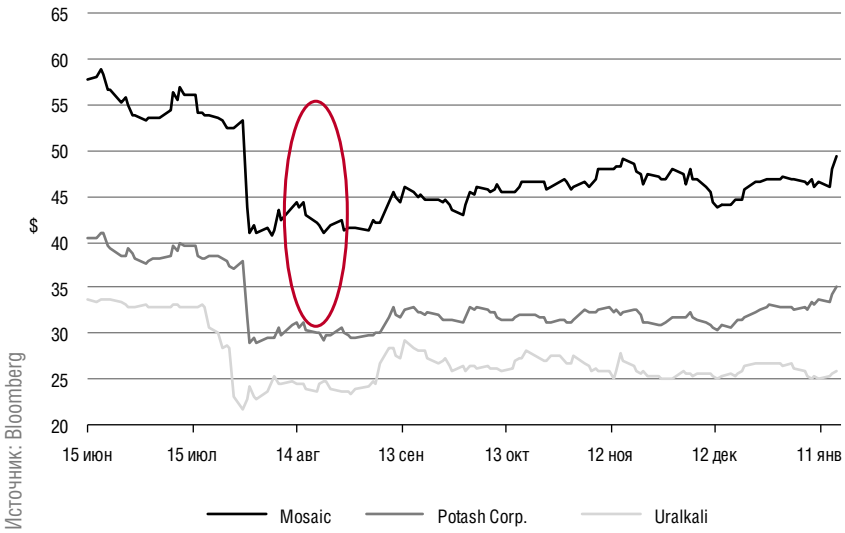
Мария РАДЧЕНКО,
старший аналитик управления
по анализу долговых рынков, БКС

«Уралкалий»: чем будем удобрять?

Изменение правил игры на мировом рынке калийных удобрений, когда 30 июля 2013 года «Уралкалий» объявил о прекращении сотрудничества с белорусским партнером — ОАО «Беларуськалий», стало, пожалуй, самым громким корпоративным событием прошедшего года. За отказ от стратегии «цена выше объема» «Уралкалий», на долю которого приходится порядка 20% мирового производства хлоркалия, заплатил снижением собственной капитализации почти на 30%. Акции крупнейших мировых производителей калия Mosaic и Potash Corp. также заметно потеряли в цене, подешевев почти на 20%.

Рисунок 1
Динамика котировок акций Uralkali, Potash Corp. и Mosaic



Источник: Bloomberg

Инвесторы в еврооблигации «Уралкалия» негативно отреагировали на новость: евробонд URKARM-18 потерял в цене 2.5 п.п, а доходность выпуска выросла на 80 б.п., до 5.5%, достигнув уровня котировок евробондов «Северстали», в то время как ранее евробонд «Уралкалия» торговался с дисконтом по доходности к бумагам «Северстали». Заметим, что «Северсталь» имеет более высокую долговую нагрузку и уступает «Уралкалию» по уровню кредитных рейтингов (S&P: BBB–, Moody's: Baa3, Fitch: BBB–), находясь в «предынвестиционной» рейтинговой категории.

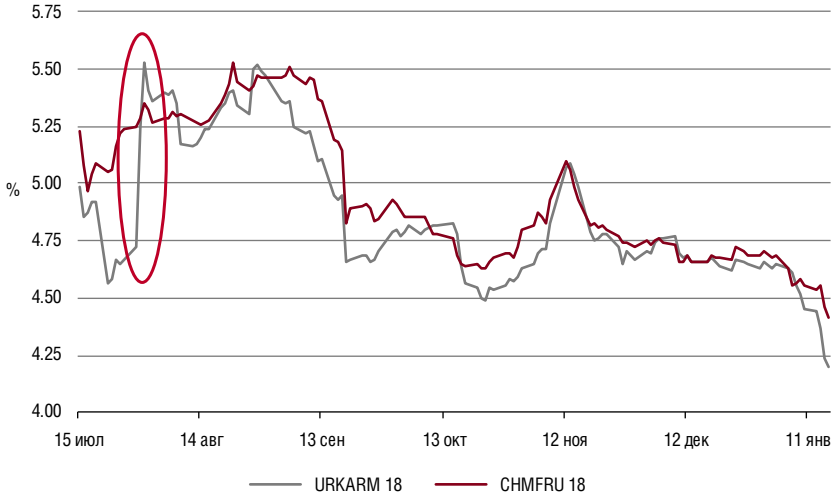
Некоторые инвесторы использовали этот момент для увеличения позиций в бумагах «Уралкалия», поскольку реакция рынка была чрезмерно негативной в сравнении с потенциальным давлением на кредитный профиль компании.

С августа прошлого года доходность еврооблигаций «Уралкалия» снизилась более чем на 100 б.п., достигнув к середине января уровня 4.3%.

