

Потенциальный рост стоимости:

+10% до конца января 2020 г.;
+25% до конца сентября 2020 г.

Дата открытия:

26.09.2019

Цена открытия акции:

2479 руб.

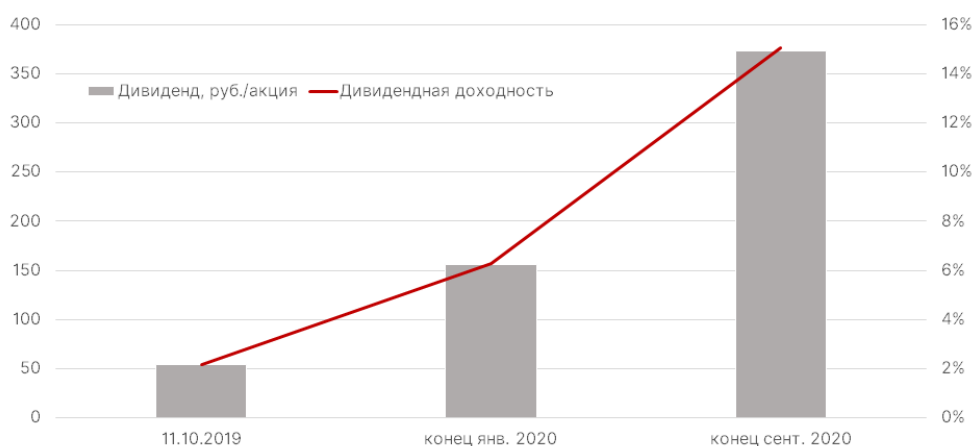
Целевой уровень цены акции:

2727 руб. до конца января 2020 г.;
3099 руб. до конца сентября 2020 г.

Текущая дивидендная доходность по акциям Фосагро составляет 2,2%, последняя дата покупки акций с дивидендом - 11 октября 2019 г. Наш прогноз следующего квартального дивиденда с учетом новой дивидендной политики предполагает еще 6,3% дивидендной доходности с датой закрытия реестра в январе 2020 г. Наконец, общая дивидендная доходность по акциям Фосагро в ближайшие 12 месяцев может составить около 15%, что является одним из самых высоких показателей на российском фондовом рынке (средний показатель 2018 г. составил 8,8%).

Наша консервативная оценка стоимости компании по методу дивидендных выплат предполагает 14%-ную потенциальную премию к текущей рыночной цене до конца 2019 г., а сравнение с аналогами - недооцененность в 21-24%. Исходя из этого, мы видим потенциал роста стоимости акций Фосагро в течение четырех месяцев на 10% (до 2727 руб./акция) и в течение 12 месяцев - на 25% (до 3099 руб./акция).

Расчет дивидендов, Фосагро



Источник: данные компании, оценка ITI Capital

Новая дивидендная политика

24 сентября совет директоров Фосагро утвердил новую дивидендную политику,

согласно которой размер дивидендов будет рассчитываться исходя из свободного денежного потока, а не из размера чистой прибыли компании*. При этом доля свободного денежного потока, направляемого на выплату дивидендов, будет зависеть от показателя чистый долг/ЕВITDA. При показателе чистый долг/ЕВITDA менее 1х доля выплат может превысить 75%, при показателе в диапазоне 1-1.5х - составит 50-75% потока, а при показателе более 1.5х - менее 50% свободного денежного потока, но не менее 50% чистой прибыли (верхняя граница дивидендных выплат в настоящее время).-

Согласно новой методике, дивиденд в 2018 г. мог бы быть на 16% ниже выплаченного, исходя из показателя чистый долг/ЕВITDA на уровне 1.8х и расчета дивиденда из 50% чистой прибыли.

В первом полугодии 2019 г. чистый долг/ЕВITDA Фосагро составил 1.3х, т.о. размер дивидендных выплат мог бы составить 50-75% свободного денежного потока, или 112-168 руб./акция, против 126 руб./акция, одобренных советом директоров (+33%, или 42 руб., при наиболее оптимистичном сценарии).

На наш взгляд, данный факт может быть учтен советом директоров компании при принятии решения о размере следующего квартального дивиденда. (Исходя из практики прошлых лет, принятие решения по дивидендам за третий квартал возможно в ноябре 2019 г. с предположительной датой закрытия реестра акционеров в январе 2020 г.) Согласно нашей оценке, размер дивиденда за третий квартал может составить 59-102 руб./акция при дивидендной доходности 2,4-4,4% сроком до конца января 2020 г. Таким образом, общий потенциальный дивидендный доход в течение ближайших четырех месяцев может составить 4,6-6,6%.

Наконец, наша оценка размера дивидендных выплат и доходности предполагает 15%-ную дивидендную доходность в ближайшие 12 месяцев.

