

# Аммофос

Фосфор ускоряет рост

Россия  
Химия

	Выручка (\$ млн)	EBITDA (\$ млн)	Чистая прибыль (\$ млн)	P/S	EV/EBITDA	P/E
2006	516.9	67.1	26.9	2.6	18.8	49.4
2007П	780.1	225.8	143.9	1.7	5.6	9.3
2008П	1076.1	371.9	248.0	1.2	3.4	5.4

Аммофос – крупнейший российский производитель фосфорных минеральных удобрений. Мы провели переоценку акций компании, повысив прогноз цен на фосфорные удобрения, а также существенно увеличив прогноз затрат на серу. Согласно расчетам, цена акций компании составила \$222, что на \$12 выше нашей предыдущей индикативной оценки. Мы сохраняем рекомендацию “покупать” по отношению к акциям компании, считая ее одной из лучших идей во втором эшелоне на 2008 г.

- ▶ Аммофос выпускает следующие виды фосфорных удобрений: MAP (22% выручки), диаммонийфосфат - DAP (53.7%), тройные удобрения - диаммофоска и NPK 13-19-19 (12.7%). Большая часть продукции реализуется на экспорт (75% выручки).
- ▶ Компания является одним из центров прибыли группы ФосАгро, которая, по нашим оценкам, контролирует около 93% акций предприятия. Благодаря вхождению в группу, Аммофос не испытывает сложностей с сырьем – апатитовый концентрат поставляется с Апатита по долгосрочным контрактам, цена по которым в несколько раз ниже биржевой, а аммиак – с Череповецкого азота, также подконтрольного ФосАгро.
- ▶ Основным драйвером роста капитализации компании остается крайне благоприятная конъюнктура на рынке фосфорных удобрений, которая в долгосрочной перспективе должна сохраниться. По итогам 2007 г. у Аммофоса ожидаются рекордные финансовые показатели. EBITDA должна вырасти в 3.3 раза, чистая прибыль в 5.4 раза. В 2008–2009 гг. ожидается дальнейшее улучшение финансовых показателей, хотя и более медленными темпами.
- ▶ В рамках исследования мы пересмотрели прогноз по ценам на фосфорные удобрения, повысив рост среднегодового уровня отпускных цен Аммофоса с 17% до 33% и понизив динамику цен в последующие годы. При этом на мировом рынке среднегодовая цена в 2008 г. по сравнению с 2007 г. будет на 64% выше при сохранении цен на уровне конца 2007 г.
- ▶ Мы также существенно повысили прогноз цен на серу, которая является сырьем для компании, на фоне того, что ее основные поставщики хотят поднять цену в 2008 г. в 5 раз. Мы заложили более скромное повышение – 2.6 раза в 2008 г. и 1.5 раза в 2009 г. против старого прогноза роста цены на уровне 20%. Стоит отметить, что при сохранении роста цен на серу на старом уровне справедливая цена акций компании составила бы \$279.
- ▶ Среди возможных рисков инвестирования в акции компании стоит выделить: 1) смещение центра прибыли в сторону сырьевых “дочек”; 2) непрогнозируемый рост цен на прочее сырье – серу и сильвинит; 3) принудительный выкуп акций; 4) введение экспортных пошлин на удобрения.
- ▶ Несмотря на возможные риски, Аммофос остается сильно недооцененным по сравнению с зарубежными аналогами: EV/EBITDA 07 и P/E 07 у аналогов составляют 16–23 и 29–30 против 5.6 и 9.3 у Аммофоса.

## ПОКУПАТЬ

Текущая цена: **\$153.5**

Справедливая цена: **\$222**

Потенциал роста: **44.6%**

### Тикеры

RTS	ammo
MMBB	-
Bloomberg	ammo ru
Reuters	-
Количество акций в ADR/GDR	-

### Ликвидность

Спрэд	2.1%
Акции в обращении	7.0%

### Основные акционеры

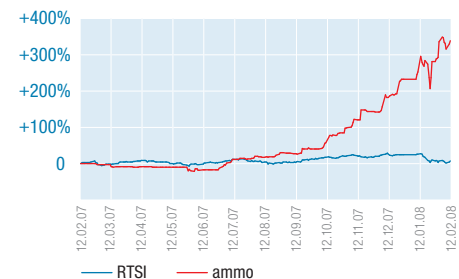
ФосАгро (прямо и косвенно)	93.0%
----------------------------	-------

### Структура капитала

Цена АО (\$)	153.5
Количество АО	8 670 460
Цена АП (\$)	-
Количество АП	-
Капитализация (\$ млн)	1330.9
Чистый долг (\$ млн)	-70.6
EV (\$ млн)	1260.3

### Динамика курса акций

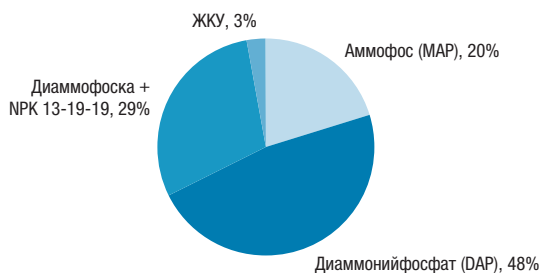
Максимум за 52 недели (\$)	153.5
Минимум за 52 недели (\$)	27.00



## Общие сведения о компании

Аммофос – крупнейший российский производитель фосфорных минеральных удобрений. В пересчете на 100%-ное содержание  $P_2O_5$  на долю компании приходится около 37% общероссийского выпуска фосфоросодержащих минеральных удобрений (данные компании). Основные виды выпускаемой продукции: аммофос (MAP), диаммонийфосфат (DAP), тройные удобрения - диаммофоска и NPK 13-19-19. Объем продаж удобрений компании в физическом весе последние три года держится у отметки 2.3 млн т.