Стоит отметить, что завершение корпоративного конфликта в «Уралкалии»,

обусловленное сменой акционеров, еще не повод надеяться на укрепление кредитного профиля «Уралкалия». Финансовые результаты третьего квартала 2013 года показали, что переход к стратегии «объем превыше цены» привел к резкому росту долговой нагрузки компании, поставив под сомнение сохранение кредитных рейтингов инвестиционной категории. В настоящее время прогноз по рейтингу «Уралкалия» является «негативным», вероятно его понижение в ближайшие 12–18 месяцев.

Ниже мы остановимся на ключевых факторах, которые следует принять во внимание инвесторам в еврооблигации «Уралкалия» в 2014 году.



Источник: Bloomberg

Рисунок 2
Динамика котировок еврооблигаций «Уралкалия» и «Северстали»

ДИНАМИКА МИРОВЫХ ЦЕН НА ХЛОРКАЛИЙ

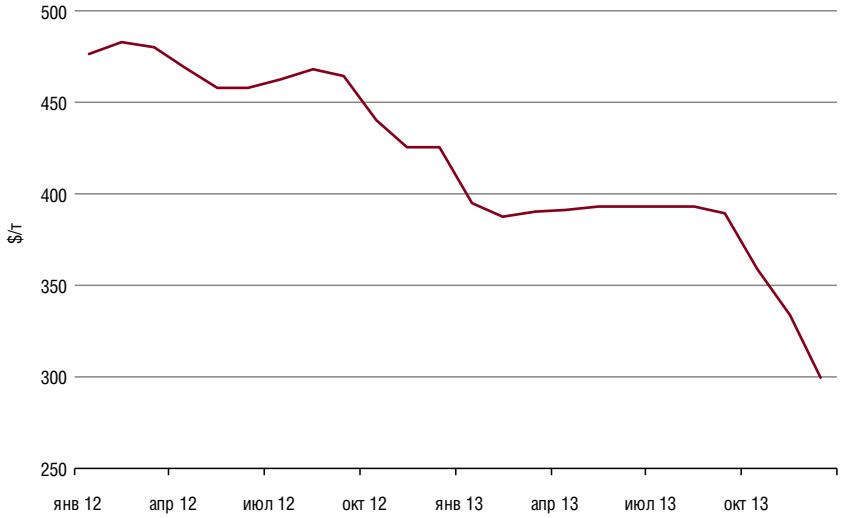
Переход к стратегии «объем превыше цены» ожидаемо привел к снижению цен на хлоркалий, хотя негативный эффект проявился лишь в конце года. Так, в четвертом квартале 2013 года средняя цена за тонну хлоркалия снизилась на 15% по сравнению с предыдущим кварталом — до $331 за тонну (бенчмарк — FOB Vancouver), в то время как на протяжении 9 месяцев 2013 года цены были стабильными. Относительно четвертого квартала 2013 года снижение цены составило 23%. По данным, предоставленным «Уралкалием», экспортная цена для покупателей продукции компании в третьем квартале 2013 года уменьшилась на 27% по сравнению с 2012 годом.

С одной стороны, себестоимость производства у «Уралкалия» ($100 за тонну) является самой низкой в мире и даже при текущих ценах обеспечивает компании рентабельность по EBITDA на уровне 50%.

Однако в случае дальнейшего снижения цен на хлористый калий запас прочности по марже может оказаться недостаточным для предотвращения роста долговой нагрузки. Выкуп акций у миноритарных акционеров на заемные средства и щедрая дивидендная политика обусловили рост долга компании на $1 млрд в 2013 году, а готовность к снижению инвестиций и консервативной дивидендной политике для предотвращения роста долгового бремени «Уралкалию» еще только предстоит продемонстрировать. Рейтинговое агентство Moody's установило «негативный» прогноз по рейтингам компании, отметив вероятное понижение рейтинга в случае сохранения цены на хлоркалий ниже $300 за тонну, если «Уралкалию» не удастся одновременно заметно увеличить объем продаж в натуральном выражении.

