

[Введение](#)

[О компании](#)

[Общие факты](#)

[История компании](#)

[Суть бизнеса](#)

[Операционные показатели](#)

[Финансовые показатели](#)

[Ситуация в секторе](#)

[Сравнение с конкурентами](#)

[Выводы](#)

Друзья, всем привет! Меня зовут Кира Юхтенко, и это программа "Распаковка" от команды проекта InvestFuture. Каждую неделю мы разбираем по косточкам одну компанию, чтобы понять, насколько она интересна для долгосрочных инвестиций.

Введение

В новостях мы то и дело слышим, что цены на удобрения растут по всему миру и уже превысили уровни 2008 года, а в России с 1 декабря на полгода вводятся ограничения на экспорт удобрений.

Самое время разобраться, что происходит на рынке удобрений и как все эти факторы скажутся на бизнесе ведущих компаний отрасли. Предлагаю сегодняшний выпуск нашей "Распаковки" посвятить крупнейшему российскому производителю удобрений — компании Фосагро. Давайте посмотрим, как она себя чувствует и не пришло ли время приглядеться к ее акциям.

А для начала, как обычно, вспомним основные факты о герое нашей сегодняшней "Распаковки".

О компании

Общие факты

Название и тикер	ФосАгро (PHOR)
Сектор	Производство удобрений

Капитализация	753 млрд. рублей
Сотрудники	17 600 человек
Выручка за 12 месяцев	351 млрд руб.
Прибыль за 12 месяцев	100,8 млрд руб.
Дивидендная доходность	Около 12%

Итак, ФосАгро — это российская вертикально-интегрированная компания, лидер по поставкам всех видов удобрений на внутренний рынок и один из ведущих мировых производителей фосфорсодержащих удобрений.

В компании работает более 17,5 тысяч сотрудников, а её капитализация превышает 750 миллиардов рублей. Основные акционеры Фосагро — Андрей Гурьев и его семья.

Adorabella AG (семья Андрея Гурьева)	23,35 %
Chlodwig Enterprises AG (семья Андрея Гурьева)	20,31 %
Владимир Литвиненко	20,98 %
Евгения Гурьева	4,82 %
Прочие акционеры	30,54 %

Структура акционеров Фосагро. Источник - данные компании [Акции компании ФосАгро \(phosagro.ru\)](http://phosagro.ru)

Чтобы понять, как компания вышла на лидерские позиции, давайте сразу вспомним основные моменты её истории.