### Объемы выпускаемой продукции по видам удобрений, 2007



Источник: данные компании

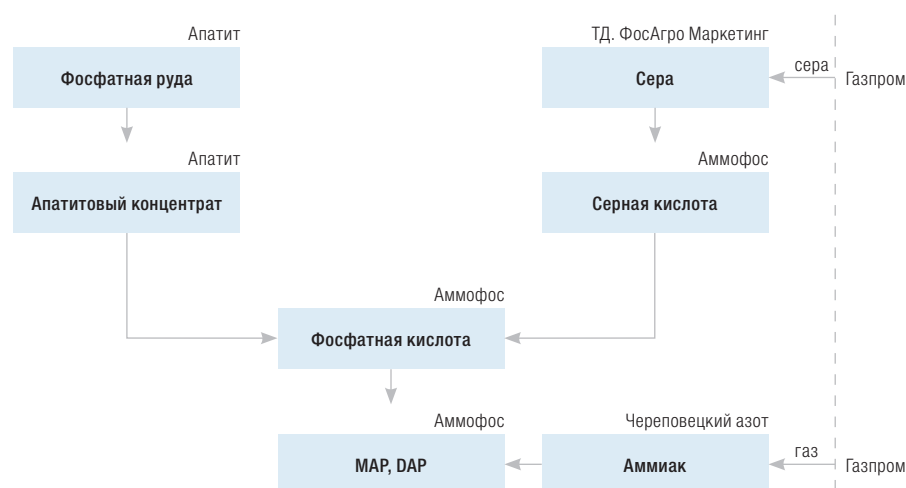
Аммофос является экспортоориентированной компанией: на внешние рынки поставляется 75% конечной продукции в физическом весе, что характерно для большинства российских производителей и связано с узостью российского рынка сбыта. На внутренний рынок компания поставляет в основном NPK-удобрения - 93% от всех продаж этого вида удобрений. Аммофос и Диаммонийфосфат идут в основном на экспорт. Внутри России компания продает 1-2% от всего производимого MAP и DAP

## Ключевое звено в структуре ФосАгро

Аммофос является одной из ключевых компаний агрохимического холдинга ФосАгро, являясь в его структуре конечным производственным звеном и одним из ведущих центров прибыли. Холдинг ФосАгро является вертикально-интегрированной структурой с полным циклом производства фосфорсодержащих минеральных удобрений. ФосАгро занимает первое место в Европе и второе в мире по производству фосфорсодержащих удобрений после американской Mosaic.

Все основное сырье Аммофос закупает у компаний, также входящих в структуру холдинга ФосАгро – Апатита (апатитовый концентрат) и Череповецкого азота (аммиак). Аммофос закупает у них сырье по относительно низким внутрироссийским ценам и реализует готовые удобрения по экспортным ценам. Более того, Череповецкий азот расположен на одной производственной площадке с Аммофосом, в результате чего стоимость аммиака для Аммофоса получается относительно низкой, поскольку не имеет транспортной составляющей.

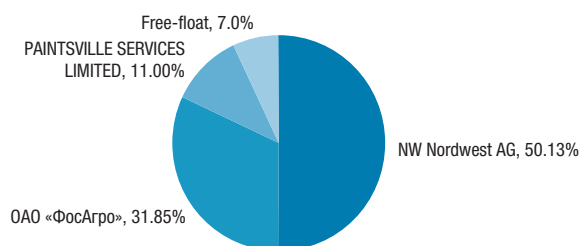
## Место Аммофоса в технологической цепочке ФосАгро



Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

По нашим оценкам, Холдинг Фосагро прямо и косвенно контролирует 93% голосующих акций компании. В свободном обращении находится не более 7%, что в денежном выражении при текущей капитализации составляет \$75 млн. Привилегированных акций у компании нет.

## Структура акционеров



Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

Доля акций в обращении является незначительной. Здесь кроется один из ключевых рисков инвестирования в акции компании. Для выставления требования о выкупе контролирующим акционером достаточно выкупить всего 2%, что эквивалентно \$15 млн., а также консолидировать акции на одной структуре.

Кроме того, стоит отметить, что Фосагро является одним из самых непрозрачных химических холдингов с рисками частичной потери контроля над входящими в него компаниями. В частности, государство пытается вернуть в государственную собственность 20% акций Апатита, а блокирующий пакет акций Череповецкого азота принадлежит структурам Газпрома, ранее заявлявшего о желании вернуть контроль над данным предприятием, которое он ранее потерял. Данная ситуация не позволяет Фосагро стремиться к открытости для инвесторов.

## Дивидендная политика

Компания выплачивает относительно низкие дивиденды. За последние 5 лет их размер не менялся и составлял 2.2 руб. на акцию. Размер дивидендных выплат не превышал 2.6%, а дивидендная доходность по акциям компании ниже 1%.

# РЫНОК

## Роль фосфорных удобрений в сельском хозяйстве

Фосфорные удобрения вместе с калийными и азотными относятся к одной из трех основных групп минеральных удобрений. Использование фосфорных удобрений приводит к увеличению урожая, ускоряет созревание растений, а также повышает их устойчивость к полеганию и засухе. При дефиците фосфора период созревания растений удлиняется. При хроническом дефиците фосфора некоторые овощи не успевают созреть даже до конца вегетации.

## Глобальный рынок минеральных удобрений

Глобальный рынок минеральных удобрений сейчас находится под действием следующих тенденций:

### Традиционные

- ▶ Рост населения планеты, главным образом за счет развивающихся стран, вызывает рост спроса на продукты питания.
- ▶ Сокращение доступных пахотных земель увеличивает потребность в повышении продуктивности остающихся земель.
- ▶ Снижение продуктивности и обезвоживание пахотных земель вызывает необходимость внесения удобрений для сохранения в них питательных веществ.

### Растущее население и уменьшение площадей, доступных для земледелия

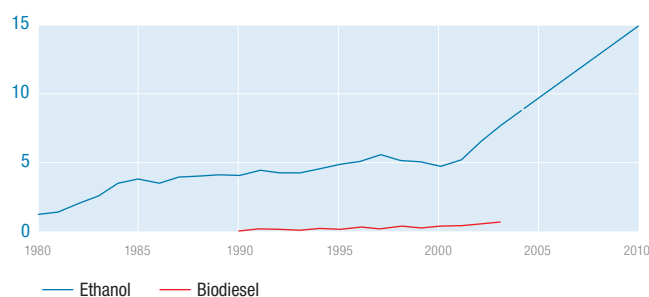


Источник: IFA

### Новые

- ▶ Усиление конкуренции за землю между биотопливом и продуктами питания.

### Мировое производство этанола и биодизеля



Источник: IFA

По последним прогнозам развития мирового рынка минеральных удобрений до 2010 г., представленным IFA, потребление удобрений продолжит расти высокими темпами – 2.2% ежегодно. В частности, рост потребления азотных удобрений ожидается на уровне 1.8%, фосфорных – 2.6% и калийных – 3.0%. Более высокий темп роста потребления фосфорных и калийных удобрений обусловлен тем, что в предыдущие годы намного быстрее росло потребление азотных удобрений. Это связано с тем, что азотные удобрения позволяли получать быстрый и существенный экономический эффект и поэтому пользовались повышенным спросом со стороны развивающихся стран. Поскольку в долгосрочной перспективе нормальная отдача от сельскохозяйственного использования земли возможна только при определенном постоянном соотношении всех удобрений, то, соответственно, сейчас наблюдается повышенный спрос на калийные и фосфорные виды удобрений.

