



ФосАгро (ПО РЫНКУ)

Рынок акций
8 июня 2023

Рекомендация пересмотрена с "ВЫШЕ РЫНКА" до "ПО РЫНКУ": Рост цен на удобрения исчерпал себя в качестве краткосрочного драйвера акций; прогноз финансовых показателей и доходности для акционеров пересмотрен в сторону понижения.

Мы понизили рекомендацию по акциям ФосАгро (PHOR) с (ВЫШЕ РЫНКА; 7 514 тыс. руб. на акцию) до (ПО РЫНКУ; 6 343 тыс. руб. на акцию) по достижении нашей прогнозной цены и потенциала роста и совокупной доходности для акционеров на уровне 21% с начала года. Акции компании пользовались спросом среди инвесторов и выглядели лучше относительно динамики российского рынка на фоне сильной отчетности и привлекательных дивидендов. В связи с изменением динамики цен на удобрения в негативную сторону мы пересмотрели прогноз по финансовым показателям компании и присвоили акциям рейтинг ПО РЫНКУ. Наша оценка основана на среднем прогнозе по EBITDA, чистому долгу и прибыли за 2023-24 годы, мультипликаторах 5,5x по EV/EBITDA и 8x по PE в соотношении 50/50%. Акции ФосАгро, которые исторически торговались с дисконтом по отношению к мировым производителям удобрений, до сих пор были устойчивы к негативным тенденциям на глобальном рынке, что, как мы считаем, связано с обособленностью российского рынка. Акции компании остаются качественной инвестицией в секторе приемлемым уровнем долговой нагрузки, уверенным присутствием на рынке удобрений и значительным опытом успешной реализации проектов органического роста. Дата закрытия реестра по дивидендам за 1K23 назначена на 11 июля. Мы ожидаем, что акции ФосАгро могут скорректироваться на краткосрочном горизонте в отсутствие позитивных драйверов.

Перспективы рынка удобрений:

Цены на фосфатные удобрения снизились почти на 40% г/г и составляют менее 500 долларов за тонну для DAP на базисе FOB Балтика. Цены на азотные удобрения скорректировались еще ниже. Карбамид торгуется на 50% ниже относительно уровней прошлого года по 300-350 долларов за тонну. Мы видим, что цены на удобрения находятся под давлением следующих фундаментальных факторов:

- **Сырьевые рынки «переварили» риски предложения в связи с российско-украинским конфликтом**, начавшимся в 2022 году. В то время как продовольственная безопасность продолжает быть в топе политической повестки стран, мы видим, что экспорт удобрений в целом не пострадал, хотя и столкнулся с санкционными ограничениями, негативно влияющими на логистику и платежную инфраструктуру. То же самое относится и к торговым потокам по с/х сырью: срок действия зерновой сделки с Украиной истекает 17 июля, в то же время ожидания высокой урожайности в 2023 году оказывают давление на фьючерсы на товары сельскохозяйственной группы.
- **Текущие уровни цен также отражают снижение давления с точки зрения себестоимости:** В то время как производители в целом справились с инфляцией, текущие цены на сырье для производства удобрений больше не обосновывают рост цен с точки зрения затрат. Цены на природный газ, который остается ключевой производной удобрений азотной группы, продолжают снижаться ниже уровня, предшествующему конфликту, на фоне избытка предложения и погодных условий. Мы предполагаем, что текущие цены на фосфорные удобрения достигли уровня себестоимости затрат для маргинальных производителей, и ожидаем стабилизации цен на этом уровне.
- **Чего можно ожидать дальше:** На фоне значительного снижения цен на удобрения мы видим, что доступность удобрений для сельхозпроизводителей растет, что должно поддержать объемы продаж, и материализовать положительный эффект отложенного спроса. При этом цены на с/х сырье остаются на исторически высоких уровнях за счет устойчивого спроса и низких уровней переходящих запасов. Краткосрочным негативным драйвером является рост объемов экспорта удобрений из Китая. Согласно таможенной статистике, экспорт карбамида и DAP/MAP из Китая в январе-апреле 2023 года вырос на 27% г/г на фоне послаблений со стороны правительства. Фундаментальные показатели долгосрочного спроса на удобрения остаются сильными: посевные площади в мире растут, а фермерам необходимо поддерживать нормы внесения для обеспечения урожайности. При этом рост мощностей в сегменте фосфатных удобрений на ближайшем горизонте не предвидится. →Продолжение на следующей странице

Рекомендация/ РЦ

Тикер	PHOR
Рейтинг	ПО РЫНКУ
Цена закрытия	7 424
Расчетная цена OLD	7 514
Расчетная цена NEW	6 343
Потенциал роста/снижения	-15%