В первом квартале 2014 года «Уралкалий» намерен подписать контракт на поставку хлоркалия со своим ключевым потребителем — Китаем, на долю которого приходится порядка 40% экспортных продаж. Данное соглашение и определит погоду на мировом рынке калия в текущем году. Установленная цена послужит ориентиром и для других крупнейших покупателей (Индия, Бразилия) и определит рыночную конъюнктуру для всех мировых производителей хлоркалия. Участники рынка прогнозируют, что для Китая цена может составить $300–320 за тонну. Примечательно, что в сентябре прошлого года Китайский суверенный фонд Chengdong Investment Corporation (CIC) стал владельцем 12.5% «Уралкалия» в рамках заключенной в 2012 году сделки по выпуску конвертируемых облигаций одним из бывших акционеров «Уралкалия» — компанией Wadge Holdings Limited, подконтрольной фонду Suleyman Kerimov Foundation. Не

Рисунок 3
Динамика цен на хлоркалий, FOB Vancouver



Источник: Bloomberg

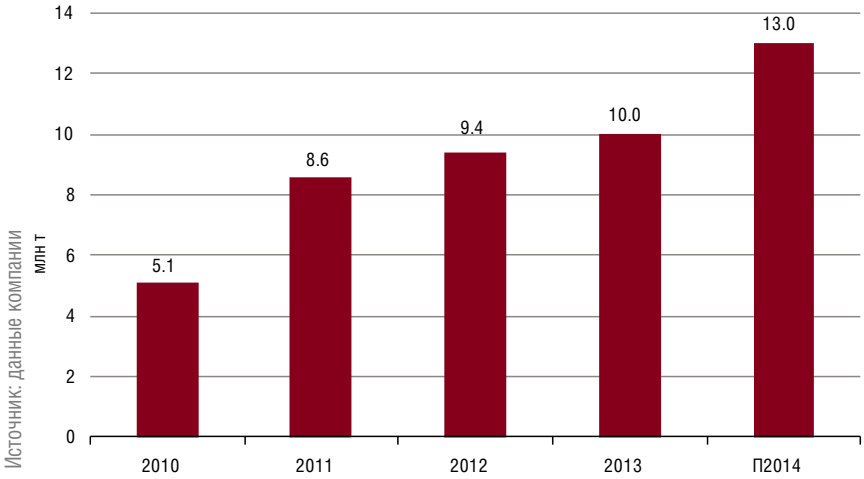


Рисунок 4
Динамика производства «Уралкалия»

исключено, что с вхождением в капитал «Уралкалия» переговорные позиции китайских поставщиков усилились.

ОБЪЕМ ПРОИЗВОДСТВА «УРАЛКАЛИЯ»

По итогам 2013 года объемы производства компании увеличились на 9% по сравнению с 2012 годом — до 10 млн тонн. В 2014 году для компенсации негативного эффекта от снижения цен «Уралкалий» рассчитывает увеличить объем поставок на 24% — до 13 млн тонн, что соответствует загрузке мощностей на 100%.

Оптимистичные ожидания «Уралкалия» в отношении объема продаж основываются на прогнозах роста спроса на калий в 2014 году на 7–13%, до 57–60 млн тонн, что станет новым историческим максимумом. Однако Potash Corp. дает более осторожные прогнозы потребления в 2014 году, ожидая роста до 55–58 млн тонн.

С учетом низких цен на хлоркалий увеличение операционной прибыли за счет роста физического объема продаж крайне важно для сохранения кредитных метрик в рамках рейтинга инвесткатегории. В третьем квартале 2013 года чистый долг «Уралкалия» значительно вырос: на 60% — до $4.3 млрд, а долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/EBITDA» увеличилась до 2.5x. Если по итогам первого квартала 2014 года объем продаж «Уралкалия» не покажет заметного роста, а цены на хлоркалий сохранятся на прежнем уровне, отношение «Чистый долг/EBITDA» превысит 3x, что повлечет негативные рейтинговые действия.

БИЗНЕС-СТРАТЕГИЯ НОВЫХ СОБСТВЕННИКОВ

В конце прошлого года новыми мажоритарными акционерами «Уралкалия» стали Дмитрий Мазепин (через подконтрольный «Уралхим» — один из крупнейших производителей аммиачной селитры и азотных удобрений в России и СНГ) и Михаил Прохоров. Холдинг «Уралхим» приобрел 20% акций, Михаил Прохоров стал владельцем 27.1% акций «Уралкалия». После погашения казначейского пакета доля Михаила Прохорова вырастет до 31%, а пакет «Уралхима» — до 22%.

Важно обратить внимание на появление среди акционеров «Уралкалия» Дмитрия Мазепина, имеющего богатый опыт в химической отрасли. С 2004 года он приобретал предприятия, осуществляющие производство минеральных удобрений (ОАО «Кирово-Чепецкий химкомбинат», пермские «Минудобрения», березниковский «Азот», ОАО «Воскресенские минеральные удобрения»), на базе которых впоследствии был образован холдинг «Уралхим».