В отношении калийных и фосфорных удобрений резкого роста предложения не прогнозируется. По оценкам IFA, в этих сегментах сохранится статус-кво. Кроме того, учитывая ограниченность минеральной базы, высокую концентрацию производства и опыт крупнейших игроков по управлению предложением, калийный и фосфорный секторы останутся рынками продавца, что позволит производителям этих видов удобрений сохранить высокую операционную маржу.

## Мировой рынок фосфорных удобрений

Сектор фосфорных удобрений имеет сильную концентрацию в сырьевой части – по добыче фосфатов и производству фосфорной кислоты. Высокая сырьевая концентрация объясняется тем, что две трети мировых запасов фосфатов расположены в четырех ключевых регионах – Северная Америка (США), Африка (Марокко), Россия (Кольский п-в) и Китай.

Производство конечной продукции – фосфорных удобрений – также обладает высоким уровнем концентрации, хотя в меньшей степени, чем производство сырья. Это связано с тем, что в мире существует множество неинтегрированных производителей.

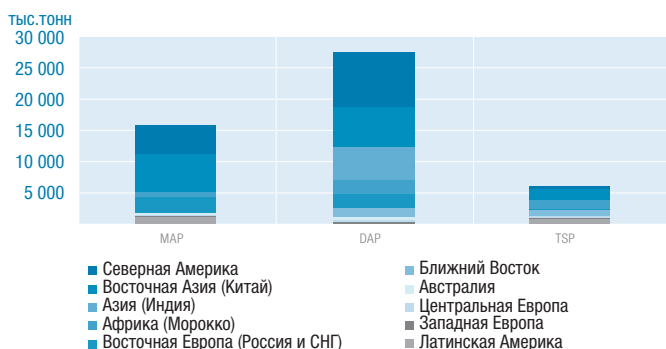
Североамериканские производители являются основными игроками на мировом рынке. В общей сложности на них приходится до 30% мирового производства и порядка 40% мирового экспорта аммофоса и диамонийфосфата. В США базируется крупнейший производитель и поставщик фосфорных удобрений на мировой рынок – компания Mosaic с долей рынка около 20%. Кроме того, крупнейшие североамериканские компании объединены в торговую ассоциацию Phoschem, через которую они координируют свои экспортные поставки.

Вторым регионом по объему производства фосфорных удобрений является Китай. Он же является крупнейшим потребителем этих удобрений, на долю которого приходится более 30% мировой потребности. Китай также способен оказывать влияние на рынок – превращаясь из нетто-импортера в нетто-экспортера.

Сильные позиции на мировом рынке имеют африканские страны с долей рынка в 20%. Крупнейшим поставщиком из этого региона выступает Марокко в лице государственной компании OCP.

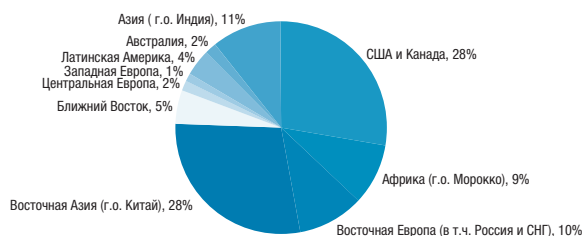
Доля России на мировом рынке оценивается примерно в 11%. Основным поставщиком выступает Группа Фосагро. Доля Аммофоса, исходя из его объемов экспортных поставок, составляет около 8%.

## Мировое производство фосфорных удобрений по видам



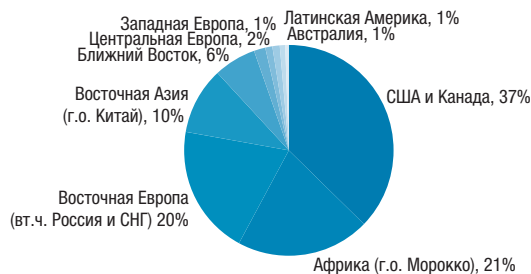
Источник: IFA

## Распределение мирового производства фосфорных удобрений



Источник: IFA

## Структура мирового экспорта фосфорных удобрений



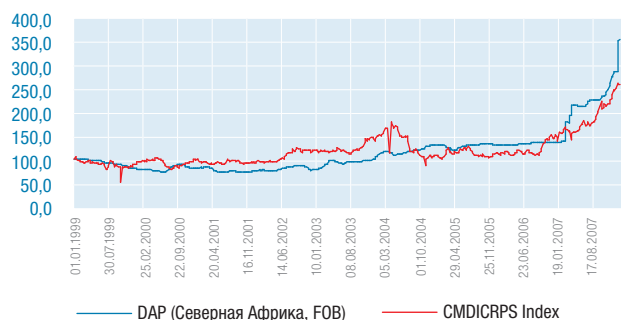
Источник: IFA

Крупнейшими потребителями, помимо Китая, выступают Индия и Юго-Восточная Азия, Латинская Америка и США. Первые характеризуются многочисленным и растущим населением, вторые – развитым сельским хозяйством. Эти направления являются и ключевыми для экспорта продукции у Аммофоса: Азия (40%), Латинская Америка (25-27%) и Европа (20-23%). Наиболее крупные поставки удобрений на экспорт осуществляются в Индию, Бразилию, Аргентину, Уругвай, Пакистан, Швейцарию.

## Факторы ценообразования

За 2007 г. цены на фосфорные минеральные удобрения выросли более чем в 2 раза. Такая динамика была обусловлена ростом цен на зерновые культуры, которые также подорожали на 60-70%. На мировом рынке именно спрос и динамика цен на зерновые культуры определяют динамику спроса и цен на удобрения.

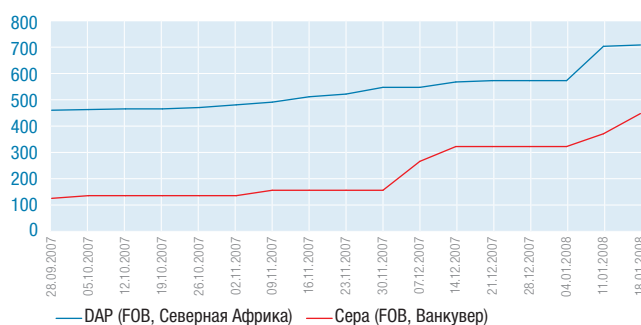
### Динамика цен на фосфорные удобрения и зерновые культуры



Источник: Bloomberg

Краткосрочные отклонения от этой корреляции происходят при сильном изменении затратных составляющих. Последние пару месяцев рост цен на фосфорные удобрения опередил динамику цен на зерновые культуры. Это стало следствием существенного роста цен, в частности на серу и серную кислоту, которая используется при производстве фосфорных удобрений. За 2007 г. сера подорожала в 9 раз, при этом только за ноябрь ее цена на спотовом рынке поднялась со \$140 до \$500/т, что сделало нерентабельным производство некоторых неинтегрированных производителей и привело к ограничению предложения фосфорных удобрений.