**Мы предполагаем, что речь идет о показателях отчетности по МСФО, хотя сама компания не упоминает стандарты отчетности.*

млн руб.	2018	1П19	2019П
Финансовые показатели			
Выручка	233 430	130 433	260 866
ЕБИТДА	74 908	43 095	86 190
Рентабельность ЕБИТДА	32%	33%	33%
Чистая прибыль	41 748	32 945	65 890
Свободный денежный поток	21 263	29 059	49 530
Чистый долг	135 330	107 910	107 910
Чистый долг/ ЕБИТДА	1,8	1,3	1,3
Общая сумма дивидендов			
Старая методика, всего на дивиденды			
– 30% чистой прибыли	12 524	9 884	19 767
– 50% чистой прибыли	20 874	16 473	32 945
Новая методика, всего на дивиденды			
– 50% свободного денежного потока	10 632	14 530	24 765
– 75% свободного денежного потока	15 947	21 794	37 148
Дивиденд, руб./акция			
– 30% чистой прибыли	97	76	153
– 50% чистой прибыли	161	127	254
– 50% свободного денежного потока	82	112	191
– 75% свободного денежного потока	123	168	287
Выплаченный дивиденд, руб./акция	192	126	
Выплаченная общая сумма дивидендов	24 864	16 317	
% от чистой прибыли	60%	50%	
% свободного денежного потока	117%	56%	

Источник: данные компании, оценка ITI Capital

Оценка стоимости компании

Мы также рассчитали прогнозную стоимость акций компании исходя из модели дисконтирования дивидендных выплат, основываясь на собственных прогнозах Фосагро, представленных 25 сентября в Лондоне в ходе публикации Стратегии-2025: увеличении ЕБИТДА на \$450 млн к 2025 г., капитальных вложениях на 2020-2025 гг. на уровне \$3 млрд (с разбивкой по периодам) и предполагаемом отношении чистый долг/ЕБИТДА в диапазоне 1-1,5х.

Несмотря на очевидную спорность применения этого метода к российским компаниям, мы все же считаем данный результат заслуживающим внимания. На наш взгляд, при принятии решения об инвестициях зачастую инвесторы склонны "думать линейно", т.е. предполагать, что экономика будет расти всегда, например, на 2-3% в год, выручка компании - в том же диапазоне или превышать его, рентабельность будет постепенно улучшаться, долговая нагрузка снижаться (а люди будут жить вечно). К слову, этот же "линейный" подход применяется при построении любой модели дисконтированных денежных потоков.

Мы использовали в расчетах 18%-ную стоимость акционерного капитала (что является, безусловно, консервативным прогнозом) и 1%-ный постпрогнозный темп роста дивиденда. Полученная прогнозная цена акции Фосагро составила 2834 руб., что на 14% выше их текущей рыночной стоимости.

Руб./акция	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Прогнозный дивиденд	283	323	365	466	499	532	537
остаточный дивиденд	157						
дисконтированный дивиденд, конец 2019 года	144	274	262	284	257	232	
дисконтированный постпрогнозный дивиденд, конец 2019 года							1 381
Стоимость акционерного капитала	18%						
Рост дивидендов в постпрогножном периоде	1%						
Прогнозная цена акции	2 834						
Текущая цена акции	2 479						
Потенциальная премия к текущей рыночной цене	14%						

Источник: данные компании, оценка ITI Capital

Наконец, сравнение Фосагро с аналогами показывает 24%-ный дисконт цены акций к Акрону и 21% - к международным аналогам по прогнозному мультипликатору EV/EBITDA 2019 г.

Название	Капитализация, \$ млн	EV, \$ млн	EV/EBITDA 2019П	EV/EBITDA 2020П	P/E 2019П	P/E 2020П	ROE	ROA	Рост продаж г/г (%)
Фосагро	4 926,67	6 652,09	5,78	5,58	9,00	9,60	41,65	16,67	28,72
Акрон	3 060,49	4 551,55	7,61	6,96	9,23	8,74	47,60	14,19	14,54
Дисконт к Акрону			-24%	-20%	-3%	10%			
Nutrien	28 116,29	40 125,29	8,94	8,14	17,76	14,43	6,56	3,32	7,59
Mosaic	7 813,82	12 543,42	7,33	5,99	17,66	10,78	6,61	3,33	29,39
Israel Chemicals	6 264,95	8 926,04	6,99	6,75	11,62	10,73	14,05	5,98	2,55
Yara Int'l ASA	11 395,52	15 633,58	7,28	6,28	12,93	10,37	7,37	3,74	13,82
Медиана			7,30	6,51	15,30	10,76			
Дисконт к отрасли			-21%	-14%	-41%	-11%			

Источник: Bloomberg, оценка ITI Capital

Вывод

Исходя из вышесказанного, мы предлагаем акции Фосагро в качестве инвестиционной идеи на период четырех месяцев с потенциальным доходом 10% (до 2727 руб./акция) или на период 12 месяцев с доходностью 25% (3099 руб./акция).

Важно отметить, что наша оценка стоимости компании в основном базируется на ожидаемой дивидендной доходности, и не учитывает в полной мере потенциальный эффект от переоценки новой дивидендной политики инвесторами. В случае подтверждения Фосагро применения новой политики в максимальном объеме (например, при принятии решения о дивидендных выплатах за третий квартал), потенциальная премия к рынку на горизонте 12 месяцев может составить не 25%, а 40%.