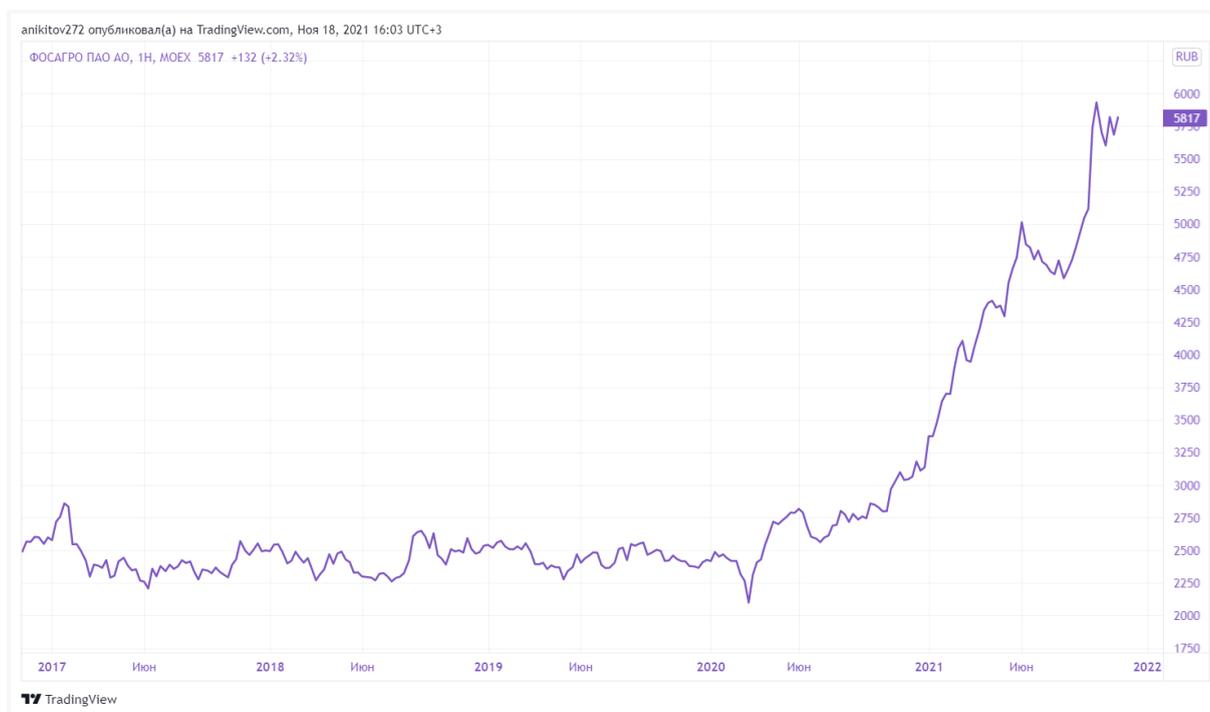
История компании

Отсчет своей истории Фосагро ведет с 2001 года. В то время в России существовала ассоциация потребителей апатитового концентрата, которая называлась “Фосагро”. На её базе и была создана одноименная компания. Её основным владельцем стал Андрей Гурьев.

В середине 2011 года Фосагро провела IPO на Лондонской фондовой бирже, в ходе которого было размещено 10% акций, принадлежавших Андрею Гурьеву.

Позже, в период с 2013 по 2017 год, компания провела еще два вторичных публичных размещения (SPO). В результате в свободном обращении оказалось 30% всех акций компании.

За последние пять лет бумаги Фосагро выросли на 135%. Основной рост пришелся на 2020-2021 годы.



Динамика акций Фосагро за 2017-2021 гг., руб.

<https://www.tradingview.com/x/5lhO0YMi/>

На новость о том, что с 1 декабря Россия на полгода ограничивает экспорт азотсодержащих удобрений, акции российских представителей отрасли отреагировали резким снижением. Бумаги Фосагро в этой ситуации упали на 4%, но быстро отыграли падение, потому что руководство компании заверило, что эти ограничения не ухудшат её финансовые и операционные результаты.

Можно ли доверять этим заявлениям менеджмента? Мы не поймем это, пока не изучим структуру и особенности бизнеса Фосагро.

Давайте этим и займемся.

Суть бизнеса

Как я уже сказала, ФосАгро — это вертикально-интегрированная компания. Это означает, что она сама добывает сырье, сама его перерабатывает, сама производит из продуктов переработки удобрения и сама же распространяет готовую продукцию при помощи собственной логистической цепи и широкой сети продаж. ФосАгро владеет складами, вагонами-минераловозами и даже двумя портовыми терминалами.

Про такие компании говорят, что они “контролируют всю цепочку производства и реализации своей продукции”.

Давайте для начала посмотрим, из продажи каких продуктов формируется выручка компании.

Продукт	% от выручки
Фосфорные удобрения	71%
Азотные удобрения	13%
Концентрат	6%
Прочее	10%

Подпись: Структура выручки Фосагро. Источник - данные компании

Источник - презентация компания по результатам 3 квартала 2021 года ([Отчеты и результаты \(phosagro.ru\)](https://phosagro.ru))

https://docs.google.com/spreadsheets/d/1vMjMq7wZt4M_IS1lo07yd9UTEyCv_GGV_ZiEbWbzdPik/edit#gid=0

На первом месте в этом списке, конечно, стоят фосфорные удобрения. Фосфор – необходимый элемент питания для всех растений. Без достаточного количества фосфора растения не могут нормально расти и плодоносить. К этому сегменту также относятся комплексные удобрения, которые содержат не только фосфор, но и калий, азот и серу. В общей сложности на это направление приходится примерно 70% всей выручки Фосагро.

Далее идут азотные удобрения. Азот также необходим для хорошей урожайности, он нужен растениям на всех этапах их жизни. Азотные удобрения приносят Фосагро около 15% доходов.

На третьем месте по доле выручки стоит апатитовый концентрат. Это основное сырье для производства удобрений. Кроме того, он используется в производстве моющих средств, зубной пасты, в пищевой промышленности. Поскольку Фосагро сама добывает сырье для производства, часть этого сырья она продает другим производителям, и это приносит ей еще 6% выручки.