### Рост цен на серу спровоцировал очередной виток цен на фосфорные удобрения



Источник: Bloomberg

Таким образом, в долгосрочном плане будут преобладать следующие тенденции на мировом рынке фосфорных удобрений:

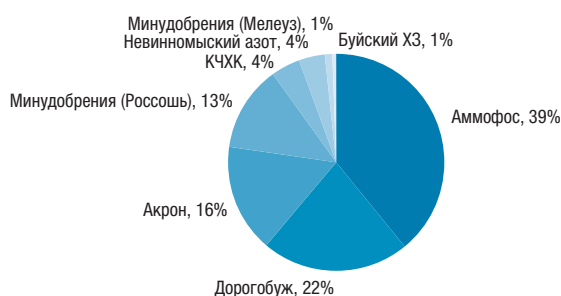
- ▶ усиление интеграции чистых производителей фосфорных и комплексных удобрений с компаниями, обладающими сырьевыми ресурсами;
- ▶ уход с рынка игроков, не имеющих доступа к сырью.

Результатом данных тенденций станет усиление концентрации и переговорных позиций мировых поставщиков фосфорных удобрений. В такой ситуации мы ожидаем, что цены на фосфорные удобрения скорее будут оставаться высокими и расти, чем сильно падать.

## Российский рынок

Объем продаж аммофоса и диамонийфосфата на российском рынке оценивается в 340 тыс. т при их годовом производстве в России около 3.5 млн т. То есть более 90% этих удобрений идет на экспорт. Из фосфоросодержащих удобрений на российском рынке в основном востребованы NPK удобрения, содержащие все три основных элемента. При объеме производства NPK-удобрений в России в физическом объеме 4.1 млн т на внутреннем рынке реализуется 1.14 млн т (27%). В частности, Аммофос продает 91% своего NPK в России, а 98% MAP и DAP отправляет на экспорт. Доля Аммофоса на Российском рынке NPK составляет 39%. Компания является его крупнейшим поставщиком с объемами, равными совокупным объемам Акрона и Дорогобужа, которые специализируется на их выпуске.

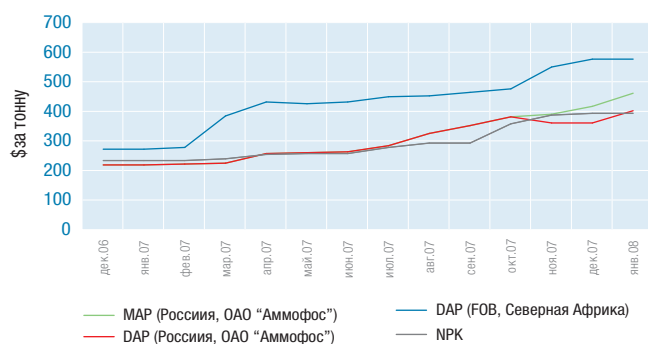
### Доля поставок NPK-удобрений на российский рынок



Источник: Химический эксперт

Следует отметить, что за в 2007 г. цены на фосфорсодержащие удобрения в России также существенно выросли. Это стало отражением роста цен на мировых рынках и дефицита товара на внутреннем рынке. В целом с начала 2007 г. MAP, DAP подорожали почти в 2 раза, NPK-удобрения – в 1.5 раза.

### Цены на фосфорные удобрения на российском и мировом рынках



Источник: Bloomberg, Химический эксперт



## Прогноз цен: повышение на 2008 г.

В своей модели мы заложили новый прогноз динамики роста среднеотпускных цен на продукцию Аммофоса. Ключевое изменение затронуло прогноз на 2008 г., ранее мы ожидали рост среднегодовой цены на 17%, однако принимая во внимание новые уровни цен на мировом рынке, скорректировали его до 33%. Также подверглась коррективе часть затратных составляющих.

### Прогноз изменения цены на продукцию Аммофоса

	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Средневзвешенное для Аммофоса	31.0%	8.3%	5.7%	5.1%	4.6%	3.4%
НРК (российский рынок)	25.0%	10.8%	11.0%	11.4%	9.7%	5.0%
MAP, DAP (внешние)	33.0%	7.5%	3.9%	3.0%	2.9%	2.9%

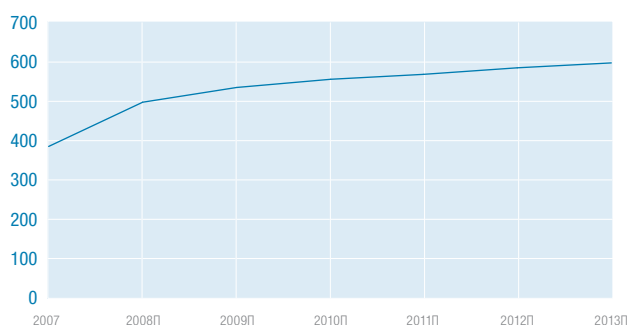
Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

На чем основан такой прогноз на 2008 г.? В целом мы ожидаем как минимум сохранения уровня цен на фосфорные удобрения, которые сложились на начало 2007 г., а именно \$700-710 за тонну (FOB Северная Африка). При этом среднегодовая цена в 2007 г. из-за ее постоянного роста сложилась на уровне около \$420. Таким образом, если цена в течение года останется неизменной, рост среднегодовой цены составит порядка 64%, что 31 п.п. выше нашего прогноза. Однако в целях консервативности оценки мы используем более низкое значение.

Мы ожидаем более высокий рост цен на внутреннем рынке по следующим причинам:

- ▶ Цены на внутреннем рынке ниже, чем на мировом.
- ▶ Рыночная доля компании позволяет ей перекладывать затраты на потребителей.
- ▶ Государство намерено поддерживать отечественный АПК, что будет стимулировать спрос на удобрения.

