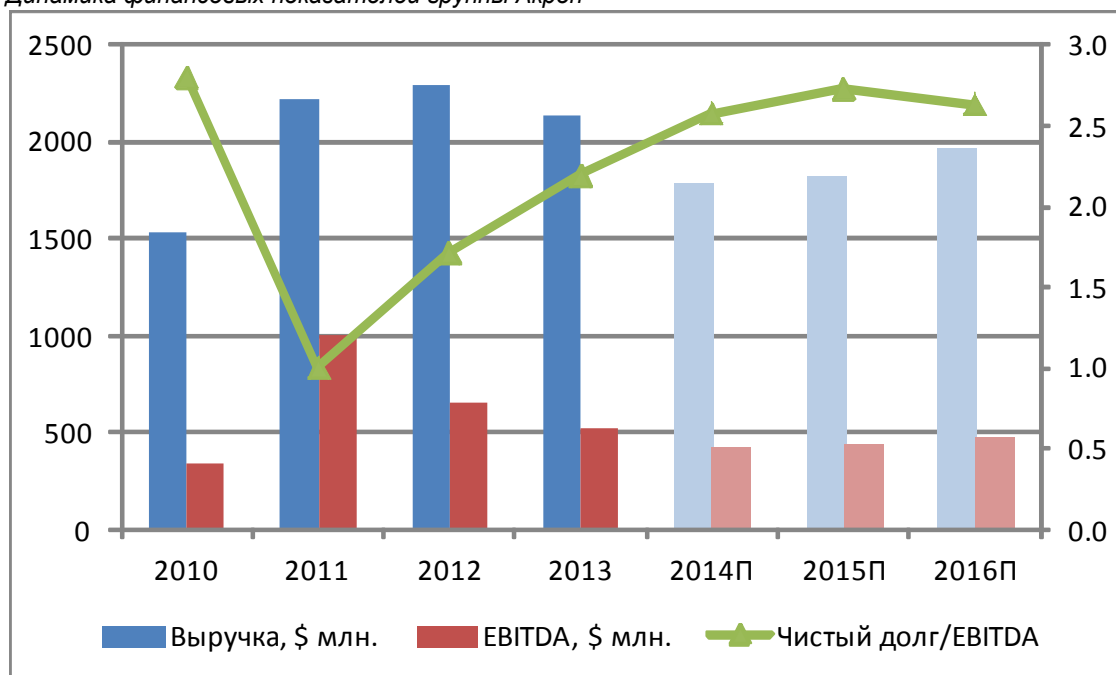
*Финансовые показатели группы Акрон (МСФО)*

	2010	2011	2012	2013	2014П	2015П	2016П
<b>Выручка, \$ млн.</b>	1539	2226	2289	2131	1791	1819	1965
<b>ЕБИТДА, \$ млн.</b>	337	1005	656	519	433	440	475
<b>Чистая прибыль, \$ млн.</b>	184	624	457	384	286	291	314
<b>Чистый долг, \$ млн.</b>	932	1050	1123	1138	1114	1200	1250

*Источники: данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»*

Мы ожидаем сохранение тенденции к сокращению выручки Акрона по итогам 2014 года. К факторам, негативно влияющим на выручку, следует отнести нестабильную ситуацию на Украине и замедление роста китайской экономики (которое уже негативно повлияло на условия контракта КНР с Беларусьюкалием). Однако мы прогнозируем небольшое повышение выручки по итогам 2015 года и ускорение роста выручки в 2016 году за счет ввода новых производственных мощностей (установка «Аммиак-4»). Надо заметить, что наш прогноз выглядит консервативным в сравнении с консенсус-прогнозом Bloomberg, который предполагает выручку Акрона выше \$2 млрд. уже по итогам 2015 года. Наш прогноз по чистой прибыли и ЕБИТДА Акрона на 2015-2016гг. основан на (консервативном) предположении рентабельности 16% и 24% соответственно.

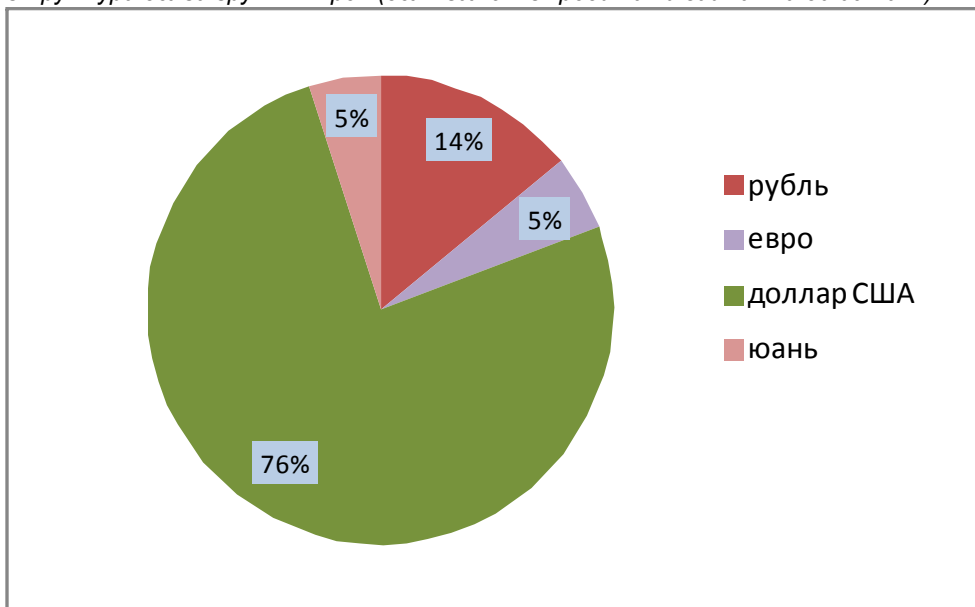
*Динамика финансовых показателей группы Акрон*