Рисунок 5
Структура акционеров «Уралхима»

Для покупки 20% акций «Уралкалия» «Уралхим» привлек в «ВТБ Капитале» семилетний кредит на сумму $4.5 млрд под залог приобретаемого пакета акций. Для «Уралхима» это значительная сумма, которая приведет к росту долговой нагрузки компании выше 5x в терминах «Долг/EBITDA», в то время как до сделки показатель был ниже 1x. По сути, «ВТБ Капитал», выдав кредит, принял на себя кредитный риск «Уралхима», поскольку расплачиваться по кредиту предстоит именно этой компании и из своей операционной прибыли. Дополнительным источником средств могут служить дивиденды от «Уралкалия», однако текущая слабая ценовая конъюнктура на рынке хлоркалия оказывает давление на прибыль компании, составившую лишь $400 млн на первый квартал 2013 года, в то время как за 2012 год этот показатель равнялся $1.6 млрд.

Нельзя исключать, что амбициозный Дмитрий Мазепин не ограничится в «Уралкалии» ролью финансового инвестора. Косвенно об этом может свидетельствовать и назначение нового генерального директора «Уралкалия» из числа топ-менеджеров «Уралхима» — в конце декабря 2013 года на посту генерального директора «Уралкалия» опального Владислава Баумгертнера сменил заместитель председателя совета директоров Дмитрий Осипов. И пускай на сегодняшний день сценарий объединения «Уралкалия» и «Уралхима» в той или иной форме выглядит маловероятным, нельзя исключать подобного развития событий. Например, рейтинговые агентства отмечают «монопродуктовую» модель «Уралкалия» как недостаток, в то время как с точки зрения бизнес-рисков диверсификация продуктовой линейки является сильной стороной бизнеса, а «Уралхим» занимает лидирующие позиции в сегменте азотных удобрений. Объединенная компания может стать крупнейшим производителем минеральных удобрений в России. Можно возразить, что долговая нагрузка объединенной компании будет слишком высока, что не позволит «Уралкалию» сохранить кредитный рейтинг на инвестиционном уровне. Напомним, что в июле 2013 года компания, по сути, спровоцировала падение котировок собственных акций более чем на 25%, таким образом, можно предположить, что «Уралкалий» заинтересован в поддержании кредитного рейтинга инвесткатегории в ущерб бизнес-интересам.

МСФО, $ млн	«Уралкалий»		«Уралхим»	
	2012	1П 2013	2012	1П 2013
Выручка	3 950	1 614	2 423	1 292
EBITDA	2 342	883	839	452
Чистая прибыль	1 597	397	665	253
FCF	670	–263	75	119
Долг	3 942	4 003	1 007	787
Краткосрочный долг	1 122	1 226	109	251
Денежные средства	1 666	1 294	178	111
Активы	14 201	12 864	2 175	1 983
Показатели				
EBITDA margin	59.3%	54.7%	34.6%	35.0%
Долг/EBITDA	1.7	2.2	1.2	1.0
Чистый долг/EBITDA	1.0	1.5	1.0	0.8
Долг/капитал	0.5	0.6	1.1	0.8

Источники: данные компании, оценка БКС

Таблица 1
Ключевые финансовые показатели «Уралкалия» и «Уралхима»

В качестве еще одной стратегии дальнейшего развития бизнеса «Уралкалия» можно назвать восстановление альянса с «Беларуськалием», принимая во внимание заинтересованность обеих сторон в максимизации прибыли, а также лояльность новых акционеров «Уралкалия».

Подводя итог, отметим, что распад альянса с «Беларуськалием» и переход к новой модели ценообразования на рынке хлоркалия еще не полностью отразились на кредитоспособности «Уралкалия». Основные риски кредитного профиля зависят от восстановления цен, которые будут очень медленно меняться и, скорее всего, не достигнут уровня середины 2013 года. Что касается компенсации снижения цен за счет роста объема производства, то увеличение продаж на 30% — очень амбициозный план. Судя по котировкам еврооблигаций «Уралкалия», инвесторы проигнорировали слабые финансовые результаты компании за девять месяцев 2013 года, в то время как мы считаем их важным индикатором ухудшения финансового состояния компании после «изменения правил игры». Ключевым фактором является стратегия, которой будут придерживаться новые собственники «Уралкалия», — структура сделки по покупке Дмитрием Мазепиным пакета акций калийной компании не исключает ее объединения с холдингом «Уралхим», что приведет к ухудшению кредитных метрик «Уралкалия» и лишит компанию рейтинга инвестиционной категории. Первое полугодие станет поворотным для определения траектории движения рынка и, соответственно, покажет, как в среднесрочной перспективе изменится финансовое положение крупнейшего в мире производителя хлористого калия.

В ПЕРВОМ КВАРТАЛЕ 2014 ГОДА «УРАЛКАЛИЙ» НАМЕРЕН ПОДПИСАТЬ КОНТРАКТ НА ПОСТАВКУ ХЛОРКАЛИЯ СО СВОИМ КЛЮЧЕВЫМ ПОТРЕБИТЕЛЕМ — КИТАЕМ