### Прогноз среднегодовых экспортных цен Аммофоса, \$

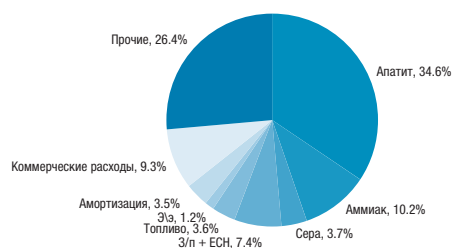


Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

## Затраты: повышение цен на серу

Слабым звеном в производственной вертикали Фосагро является необходимость покупки серы у сторонних поставщиков. Ее ключевыми производителями в России выступают два предприятия – Астраханьгазпром и Оренбурггазпром, которые контролируются Газпромом и в совокупности обеспечивают 95% его поставок на российский рынок. В январе 2008 г. Газпром заявил о намерении повысить отпускную цену на серу до 3000 руб. (\$122) против 600 руб. (\$24.5) на начало года. Инициативы “дочек” Газпрома объясняются желанием участвовать в прибыли от роста цен на конечную продукцию – фосфорные удобрения. При этом цена серы на мировом рынке выросла еще больше – с января прошлого года по январь нынешнего в 9 раз – с \$50 до \$450 (FOB, Ванкувер).

### Структура себестоимости продаж Аммофоса, 2007



Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

Расходы Аммофоса на серу в 2007 г. составляли примерно \$20 млн. Таким образом, столь резкий рост цен на серу может существенно скорректировать доходность компании. В то же время мы считаем, что столь радикального роста стоимости серы ее российские потребители могут избежать, хотя рост цен все равно будет. Астраханьгазпром (78% российского производства) и Оренбурггазпром (16%), контролируемые одним собственником, вместе являются монопольными поставщиками серы, и потребители могут прибегнуть к защите ФАС. Как показывает пример с поставками апатитового концентрата, такой сценарий вполне работает. Кроме того, столь резкое повышение цен на продукцию узкого круга поставщиков в России еще никогда не происходило, и к тому же за короткий срок.

Скорее всего, будет найден более мягкий компромисс, хотя все равно цены вырастут существенно. В связи с этим мы внесли коррективы в свою модель, заложив новый рост цены тонны серы на 2008-09 гг.: до половины запрашиваемой цены, или 1500 руб. (\$61.2) в 2008 г. и до 2250 руб. (\$92) в 2009 г. Такой сценарий развития нам представляется более реалистичным.

## Прогноз финансовых показателей

В целом по итогам 2008 г. с учетом наших корректировок модели Аммофос должен показать еще более высокие финансовые показатели, чем в 2007 г. Это вытекает из того факта, что среднегодовая цена на продукцию компании должна быть существенно выше, чем в 2007 г., что сможет компенсировать в том числе и рост затрат на сырье. При этом в начале 2008 г. у компании заканчиваются старые экспортные контракты с рядом крупных потребителей, что потребует их пересмотра в сторону повышения. Предыдущие контракты были заключены по ценам очень близким к рыночным.

## Финансовые показатели, \$ млн

	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
<b>Выручка</b>	516.9	780.1	1076.1	1176.4	1261.4	1346.1	1429.5	1501.6
<b>ЕВITDA</b>	67.1	225.8	371.9	381.5	362.8	326.2	290.4	290.1
<b>ЕВIT</b>	47.6	205.4	348.6	356.4	335.8	297.1	259.1	256.5
<b>Чистая прибыль</b>	26.9	143.9	248.0	252.4	235.4	204.7	174.5	171.4
<b>Рентабельность, %</b>								
<b>ЕВITDA</b>	13.0%	28.9%	34.6%	32.4%	28.8%	24.2%	20.3%	19.3%
<b>ЕВIT</b>	9.2%	26.3%	32.4%	30.3%	26.6%	22.1%	18.1%	17.1%
<b>Чистая прибыль</b>	5.2%	18.4%	23.0%	21.5%	18.7%	15.2%	12.2%	11.4%
<b>Изменение, % к пред. году</b>								
<b>Выручка</b>	12.6%	50.9%	37.9%	9.3%	7.2%	6.7%	6.2%	5.0%
<b>Все затраты</b>	19.4%	22.5%	26.6%	12.7%	12.9%	13.3%	11.6%	6.4%
<b>ЕВITDA</b>	-17.8%	236.3%	64.7%	2.6%	-4.9%	-10.1%	-11.0%	-0.1%
<b>ЕВIT</b>	-28.0%	331.4%	69.7%	2.3%	-5.8%	-11.5%	-12.8%	-1.0%
<b>Чистая прибыль</b>	-32.7%	434.0%	72.4%	1.8%	-6.7%	-13.1%	-14.7%	-1.8%

Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

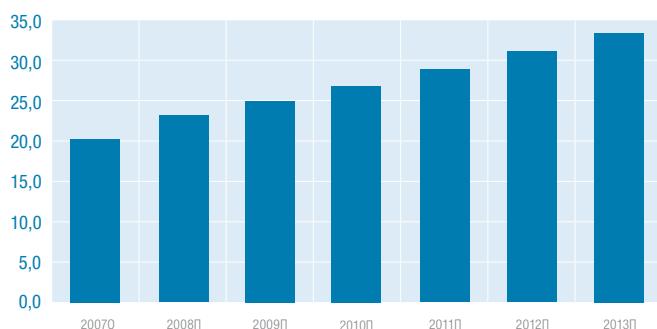
Снижение финансовых показателей начнется с 2010 г., когда затраты компании будут существенно опережать рост доходов, и стабилизируется к 2013 г. – конец прогнозного периода. К 2013 г. абсолютный размер прибыли компании вернется примерно на уровень 2007 г.

## Инвестиционная программа

Компания не раскрывает в деталях свою инвестиционную программу на долгосрочную перспективу. Основные направления инвестиционной деятельности связаны либо с реконструкцией действующего производства, либо с развитием транспортной и энергетической инфраструктуры.

В своей модели мы закладываем стабильный уровень капиталовложений, скорректированный на инфляцию. Величина вложений соответствует величине амортизации.