ФосАгро поставляет свою продукцию не только российским потребителям, но и за рубеж — всего в 102 страны мира. В целом поставки на экспорт обеспечивают компании 70% выручки. Таким образом, большую часть выручки Фосагро получает в иностранной валюте. Самые важные зарубежные рынки для компании — это Южная Америка и Европа. На каждый из них приходится четверть продаж Фосагро.

Страны	Процент выручки	от
Россия	30%	
Южная Америка	26%	
Европа	25%	
Северная Америка	7%	
Африка	4%	
Индия	4%	
СНГ	3%	
Азия	1%	

Подпись: География продаж Фосагро. Источник: данные компании

Источник - финансовый отчет за 9 месяцев 2021

[Инвесторам ФосАгро: акции, облигации, дивиденды, отчетность \(phosagro.ru\)](https://phosagro.ru)

https://docs.google.com/spreadsheets/d/1vMjMq7wZt4M_IS1lo07yd9UTEyCv_GGVZiEbWbzdPik/edit?usp=sharing

А теперь посмотрим, как меняются с течением времени главные показатели бизнеса Фосагро, растут они или падают.

Начнем с показателей объема производства.

Операционные показатели

Операционные отчеты компании показывают, что в последние несколько лет она из года в год наращивала производство удобрений всех видов, причем рост выпуска не прекращался даже в 2019-2020 годах — в период циклического спада цен на удобрения.

	2017	2018	2019	2020	2021 LTM
Фосфорные удобрения (млн. тонн)	6,61	6,85	7,26	7,58	7,61
Азотные удобрения (млн. тонн)	1,73	2,12	2,25	2,4	2,38
Концентрат (млн. тонн)	10,54	11,05	11,69	11,7	11,57

Подпись: Объемы выпуска продукции Фосагро. Источник: данные компании

Операционные показатели. Источник - операционные отчеты компании ([Отчеты и результаты \(phosagro.ru\)](#))
[Фосагро - Google Таблицы](#)

Такая тактика позволила компании еще больше увеличить прибыли на пике цикла и порадовать акционеров щедрыми дивидендами. Но о дивидендах мы еще поговорим, а пока перейдем к финансовым показателям.

Финансовые показатели

Выручка Фосагро до 2020 года росла в среднем на 12% в год — главным образом, за счет увеличения объемов производства. При этом чистая прибыль у компании стабильностью не отличалась, и это понятно: когда поставки в основном идут на экспорт, очень многое зависит от валютных курсов. Вдобавок большая часть долга компании номинирована в долларах США, что приводит к постоянным переоценкам его размера.

	2017	2018	2019	2020	2021 LTM
Выручка (млрд. руб)	181,3	233,4	248,1	253,9	351,4

Чистая прибыль (млрд. руб)	25,3	22,1	49,4	16,9	100,8
----------------------------	------	------	------	------	-------

Подпись: Финансовые показатели Фосагро. Источник: данные компании
Финансовые показатели. Источник - финансовые отчеты компании ([Отчеты и результаты \(phosagro.ru\)](#))
[Фосагро - Google Таблицы](#)

Также отмечу, что в 2020 году у компании довольно резко вырос свободный денежный поток, но при этом перестали расти объемы производства. Это объясняется завершением крупных капитальных затрат на расширение производства.

	2017	2018	2019	2020	2021 LTM
Свободный денежный поток (млрд. руб)		20,5	28,3	42,5	57,8

Подпись: Свободный денежный поток Фосагро. Источник: данные компании
Финансовые показатели. Источник - финансовые отчеты компании ([Отчеты и результаты \(phosagro.ru\)](#))
[Фосагро - Google Таблицы](#)

Ну а в этом году все финансовые показатели компании очень сильно прибавили благодаря росту цен на удобрения. Так, по результатам 3 квартала выручка Фосагро выросла на 64% год к году, EBITDA увеличилась более чем вдвое, а маржинальность по EBITDA приблизилась к 50%, что для производителя удобрений очень высокая планка.

	2020	2021 LTM
Выручка (млрд. руб)	253,9	351,4

EBITDA (млрд. руб)	84,3	148,7
Маржинальность по EBITDA	33,20%	42,30%

Подпись: Динамика финансовых показателей. Источник: данные компании

Долговую нагрузку компании низкой не назовешь, однако Фосагро держит ее под контролем. Как отмечается в заявлениях менеджмента компании, для нее комфортен уровень долга, при котором показатель чистый долг/EBITDA не поднимается выше двух.