Источник: Investing, Альфа-Банк
Цена закрытия на 6 июня

Динамика акций



Источник: Investing, Альфа-Банк

Прогноз финансовых показателей

РУБ	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Выручка	420 488	569 527	435 706	444 908
EBITDA	191 810	257 879	184 026	179 072
Ч. прибыль	129 651	184 766	97 171	106 994
Ч. долг	153 718	180 338	188 871	155 866
EPS, РУБ/акц	1 001	1 427	750	826
DPS, РУБ/акц	558	1 098	729	505
EV/Выручка	1,8	1,8	2,6	2,5
EV/EBITDA	4,0	3,9	6,3	6,3
PE	4,7	4,8	9,9	9,0
ЧД/EBITDA	0,8	0,7	1,0	0,9
Див.дох-ть*	12%	16%	10%	7%
Доход-ть по СДП	13%	13%	9%	9%

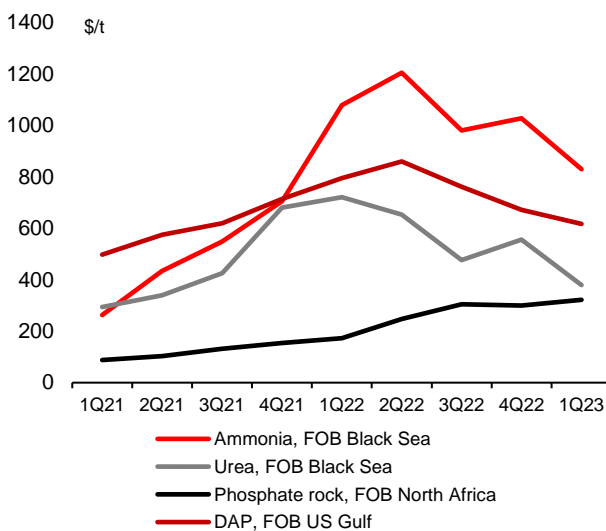
Источник: данные компании, Альфа-Банк
*на основе объявленных дивидендов за календарный период



Обзор финансовых показателей:

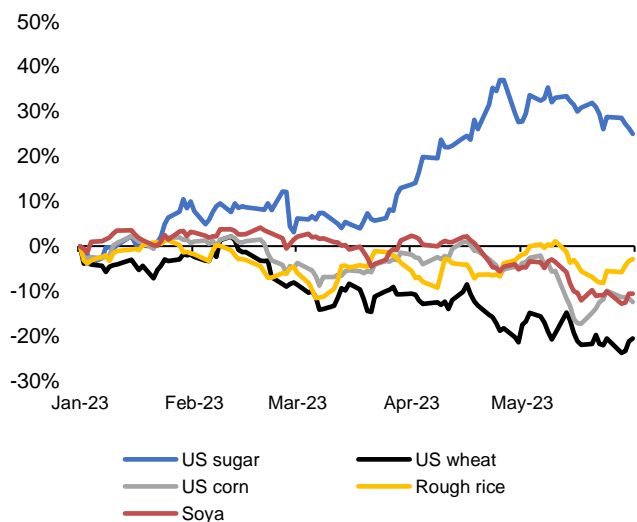
После ралли цен на удобрения в 2022 году, и на фоне роста объемов продаж, EBITDA ФосАгро выросла на 39% г/г по итогам года до уровня 267 млрд рублей, а свободный денежный поток (СДП) достиг 141 млрд рублей, продемонстрировав рост на 81% г/г. В 1К23 динамика финансовых показателей развернулась на фоне изменения ценового тренда, в то время как скорректированный показатель EBITDA снизился на 44% г/г. СДП остался сильным на уровне 43 млрд рублей, что позволило Совету Директоров рекомендовать дивиденды за 1К23 в размере 264 рублей на акцию, что предполагает дивидендную доходность в размере 3,5%. Отношение чистого долга к EBITDA на конец 1К23 составляло умеренные 0,7х. На 2023 год мы прогнозируем снижение EBITDA на 29% г/г до 184 млрд рублей, а отношение чистого долга к EBITDA на уровне 1х. Компания продолжает платить экспортную пошлину, негативный эффект от которой снижается в связи с коррекцией цен на удобрения на мировых рынках. Компания также подпадает в список компаний по уплате разового сбора государству (windfall tax), который мы оценили в размере 5% от разницы доходов за 2021-22 и 2018-19 годы. Мы консервативно оцениваем перспективу выплаты дивидендов по итогам 2К23 в связи с планом капитальных затрат и общей ситуации на рынках удобрений.