### Капиталовложения, \$ млн



Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

# Оценка компании

## Метод DCF

Расчет денежного потока, \$ млн

	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
<b>EBIT (+)</b>	348.6	356.4	335.8	297.1	259.1	256.5
Скорректированные налоги (-)	83.7	85.5	80.6	71.3	62.2	61.5
Амортизация (+)	23.3	25.1	27.0	29.1	31.3	33.7
Изменение оборотного капитала (-)	34.2	17.1	16.5	17.9	17.6	12.9
Инвестиции в основной капитал (+)	23.3	25.1	27.0	29.1	31.3	33.7
<b>Свободный денежный поток (FCFF)</b>	<b>230.7</b>	<b>253.8</b>	<b>238.7</b>	<b>207.9</b>	<b>179.4</b>	<b>182.1</b>
<b>Дисконтированный денежный поток</b>		<b>225.5</b>	<b>188.4</b>	<b>145.8</b>	<b>111.7</b>	<b>100.8</b>

Источник: расчеты АнтангаГлобал

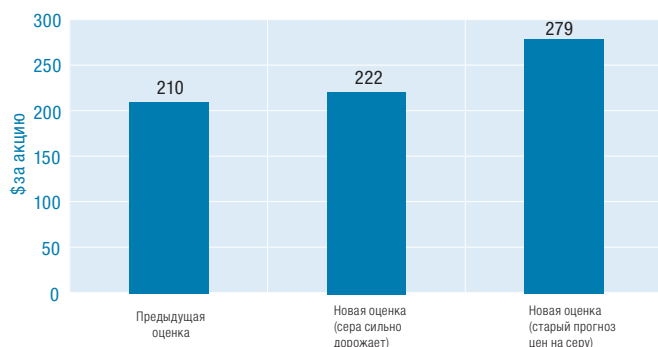
## Результат модели DCF

<b>WACC</b>	<b>12.56%</b>
Стоимость долга после налога	6.84%
<i>Стоимость долга до налога</i>	9.00%
<i>Налог (эффективная ставка)</i>	24%
Стоимость акционерного капитала	14.46%
<i>Безрисковая ставка</i>	5.70%
<i>Премия за рыночный риск</i>	6.50%
<i>Beta unlevered</i>	0.83
<i>Beta levered</i>	1.04
<i>Премия за корпоративные риски</i>	2.0%
Вес долга	25%
Вес акционерного капитала	75%
Долгосрочный темп роста	3%
Конечная стоимость	1962.2
Дисконтированная конечная стоимость, \$ млн	1086.2
Сумма дисконтированных денежных потоков в прогнозный период (2009-2013), \$ млн	772
<b>Справедливое EV, \$ млн</b>	<b>1 858</b>
Чистый долг (на конец 2007), \$ млн	-71
<b>Справедливая капитализация, \$ млн</b>	<b>1 929</b>
Количество обыкновенных акций	8 670 460
<b>Справедливая цена одной обыкновенной акции, \$</b>	<b>222</b>
<i>Текущая цена обыкновенных акций, \$</i>	153.50
<i>Потенциал роста обыкновенных акций, %</i>	45%

Источник: данные компании, расчеты АнтангаГлобал

С учетом внесенных корректировок в модель мы провели оценку акций компании методом DCF и пришли к выводу, что справедливая стоимость ее акций составляет \$222. Это на \$12 выше нашего ранее установленного индикативного уровня в \$210 и подразумевает потенциал роста стоимости на уровне 45%. Рекомендация сохраняется на уровне "покупать". В то же время стоит отметить, что при сохранении роста цен на серу на исходном уровне (15-20% в 2008-2009 гг.), новая справедливая цена составила бы \$279.

## Оценка справедливой цены



Источник: расчеты АнтантаГлобал

## Сравнительная оценка

Мы провели сравнительную оценку Аммофоса с зарубежными компаниями из развивающихся и развитых стран. В качестве аналогов использовались компании, которые в структуре своих продаж имеют высокую долю фосфорных удобрений.

Компания	Тикер	Страна	MCAP, \$ млрд	EV, \$ млрд	EV/S 07	EV/EBITDA 07	P/E 07
Mosaic	MOS US	США	44.1	45.2	6.3	25.9	50.5
CF Industries	CF US	США	6.2	5.4	2.0	11.1	17.0
Agrium Inc	AGU CN	Канада	10.0	11.1	2.3	16.3	28.9
<i>Медиана развитые страны</i>					2.3	16.3	28.9
Jordan Phosphate Mines Co	JOPH JR	Иордания	1.5	1.6	3.6	30.6	45.0
Egyptian Fin&Inc	EFIC EY	Египет	0.4	0.5	5.1	16.4	16.7
<i>Медиана развивающиеся страны</i>					4.4	23.5	30.8
<b>Аммофос</b>	<b>ammof ru</b>	<b>Россия</b>	<b>1.33</b>	<b>1.26</b>	<b>1.7</b>	<b>5.6</b>	<b>9.3</b>
<i>Потенциал роста к развитым странам</i>					40.1%	181.9%	212%
<i>Потенциал роста к развивающимся странам</i>					163.2%	304.0%	233%

Источник: Bloomberg, расчеты АнтантаГлобал

Расчеты показывают, что Аммофос торгуется в среднем более чем 3 раза дешевле зарубежных аналогов. Отчасти такой серьезный дисконт объясняется:

- ▶ невысокой прозрачностью компании,
- ▶ низкой ликвидностью его акций,
- ▶ тем фактом, что Аммофос – это не полностью вертикально интегрированный производитель, а только часть холдинга Фосагро, хотя и в данный момент самая рентабельная.

Данные факторы в совокупности могут объяснять недооценку компании максимум в 2 раза, что подтверждается статистикой отношения по торгуемым холдингам и менее ликвидным “дочкам” холдингов. Но в случае с Аммофосом дисконты получаются излишне высокие. В этой связи для инвесторов, ориентирующихся на мультипликаторы, справедливым уровнем EV/EBITDA 07 и P/E 07 для Аммофоса должны быть 8-10 и 14-15 соответственно. Это подразумевает потенциал роста в размере 70-100% к текущим уровням и подтверждает положительный апсайд, полученный по модели DCF.

Однако оценка по DCF является более консервативной и подразумевает потенциал роста на уровне 45%. По нашему мнению, именно результаты DCF более корректно отражают перспективы компании, в том числе риск существенного повышения цен на один из компонентов сырья – серу.

## Финансовые показатели

Баланс, \$ млн

	2006	2007П	2008П
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>180.8</b>	<b>194.3</b>	<b>194.3</b>
Нематериальные активы	0.1	0.2	0.2
Основные средства	177.8	191.1	191.1
Прочие необоротные активы	2.9	3.1	3.1
<b>Оборотные активы</b>	<b>147.3</b>	<b>319.0</b>	<b>573.8</b>
Запасы	53.5	76.9	92.1
Дебиторская задолженность	61.7	84.1	109.4
Краткосрочные финансовые вложения	0.2	0.2	0.2
Денежные средства и эквиваленты	7.5	130.2	344.0
Прочие оборотные активы	24.3	27.5	28.0
<b>Всего активов</b>	<b>328.1</b>	<b>513.3</b>	<b>768.1</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>54.0</b>	<b>66.1</b>	<b>72.9</b>
Займы и кредиты	29.6	31.8	31.8
Кредиторская задолженность	24.3	34.2	41.0
Прочие краткосрочные обязательства	0.1	0.1	0.1
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>36.0</b>	<b>38.7</b>	<b>38.7</b>
Займы и кредиты	25.8	27.8	27.8
Прочие долгосрочные обязательства	10.2	10.9	10.9
<b>Капитал и резервы</b>	<b>238.1</b>	<b>408.5</b>	<b>656.5</b>
Уставный капитал	32.1	34.5	34.5
Добавочный капитал	77.8	83.6	83.6
Нераспределенная прибыль	128.3	290.4	538.5
<b>Всего пассивов</b>	<b>328.1</b>	<b>513.3</b>	<b>768.1</b>

Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн

	2006	2007П	2008П
<b>Выручка</b>	<b>516.9</b>	<b>780.1</b>	<b>1076.1</b>
Себестоимость	405.8	494.9	629.3
<b>Валовая прибыль</b>	<b>111.1</b>	<b>285.2</b>	<b>446.8</b>
Ком. и упр. расходы	63.5	79.8	98.3
<b>ЕБИТДА</b>	<b>67.1</b>	<b>225.8</b>	<b>371.9</b>
Амортизация	19.5	20.4	23.3
<b>ЕБИТ</b>	<b>47.6</b>	<b>205.4</b>	<b>348.6</b>
Процентные расходы	0.0	2.5	2.7
Прочие расходы	-10.7	-13.6	-19.5
<b>Прибыль до налогов</b>	<b>36.9</b>	<b>189.3</b>	<b>326.4</b>
Налог на прибыль	10.0	45.4	78.3
<b>Чистая прибыль</b>	<b>26.9</b>	<b>143.9</b>	<b>248.0</b>

Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

<b>Евгений Коган</b> Генеральный директор тел.: +7 (495) 775-51-00	<b>Галина Карякина</b> Исполнительный директор тел.: +7 (495) 775-51-00	<b>Николай Куликов</b> Заместитель Генерального директора тел.: +7 (495) 775-51-00	<b>Илья Разбаш</b> Директор отдела по связям с общественностью тел.: +7 (495) 775-51-00 <a href="mailto:razbashi@antcm.ru">razbashi@antcm.ru</a>	<b>Алексей Ощепков</b> Заместитель Генерального директора по развитию тел.: +7 (495) 775-51-00 <a href="mailto:oschepkoval@antcm.ru">oschepkoval@antcm.ru</a>	<b>Валерий Иванов</b> Директор по продажам услуг ДУ (ПИОГЛОБАЛ) тел.: +7 (495) 960-29-03 <a href="mailto:vivanov@pioglobal.ru">vivanov@pioglobal.ru</a>
--	---	--	---	--	--

#### УПРАВЛЕНИЕ ТОРГОВЛИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ +7 (495) 783-44-44

<b>Аслан Халишов</b> Директор управления <a href="mailto:aslan@antcm.ru">aslan@antcm.ru</a>	<b>Александр Антипов</b> Заместитель директора <a href="mailto:aantipov@antcm.ru">aantipov@antcm.ru</a>	<b>Роман Гудков</b> Директор торгового отдела <a href="mailto:rgudkov@antcm.ru">rgudkov@antcm.ru</a>	<b>Артем Ананян</b> Менеджер отдела продаж <a href="mailto:ananyanar@antcm.ru">ananyanar@antcm.ru</a>	<b>Владелина Попсуева</b> Менеджер отдела продаж <a href="mailto:popsuevav@antcm.ru">popsuevav@antcm.ru</a>	<b>Ольга Молчанова</b> Менеджер отдела продаж <a href="mailto:molchanovao@antcm.ru">molchanovao@antcm.ru</a>
<b>Антон Макаров</b> Директор отдела продаж <a href="mailto:amakarov@antcm.ru">amakarov@antcm.ru</a>	<b>Ольга Вакулова</b> Менеджер отдела продаж <a href="mailto:vakulovao@antcm.ru">vakulovao@antcm.ru</a>	<b>Кирилл Сильвестров</b> Менеджер отдела продаж <a href="mailto:silvestrov@antcm.ru">silvestrov@antcm.ru</a>	<b>Александр Дудников</b> Менеджер рег. проектов <a href="mailto:doudnikoval@antcm.ru">doudnikoval@antcm.ru</a>	<b>Сергей Дроздов</b> Менеджер отдела продаж <a href="mailto:drozdovs@antcm.ru">drozdovs@antcm.ru</a>	<b>Джованни Кастиньяни</b> Менеджер отдела продаж <a href="mailto:castignani@antcm.ru">castignani@antcm.ru</a>
<b>Дмитрий Шацкий</b> Менеджер отдела продаж <a href="mailto:shatskiyd@antcm.ru">shatskiyd@antcm.ru</a>	<b>Роман Осипов</b> Менеджер отдела продаж <a href="mailto:osipovr@antcm.ru">osipovr@antcm.ru</a>				

#### АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ +7 (495) 775-51-00

<b>Георгий Иванин</b> Директор Химия, нефтехимия <a href="mailto:ivaning@antcm.ru">ivaning@antcm.ru</a>	<b>Дмитрий Терехов</b> Старший аналитик Электроэнергетика <a href="mailto:terekhovd@antcm.ru">terekhovd@antcm.ru</a>	<b>Максим Осадчий</b> Старший аналитик Банки, денежные рынки <a href="mailto:osadchym@antcm.ru">osadchym@antcm.ru</a>	<b>Игорь Краевский</b> Старший аналитик Машиностроение <a href="mailto:kraevskij@antcm.ru">kraevskij@antcm.ru</a>	<b>Тимур Хайруллин</b> Старший аналитик Нефть и газ <a href="mailto:khayrullinT@antcm.ru">khayrullinT@antcm.ru</a>	<b>Федор Корначев</b> Аналитик Электроэнергетика <a href="mailto:kornachyovf@antcm.ru">kornachyovf@antcm.ru</a>
<b>Евгений Рябков</b> Заместитель директора Металлургия <a href="mailto:ryabkove@antcm.ru">ryabkove@antcm.ru</a>	<b>Андрей Верхоланцев</b> Старший аналитик Потребительский сектор <a href="mailto:verholancevan@antcm.ru">verholancevan@antcm.ru</a>	<b>Анна Крылова</b> Старший аналитик Телекоммуникации <a href="mailto:akrilova@antcm.ru">akrilova@antcm.ru</a>	<b>Александр Чуриков</b> Старший аналитик Транспорт <a href="mailto:churikoval@antcm.ru">churikoval@antcm.ru</a>	<b>Ольга Гурудэва</b> Аналитик Стратегия <a href="mailto:ogouroudeva@pioglobal.ru">ogouroudeva@pioglobal.ru</a>	
<b>Александр Потавин</b> Заместитель директора Анализ рынков <a href="mailto:potavinal@antcm.ru">potavinal@antcm.ru</a>	<b>Сергей Грушенков</b> Аналитик Анализ рынков <a href="mailto:grushenkovs@antcm.ru">grushenkovs@antcm.ru</a>	<b>Станислав Савинов</b> Аналитик Анализ рынков <a href="mailto:savinovs@antcm.ru">savinovs@antcm.ru</a>			