	2017	2018	2019	2020	2021 LTM
Чистый долг (млрд. руб)	120	135,3	131,6	156,9	123,3
Чистый долг/EBITDA	2,4	1,8	1,74	1,86	0,83

Подпись: Чистый долг Фосагро. Источник: данные компании

Финансовые показатели. Источник - финансовые отчеты компании ([Отчеты и результаты \(phosagro.ru\)](#))

[Фосагро - Google Таблицы](#)

Ну а теперь, друзья, когда мы с вами познакомились с бизнесом Фосагро, самое время оценить её позиции на рынке. Но для начала давайте охарактеризуем общую ситуацию в секторе производителей минеральных удобрений.

Ситуация в секторе

Потребление удобрений в мире постоянно растет. Даже пандемия COVID-19 не смогла этому помешать. Да и как иначе? Ведь в производстве продуктов питания без применения удобрений никак не обойтись (рис. 4)

Сезон	15-16	16-17	17-18	18-19	19-20	20-21	21-22
Объем мирового потребления удобрений (млн. тонн)	186,2	187,8	190	186,8	189,8	193,5	195,6

Подпись: Мировое потребление удобрений. Источник: International Fertilizer Association

Мировое потребление удобрений. Источник - стратегический отчет <https://ar2020.phosagro.ru/strategic-report/market-review/trends-global-fertilizer-market>

Однако даже сильный рост спроса не объясняет того взлета, который показали цены на удобрения за последний год .

Вот лишь пара примеров. Цены на одно из основных азотных удобрений — приллированный карбамид — в этом году выросли с прошлогодних 218 долларов до 442 долларов за тонну. Таким образом, рост составил 103%.

Цена на фосфорное удобрение моноаммонийфосфат выросла за тот же промежуток времени с 298 до 695 долларов за тонну, то есть на 133%.

	2020 1 кв.	2020 2 кв.	2020 3 кв.	2020 4 кв.	2021 1 кв.	2021 2 кв.	2021 3 кв.
MAP (фосфорное удобрение), \$ за тонну	298	295	322	353	522	617	695
Приллированный карбамид (азотное удобрение), \$ за тонну	218	209	233	237	327	359	442

Подпись: Динамика цен на удобрения. Источник: CRU, ФосАгро

Динамика цен на удобрения. Источник - презентация к отчету за 3 квартал 2021 <https://www.phosagro.ru/upload/iblock/47c/47c08b87bd76319deeb157fd508c1aec.pdf>

[Фосагро - Google Таблицы](#)

Давайте разберемся, в чем причины такого резкого подорожания. А причин, как минимум, три.

Во-первых, высокая инфляция. Она сейчас отмечается по всему миру.

Во-вторых, значительный рост цен на газ в Европе и Азии. А природный газ, напомню, используется в производстве азотных удобрений. Из-за высокого роста цен на газ европейские производители удобрений были вынуждены остановить около 20% своих мощностей, чем создали дефицит на рынке.

Третья причина — ограничение экспорта удобрений со стороны Китая. Ну и, само собой, перебои в поставках и высокий сезонный спрос также вносят свою лепту в формирование цен на удобрения.

Долго ли будет продолжаться такая ситуация? Практически все эксперты сходятся во мнении, что нынешний экстремальный рост цен — временный и не продлится больше полугода. Это подтверждается и исторически: рынок удобрений, как и любой другой сырьевой рынок, отличается цикличностью, то есть периоды роста всегда сменяются периодами продолжительного падения.

Так, например, аналитики “ВТБ Капитал” считают, что ситуация с ценами на удобрения скоро нормализуется. Зимний пик спроса на газ пройдет, и цены на него скорректируются уже в первой половине 2022 года. Логистические цепочки восстановятся, склады наполнятся. Цены на удобрения начнут снижаться.

Согласно оптимистичному сценарию “ВТБ Капитал”, цены на фосфорные удобрения достигнут пика в 875 долларов за тонну во втором квартале следующего года, а затем начнется их затяжное снижение. Базовый сценарий предполагает, что пик цен будет не таким высоким, но оба сценария сходятся, что в 2025 году фосфорные удобрения будут стоить в среднем \$400 за тонну.