Рис. 1: Динамика цен на удобрения, \$/т



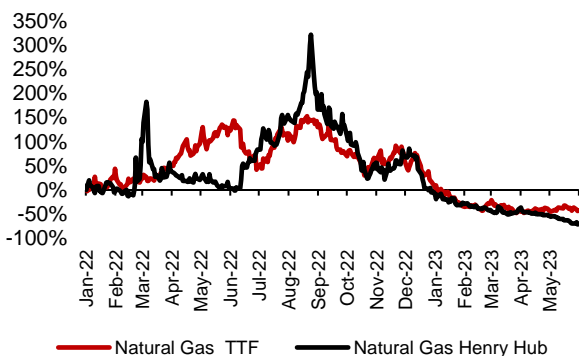
Источник: Yara, Index Mundi, Альфа-Банк

Рис. 2: Цены на с/х сырье на сравнительной основе



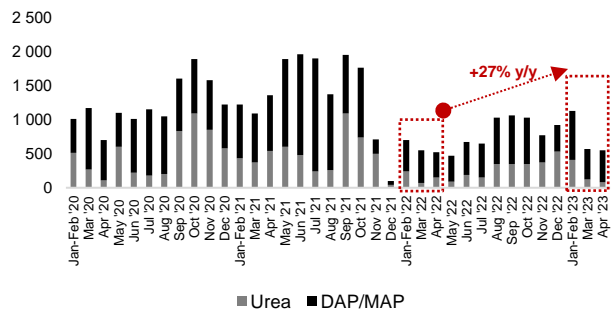
Источник: Investing, Альфа-Банк

Рис. 3: Цены на газ на сравнительной основе



Источник: Investing, Альфа-Банк

Рис. 4: Экспорт удобрений из Китая, тыс. т



Source: Customs of China, Investing, Альфа-Банк

→Продолжение на следующей странице

Аналитический отдел research@alfabank.ru Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

Рис. 5: Сравнительные мультипликаторы мировых производителей удобрений

	Цена, \$	МКАП, \$ млн	EV/Sales			EV/EBITDA			PE		
			FY21	FY22	FY23E	FY21	FY22	FY23E	FY21	FY22	FY23E
Россия											
PhosAgro	91,2	11 811	1,8x	1,8x	2,6x	4,0x	3,9x	6,3x	4,7x	4,8x	9,9x
Зарубежные производители											
Mosaic	33,2	11 039	0,7x	1,1x	1,0x	2,3x	3,2x	4,4x	3,1x	2,8x	6,3x
Israel Chemicals	5,6	7 186	1,1x	1,4x	1,3x	2,9x	3,6x	4,9x	3,1x	3,1x	6,7x
K+S	16,3	3 126	0,4x	0,8x	0,6x	13,9x	1,8x	2,2x	2,0x	2,0x	5,7x
SQM de Chile	68,5	18 477	0,6x	1,2x	0,7x	1,2x	2,1x	1,5x	4,7x	4,8x	5,7x
Intrepid Potash	19,9	262	1,2x	1,9x	1,7x	3,0x	4,3x	8,2x	3,3x	3,2x	28,5x
CF Industries	63,9	12 448	1,0x	1,6x	1,4x	1,7x	3,1x	3,2x	3,7x	3,5x	7,6x
Yara International	38,0	9 669	0,7x	0,6x	0,9x	3,4x	3,1x	6,2x	3,5x	3,7x	8,8x
Maaden	17,0	41 806	2,6x	4,5x	3,1x	5,6x	9,3x	8,7x	16,8x	15,2x	36,1x
FMC Corp	107,4	13 434	2,8x	3,1x	2,6x	11,2x	12,5x	10,4x	14,3x	14,4x	13,9x
Nutrien	55,4	27 458	1,1x	1,4x	1,4x	3,0x	4,2x	5,6x	3,9x	3,7x	8,1x
Incitec Pivot	2,0	3 814	1,1x	1,4x	1,2x	3,7x	4,4x	5,2x	5,3x	5,7x	8,4x
Средневзвешенные значения по зарубежным производителям			1,4x	2,2x	1,8x	4,4x	5,5x	6,0x	7,1x	7,1x	16,0x

Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

**Альфа-Банк Рынок акций**

Ул. Каланчевская, 27 Москва, Россия 107078
+7 (495) 795-3712

Начальник дирекции Ценных бумаг Михаил Грачев
+7 (495) 7857404 mgrachev@alfabank.ru

Начальник управления Акции Вячеслав Савицкий
+7 (495) 783 5101 vsavitskiy@alfabank.ru

Управление аналитики по рынку акций**Начальник отдела**

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Макроэкономика

Наталья Орлова, Ph.D. norlova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3677

Ирина Ростовцева IRostovtseva@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 3071)

Стратегия

Джон Волш jwalsh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

Металлы и горная добыча

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Юлия Толстых

yatolstyh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8681)

Нефть и Газ

Никита Блохин NBlokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Торговые операции и продажи (Москва)**Продажи**

Александр Зоров azorov@alfabank.ru
+7 (495) 745-5621

Торговые операции

Артем Белобров abelobrov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4618)

Финансы, Потребительский

Евгений Кипнис ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

TMT, Сельское и Лесное хоз-во

Анна Курбатова akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Транспорт

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Никита Блохин NBlokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Юлия Толстых yatolstyh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8681)

Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев didorofeev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

Полина Орехова

porekhova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8903)

РЕПО

Олег Морозов omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 6972)

Альфа Директ

+7 (495) 786-4886

© Альфа-Банк, 2023 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.