#### ОТДЕЛ ДИЗАЙНА И ИНТЕРНЕТ-ПРОЕКТОВ

<b>Андрей Шаповаленко</b> Директор отдела <a href="mailto:shapovalenkoa@antcm.ru">shapovalenkoa@antcm.ru</a>	<b>Михаил Подмогов</b> Веб-программист <a href="mailto:podmogovm@antcm.ru">podmogovm@antcm.ru</a>	<b>Мария Гаврина</b> Редактор <a href="mailto:gavrinam@antcm.ru">gavrinam@antcm.ru</a>	<b>Анна Бодренкова</b> Дизайнер-верстальщик <a href="mailto:bodrenkovaa@antcm.ru">bodrenkovaa@antcm.ru</a>	<b>Евгений Миленский</b> Дизайнер <a href="mailto:milenkije@antcm.ru">milenkije@antcm.ru</a>
--	---	--	--	--

#### ОТДЕЛ ПЕРЕВОДОВ

<b>Стивен Фраузел</b> Директор отдела <a href="mailto:frauzeles@antcm.ru">frauzeles@antcm.ru</a>	<b>Александр Катешов</b> Переводчик	<b>Алла Пеклич</b> Переводчик	<b>Шон Хаскинс</b> Переводчик	<b>Ирина Гареева</b> Переводчик	<b>Алеся Бреенкова</b> Переводчик
--	--	----------------------------------	----------------------------------	------------------------------------	--------------------------------------

#### ДЕПАРТАМЕНТ ИНВЕСТИЦИОННО - БАНКОВСКИХ УСЛУГ +7 (495) 981-15-85

<b>Сергей Петров</b> Директор <a href="mailto:petrovs@antcm.ru">petrovs@antcm.ru</a>	<b>Ирина Олишевская</b> Помощник руководителя <a href="mailto:perfilevai@antcm.ru">perfilevai@antcm.ru</a>
--	--

#### КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

<b>Давид Давтян</b> Вице-президент <a href="mailto:davtiand@antcm.ru">davtiand@antcm.ru</a>	<b>Александр Чернов</b> Старший эксперт <a href="mailto:chernoval@antcm.ru">chernoval@antcm.ru</a>	<b>Вячеслав Котов</b> Старший аналитик <a href="mailto:kotovv@antcm.ru">kotovv@antcm.ru</a>	<b>Роман Уласевич</b> Аналитик <a href="mailto:ulasevichr@antcm.ru">ulasevichr@antcm.ru</a>	<b>Татьяна Смирнова</b> Помощник аналитика <a href="mailto:smirnovat@antcm.ru">smirnovat@antcm.ru</a>	<b>Ярослав Самойлов</b> Корпоративный юрист <a href="mailto:samoylovvy@antcm.ru">samoylovvy@antcm.ru</a>
<b>Юрий Королев</b> Заместитель директора <a href="mailto:KorolevYu@antcm.ru">KorolevYu@antcm.ru</a>	<b>Эльданиз Шихлинский</b> Эксперт <a href="mailto:shikhlinkskye@antcm.ru">shikhlinkskye@antcm.ru</a>	<b>Вероника Укадер</b> Старший аналитик <a href="mailto:ukaderv@antcm.ru">ukaderv@antcm.ru</a>	<b>Евгений Белов</b> Аналитик <a href="mailto:belove@antcm.ru">belove@antcm.ru</a>	<b>Александр Галаганов</b> Помощник аналитика <a href="mailto:GalaganovAI@antcm.ru">GalaganovAI@antcm.ru</a>	
<b>Руслан Сатаров</b> Заместитель директора <a href="mailto:SattarovR@antcm.ru">SattarovR@antcm.ru</a>	<b>Татьяна Старикова</b> Эксперт <a href="mailto:starikovat@antcm.ru">starikovat@antcm.ru</a>				

#### ДОЛГОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

<b>Александр Бабурин</b> Директор <a href="mailto:baburinal@antcm.ru">baburinal@antcm.ru</a>	<b>Александр Лоскутников</b> Заместитель директора <a href="mailto:loskutnikoval@antcm.ru">loskutnikoval@antcm.ru</a>	<b>Александр Хлопецкий</b> Старший эксперт <a href="mailto:khlopetskya@antcm.ru">khlopetskya@antcm.ru</a>	<b>Екатерина Кузнецова</b> Эксперт <a href="mailto:kuznetsovaev@antcm.ru">kuznetsovaev@antcm.ru</a>	<b>Монастыршин Дмитрий</b> Финансовый аналитик <a href="mailto:monastyrshind@antcm.ru">monastyrshind@antcm.ru</a>
--	---	---	---	---

#### СТРАТЕГИЧЕСКОЕ КОНСУЛЬТИРОВАНИЕ

<b>Денис Борисенко</b> Начальник отдела <a href="mailto:borisenkod@antcm.ru">borisenkod@antcm.ru</a>	<b>Наталья Сычева</b> Консультант <a href="mailto:sychevan@antcm.ru">sychevan@antcm.ru</a>
--	--

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР России ООО «Антанта Капитал» (все указанные лицензии являются бессрочными):

1. Брокерская деятельность: лиц. № 177-09002-100000 от 21.03.2006;
2. Дилерская деятельность: лиц. № 177-09008-010000 от 21.03.2006;
3. Депозитарная деятельность: лиц. № 177-09017-000100 от 21.03.2006;
4. Деятельность по управлению ценными бумагами: лиц. № 177-09013-001000 от 21.03.2006.

© 2003-2008 Антанта Капитал. Все права защищены.

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Мы не утверждаем, что приведенная информация и мнения верны либо представлены полностью, хотя они базируются на данных, полученных из надежных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Аналитический отдел компании Антанта Капитал и ее аффилированные члены не несут ответственности за использование данной информации. Инвестиции в российскую экономику и ценные бумаги сопряжены с большим риском. Исходя из этого, инвесторам рекомендуется проводить тщательную проверку финансово-экономической деятельности эмитентов перед принятием инвестиционного решения. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.