*Источники: данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»*

Ослабление рубля по итогам 9 месяцев 2014 года в целом негативно повлияло на выручку Акрона в долларовом выражении, но влияние динамики курса рубля не однозначно: примерно три четверти продукции Акрон поставляет на экспорт (не считая стран СНГ) по контрактам, в которых цена зафиксирована в иностранной валюте. Вместе с тем, существенная часть долговой нагрузки компании приходится на кредиты и займы в долларах США.

Структура долга группы Акрон (доля валют в кредитах и займах на 30.09.2014)



Источники: данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»

### Оценка – сравнительный анализ

Мы сравнили Акрон с зарубежными компаниями – производителями минеральных удобрений. Оценка проводилась по коэффициентам EV/S, EV/EBITDA и P/E с весами 40%, 40% и 20% соответственно. К итоговой оценке мы применили дисконт 35% отражающий премию за риск по российским бумагам и премию за различие в размерах между Акроном и компаниями-аналогами.

Акрон и мировые аналоги

Компания	Тикер	МСар, \$ млн.	Чистый долг, \$ млн.	Выручка, \$ млн.	EBITDA, \$ млн.	Чистая прибыль, \$ млн.	EV/S	EV / EBITDA	P/E
Syngenta	SYNN VX	31795	2667	15134	2470	1619	2.3	14.0	19.6
Potash Corp	POT CN	29662	4030	7115	2846	1536	4.7	11.8	19.3
Mosaic	MOS US	18343	1458	9056	2063	1029	2.2	9.6	17.8
Agrium	AGU CN	16584	4249	16042	1705	714	1.3	12.2	23.2
CF Industries	CF US	14910	2596	4743	2759	1390	3.7	6.3	10.7
Yara Intl.	YAR NO	14741	1579	15067	2375	1209	1.1	6.9	12.2
Saudi Arabian Fertilizer Co	SAFCO AB	13466	-437	1188	886	846	11.0	14.7	15.9
K+S	SDF GR	5991	469	5248	1201	548	1.2	5.4	10.9
<b>Среднее</b>		<b>18187</b>	<b>2076</b>	<b>9199</b>	<b>2038</b>	<b>1111</b>	<b>2.2</b>	<b>9.9</b>	<b>16.4</b>
Акрон	AKRN	1552	1114	1791	433	286	1.5	6.2	5.4

Источники: Bloomberg, данные компаний, оценки ИФ «ОЛМА»

Наша итоговая оценка справедливой капитализации Акрона составляет \$2175 млн. или \$53.6 за акцию, что подразумевает потенциал роста 38% к текущей рыночной цене.

## Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Малый Каретный переулок, 7/1

Москва, Россия, 127051

+7-495-960-3121

[www.olma.ru](http://www.olma.ru)

## Управление торговых операций

Николай Григорьев  
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1618  
E-mail: [nng@olma.ru](mailto:nng@olma.ru)

Роман Рассадин  
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1606  
E-mail: [rar@olma.ru](mailto:rar@olma.ru)

## Управление брокерского обслуживания

Антон Коновалов  
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1231  
E-mail: [konovalov@olma.ru](mailto:konovalov@olma.ru)

Владимир Владимиров  
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1264  
E-mail: [vladimirov@olma.ru](mailto:vladimirov@olma.ru)

## Аналитическое управление

Антон Старцев, CFA  
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1226  
E-mail: [sav@olma.ru](mailto:sav@olma.ru)

## © 2015 Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Настоящая информация предназначена исключительно для сведения клиентов ИФ «ОЛМА». Настоящая информация не может восприниматься как предложение или рекомендация относительно покупки или продажи ценных бумаг. Настоящая информация составлена на основе публичных источников, которые признаны надежными, и за достоверность и/или полноту предоставленной информации ИФ «ОЛМА» ответственности не несет. Все суждения, выраженные в настоящем материале, актуальны на дату его выпуска, указанную в материале. ИФ «ОЛМА» не берет на себя обязательств по регулярному обновлению материала или исправлению выявленных ошибок. ИФ «ОЛМА», ее партнеры или ее сотрудники могут владеть объектами инвестиций, упомянутыми в настоящем материале, и могут время от времени приобретать или избавляться от них. Ни ИФ «ОЛМА», ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении убытков и ущерба любого рода, полученных на основании использования настоящей информации.

Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ИФ «ОЛМА».