Исходя из этого, мы можем предположить, что ФосАгро уже недолго остается бить рекорды по выручке.

Ну а что у Фосагро с конкурентами?

Сравнение с конкурентами

На российском рынке отрасль производителей удобрений представлена всего двумя публичными компаниями: помимо Фосагро есть еще компания Акрон. Давайте сравним эти компании по мультипликаторам.

А для полноты картины включим в сравнение их иностранного конкурента компанию Mosaic — производителя калийных и фосфорных удобрений из США. Её акции доступны российским инвесторам на “СПБ Бирже”.

Сравнение показывает, что по мультипликаторам Фосагро торгуется чуть дешевле, чем Mosaic, и почти в два раза дешевле, чем Акрон. При этом рентабельность у него заметно выше, чем у обоих конкурентов. Поэтому, если выбирать российского производителя удобрений, выбор очевиден.

	Фосагро	Акрон	Mosaic
P/E	7,4	14,2	7,8
P/S	2,1	3,3	1,3
Чистый долг/EBITDA	0,83	1,4	2,2
EV/EBITDA	5,8	9,6	12,2
ROA	24,6 %	14,8 %	8,8 %
ROS	28,7 %	23,1 %	16,4 %

Подпись: ключевые мультипликаторы. Источник: InvestFuture
Сравнение производителей удобрений по мультипликаторам
[Фосагро - Google Таблицы](#)

Выводы

Друзья, наша “Распаковка” подходит к завершению. Пора переходить к выводам! Давайте еще раз перечислим основные плюсы и минусы компании Фосагро.

Плюсы	Минусы
Высокая рентабельность, растущие производственные мощности	Цикличность бизнеса и зависимость от цен на удобрения
Высокая дивидендная доходность	Переоценка валютного долга
Ориентированность на экспорт и широкая география продаж	Риск ограничений и пошлин

Фосагро — это сильная экспортно ориентированная компания со стабильно растущими финансовыми и операционными показателями и высокой рентабельностью.

При этом она еще и выделяется щедрыми дивидендами. Как обещала, остановлюсь на этом моменте подробнее.

	2017	2018	2019	2020
Дивиденд (руб. на акцию)	81	192	192	297

Дивиденды Фосагро. Источник: данные компании

Дивиденды Фосагро ([Дивидендная политика компании ФосАгро и выплаты дивидендов \(phosagro.ru\)](https://phosagro.ru))
[Фосагро - Google Таблицы](#)

2021 год уже порадовал акционеров Фосагро рекордными дивидендными выплатами. По итогам 3 квартала совет директоров компании рекомендовал направить на дивиденды 30,3 млрд рублей, что соответствует 234 рублям на одну акцию, то есть доходности в 4% всего за один квартал. По итогам 4 квартала дивиденды могут быть еще выше. Таким образом, по итогам года компания может выплатить более 700 рублей на акцию, что подразумевает годовую дивидендную доходность около 12%.

Но риски инвестирования в Фосагро тоже нужно четко осознавать. Еще раз подчеркну, что бизнес Фосагро отличается цикличностью, а сектор производства удобрений сейчас близок к пику очередного цикла.

Сейчас цены на удобрения находятся на максимумах, и российские производители за счет низкой себестоимости и высокой обеспеченности газом, как никто другой, выигрывают в этой ситуации.

Но уже скоро сектор может начать “остывать”, и это “охлаждение”, безусловно, скажется и на показателях Фосагро. Уже в ближайшие полгода-год рынок может перейти в затяжную коррекцию.

Таким образом, обдумывая покупку акций Фосагро, важно четко определить временной горизонт инвестирования. Сейчас у инвесторов есть реальные шансы заработать на кульминационном рывке цен на удобрения и, соответственно, на акциях их производителей. Но если вы собираетесь входить в сектор надолго, нужно быть готовыми к высокой волатильности и внимательно следить за ситуацией в отрасли.

Впрочем, не забывайте: все сказанное не стоит воспринимать как инвестиционную рекомендацию. Я лишь “распаковываю” активы и высказываю свое личное субъективное мнение, а решение, инвестировать в них или нет, принимаете только вы!

До встречи через неделю на телеканале РБК и ютуб-канале РБК Инвестиции! Подписывайтесь на каналы InvestFuture на Ютубе и в Телеграмме, чтобы не пропустить полезные материалы по инвестициям и личным финансам от нашей команды!